

# Mesa Redonda

Condo-Hotel e Legislação de Mercado de Capitais

Local: FGV, Praia de Botafogo, RJ

Data: 18.02.2014

Participantes:

- Jose Ernesto Marino Neto (JEMN), FGV;
- Andre Coelho (AC), FGV;
- Paulo Ferreira (PF), CVM;
- Reginaldo Pereira (RP), CVM;
- Antonio Ricardo (AR), OAB-RJ;
- Diogo Cantreras (DC), SECOVI-SP;
- Maury Bernardes (MB), ADEMI-RJ

**JEMN** – Gostaria de agradecer a atenção e a disponibilidade de vocês para participar desse encontro. A Fundação Getulio Vargas mantém o NEATH, Nucleo de Estudos Avançados em Turismo e Hotelaria chamado Nucleo, baseado aqui no Rio de Janeiro e eu tenho a honra de ser um dos professores aqui da escola. Minha disciplina hoje se chama Gestão de Ativos Hoteleiros mas, se a escola permitir, gostaria de mudá-la para Investimentos Hoteleiros. A FGV está sempre atenta com aquilo que esta acontecendo na sociedade e sabemos que a sociedade se movimenta mais rapidamente do que a legislação. A legislação está sempre a reboque daquilo que a sociedade faz. Depois que os Particulares inventam alguma coisa, aí sim vem a legislação atrás para poder tapar os buracos e regulamentar as novas atividades. A idéia então, de desenvolver essa mesa redonda, é basicamente para que consigamos encontrar um norte orientador para o mercado, para que os negócios continuem acontecendo, e com segurança. Basicamente essa é a idéia.

Então, por conta disso, a FGV me incumbiu de coordenar esse encontro, e aí nós convidamos várias entidades de classe, que passamos a agradecer através dos presentes: CVM, ADEMI-RJ, OAB-RJ e SECOVI-SP. O Ministério do Turismo acabou não tendo tempo de indicar um representante. O FOHB, Fórum dos Operadores Hoteleiros do Brasil, idem. De qualquer forma todos sabem que o que nós vamos discutir hoje. Vai ser gravado; vai ser publicado e obviamente vai ser fonte de informação e orientação para todos.

Então para darmos início a esta conversa, eu gostaria de passa a palavra em sentido horário para que cada um se apresentasse e, ato contínuo, nós poderemos iniciar debates sobre o assunto: Condo-Hotel e a legislação de mercado de capitais.

**PF** – Boa tarde, meu nome é Paulo Ferreira e sou assessor da Superintendência de registros da CVM.

**RP** – Meu nome é Reginaldo Pereira, eu sou o Superintendente de Registro de valores mobiliários da CVM.

**AC** – Meu nome é André Coelho eu sou Gerente de projetos do Núcleo de Turismo da FGV projetos.

**AR** – Meu nome é Antonio Ricardo, eu sou representante da OAB no grupo de segurança jurídica no mercado imobiliário, e membro da comissão nacional de direito registral e notarial.

**DC** – Meu nome é Diogo Canteras, eu sou representante do SECOVI-SP para esta reunião, e o coordenador do grupo que estudou dentro do SECOVI-SP o Manual de Melhores Práticas para os Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados.

**MB** – Eu sou Maury Bernardes, consultor jurídico da ADEMI-RJ.

**JEMN** – Bom, acho que está claro para todos aqui a quantidade de talentos que nós temos nessa Mesa Redonda, o suficiente para que a gente consiga achar um caminho, e na busca desse caminho eu gostaria de iniciar a nossa conversa lembrando um pouco da história do investimento hoteleiro no Brasil, de forma que pudéssemos pensar nesse negócio não apenas localmente, que tem particularidades próprias no Rio de Janeiro hoje. A história do investimento hoteleiro passa pelo investimento pulverizado, de pequenos investidores, que acabaram incentivando inclusive o SECOVI-SP a criar esse manual.

Então, se formos lembrar a história, acredito que podemos dividir a história em cinco ciclos.

O primeiro ciclo teve início como o século XX e durou até a década de 60. A maioria dos hotéis foram construídos por famílias muito ricas, e muitas vezes com apoio de recursos governamentais. O Copacabana Palace é um exemplo dessa fase.

O segundo ciclo ocorreu entre o período de 1964 até 1986. Tem dois marcos: em 1964 com o início do governo militar no Brasil, com uma nova concepção, uma nova legislação, e 1986, data na qual os incentivos fiscais foram extintos. Nessa época os incentivos financeiros e fiscais atraíram companhias internacionais ao Brasil. Vieram Accor, ITT Sheraton, InterContinental, entre outras, atraídas para ter suas próprias propriedades e com financiamentos bastante amigáveis. Incentivos tanto financeiro, quanto fiscal.

O Terceiro ciclo é o que marca o início da história que nos interessa. Com o término dos incentivos fiscais e uma lei de locações residenciais muito restritiva, que não permitia o reajuste de aluguéis em período inferior a um ano, quando a inflação era enorme, havia desincentivo à produção de imóveis residenciais. Isso fez com que os incorporadores imobiliários viessem inventar o que se chamou de apart-hotel, com pool de locações.

Então naquele momento, a partir de 1986, algumas empresas administradoras de hotéis se interessaram em administrar esses primeiros projetos. Um exemplo clássico dessa época foi a Sol Meliá. Tem empresas até que não existem mais, como a Residence, que foi criada na época pela Gomes de Almeida, Fernandes, para gerenciar seus projetos. Esse ciclo se encerrou em 1990, coincidentemente quando o Governo Collor se iniciou, o mercado ficou super ofertado, em razão de uma diminuição de demanda causada pela crise econômica. Esses apart-hotéis

eles eram produtos imobiliários com características bastante específicas. Eram quitinetes de quarto, sala, cozinha e banheiro. Você colocava e tirava do Pool sua unidade. Era o que se chamava de apart-hotel.

O quarto ciclo inicia-se em julho de 94 com o Plano Real. Com a estabilidade econômica houve o incentivo a investimentos produtivos e havia percepção generalizada de que hotelaria era um grande negócio. Houve, de uma certa forma, um encontro de interesses entre incorporadores imobiliários e administradores hoteleiros. Assim nasceu o que se chamou de flat service.

Eram quartos hoteleiros em empreendimentos residenciais com programas restritivos para proprietários retirarem suas unidades do pool hoteleiro. Muitas cidades brasileiras receberam grande investimentos estimados à época em mais de US\$ 4 bilhões. São Paulo, Brasília, Fortaleza, Belo Horizonte, Curitiba, Recife são exemplos de cidades que receberam um volume muito grande de propriedades hoteleiras, e todos esses mercados também acabaram com a mesma situação. Acabaram ficando super ofertados e muitos proprietários foram chamados para aportar capital para pagar os prejuízos operacionais, ou seja, resultados negativos. Essa época foi a época que se denominou por “Onda dos Flats”. Durante o período de 2001 até o período de 2011 praticamente não se desenvolveram novas propriedades hoteleiras.

Para se ter uma noção do que foi a Onda dos Flats: hoje em São Paulo há aproximadamente 60 mil quartos de hotel, entre hotéis, flats, apart hotéis, condo-hotéis, enfim, temos aproximadamente 60 mil quartos de meios de hospedagem na cidade. Dois terços disso estão dentro de estruturas em condomínio. Sejam eles chamados de apart-hotel, de flat-service, de condo-hotel... Em Brasília é praticamente 50% da oferta hoteleira está em condomínios. Recife também chega a 50%, se não for mais. Fortaleza, idem. Ou seja, chega-se à conclusão de que se não fosse essa inventividade do setor imobiliário, nos não teríamos quartos de hotel sendo ofertados no mercado. Por uma razão até bastante simples, há quem não concorde comigo, mais eu acho que o Brasil ainda é um país pobre: o dinheiro custa muito caro, e esse tipo de negócio é um negócio de capital intensivo em um lugar onde o dinheiro custa muito caro; não é fácil de você conseguir esses capitais, e aí a indústria imobiliária acabou ajudando a criar este tipo de produto.

Hoje nos estamos vivendo o quinto ciclo. Por que isso? Porque desde 2003 o Brasil passa por um ciclo econômico de prosperidade, mas tivemos uma década praticamente sem nova oferta hoteleira. Estamos falando em termos de país, em termos de Brasil. Chegamos a uma situação na qual a demanda cresceu ao longo dos 10 anos e a oferta praticamente ficou estagnada; os hotéis em todos os cantos passaram a ter ocupações muito altas, passaram a ter tarifas muito altas e voltou a existir a percepção de que hotelaria é um grande negócio, e isso é o indicador suficiente pra que nova oferta seja produzida. Só que nós chegamos em um determinado momento que houve uma mudança de legislação. O famoso artigo segundo da lei 6385 de 76 foi ampliado, adicionando-se uma nova definição de valor mobiliário, e que obriga o xerife de mercado de capitais, a CVM, a tomar determinadas atitudes. Então esse início... Essa introdução que eu fiz tem por objetivo básico lembrar a história do Condo-Hotel e permitir-me fazer uma pergunta: qual é a definição que se pode dar... a interpretação que se pode dar, ao inciso nono do artigo segundo da lei 6385? Essa nova definição de valor mobiliário aplicada à

hotelaria, aos produtos imobiliários que foram desenvolvidos ao longo dos últimos anos, aos Condo-Hotéis?

Eu vou utilizar aqui um trabalho coordenado pelo Diogo, que é este Manual de Melhores Práticas; no início tem algumas definições que tratam de produtos distintos: apart-hotel, condo-hotel, condo-resort... Eu não sei se talvez um bom caminho seja pensar em cada um desses produtos se eles são englobados por aquela definição de valor mobiliário ou não. Usando aqui o exemplo do Dr. Maury, falando do Barra Mares, empreendimento imobiliário pioneiro na Barra da Tijuca, quando você pensa num apart-hotel, você pensa num empreendimento residencial, que você pode entrar no pool de locação, ou você, pode simplesmente gerenciar o seu imóvel de forma individual.

Esse tipo de negocio, não me parece que ele caiba dentro daquela definição de valor mobiliário, de oferta pública de investimento coletivo. Parece que seja um produto imobiliário absolutamente típico.

**MB** – A questão é que ele é um conjunto de unidades autônomas. Essa questão cuida da venda de porções na propriedade do imóvel (condomínio voluntario), cujos cômodos não podem ser individualizados como unidades autônomas.

**JEMN** – Entao a pergunta que eu faço, e agora vamos fazer então o relógio rodar ao contrário... Eu vou ler a definição da lei. Diz o seguinte: São valores mobiliários sujeitos ao regime desta lei. Parágrafo Nono: “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito participação de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviço, cujos rendimentos, advém do esforço do empreendedor ou de terceiros.” E nós temos vários tipos de produtos. Nós temos aquilo que se chama de flat, apart-hotel, nós temos aqui o que se chama de condo-hotel, condo-resot, residencial com serviços .

Dr. Maury, quando é que o senhor acha que essa definição de valor mobiliário se aplica a cada um desses produtos, ou se a aplicação dessa definição nesses produtos tem haver apenas com o produto ou com seu sistema de gestao?

**MB** – O que eu acho, é que estamos diante de um fato novo, de um produto novo, de um momento em que esse produto se mostrou adequado, não só pela oportunidade de negócios, mas também pela geração daquilo que mais se precisa agora que são meios de hospedagem. Oque eu vejo nessa questão toda, e vou avançar um pouquinho para depois voltar, e que efetivamente há a necessidade de alguma base procedimental nessa questão da comercialização.

Nós estamos aqui comparando mais ou menos, na minha visão, alguma coisa que o empreendedor faz e que o investidor compra. Alguma coisa que se compara, portanto ao fornecedor, lidando com o consumidor. E é essa proteção que a CVM quer exercer, e que entende estar na sua função de exercer.

O que eu vejo essa participação num produto hoteleiro. Esse produto é um produto de base imobiliária, ele não é propriamente um produto mobiliário. Ele tem a base imobiliária, é um

produto, portanto de base imobiliária. A semelhança do que seria um shopping center, do que seria um cemitério ... eles tem todos essa qualificação de base imobiliária.

Vejo, portanto, que nós temos uma grande oferta. A oferta chega a essa questão aqui de ser uma oferta de investimento, e é investimento, não seria comprar apartamentos pequenos para colocar no pool.

Estava conversando com Ricardo, Antonio Ricardo, e ele andou se referindo a mim como mestre... ele tem uma visão já na partida de um modelo, formatado por ele, como professor que é, um modelo que tinha essa preocupação, a preocupação de gerar um fundo de investimento imobiliário para que os investidores/consumidores tivessem ali uma garantia de um controle, eu acho que estou aqui mais por conta do trabalho que a ADEMI vem fazendo, já há uns 6 anos, na direção justamente de criar novas práticas... as melhores práticas possíveis, para que haja um equilíbrio entre as incorporadoras, estou falando especificamente do mercado imobiliário, e os seu compradores. Nós temos hoje, reconhecidamente, pelo Tribunal de Justiça e por outros organismos do poder público, uma imagem diferente daquela que havia em relação (ainda existe...) em relação ao setor, mas já se vê na ADEMI, a boa vontade, a boa fé, cortando na própria carne, no sentido justamente de criar negócios com equilíbrio, que resultem das melhores práticas. Um exemplo disso é a nossa minuta padronizada. Já foi submetida ao Tribunal de Justiça e pretende ser uma minuta, para a qual, não serão aceitas pelo próprio tribunal, ações de revisão de cláusulas contratuais. Ademais disso essas cláusulas estarão sendo submetidas ao tribunal, ao centro de estudo de desembargadores, para serem transformadas em recomendações ou enunciados ... que não são abusivas aquelas cláusulas... Eu estou falando tudo isso para embasar o que eu quero finalizar aqui, e não tomar muito tempo de vocês. Estamos querendo trabalhar na direção das melhores práticas também aqui, com uma preocupação, que é uma preocupação que está dentro do nosso espírito de empreendedores imobiliários, de não engessar os empreendimentos, de não pedir que se chegue ao final de colocar esses produtos, que é o objetivo final, colocar esses produtos no mercado, num momento mágico, num momento necessário que nós estamos vivendo, principalmente no Rio de Janeiro, com uma carência de quartos de hospedagem para esses eventos que vêm aí. Eu tenho certeza pelo que Antonio Ricardo me reportou, pelas conversas que tenho tido com vocês, da preocupação que tem sido demonstrada nas reuniões do Grupo de Trabalho estatutário da ADEMI, de que nós vamos chegar a um bom termo, no sentido de que teremos sim o empreendimento viabilizado com procedimentos estabelecidos de controle que não engessem a atividade, mas que deixem também não só os investidores/consumidores confortáveis, mas principalmente os representantes da CVM, a própria CVM. Eu tenho certeza de que se avaliará a adoção de práticas de transparência e disponibilização de informações adequadas a serem entendidas como uma boa e razoável prática segundo os conceitos da própria CVM.

**JEMN** – Dr Maury, deixa eu aproveitar o próximo da conversa que esta ao seu lado direito, o Diogo Canteras, que tem bastante experiência na área hoteleira especificamente, e gostaria de complementar uma pergunta ao Diogo, no seguinte sentido: o sistema de gestão hoteleira, que genericamente foi implantado no Brasil, ele... e por favor me corrija se eu estiver errado, ele tem uma origem na forma de trabalhar, que nasceu, cresceu e evoluiu basicamente nos Estados Unidos. Nos Estados Unidos, você tem como prática corrente que o beneficiário do

resultado hoteleiro é o próprio dono do imóvel porque ele é o dono do negócio. O administrador hoteleiro é um prestador de serviço, recebe pela prestação de serviço, e o dono do imóvel acaba se beneficiando pelos resultados do hotel, sejam eles positivos ou sejam eles negativos. Nos Estados Unidos há premissas macroeconômicas diferentes das nossas. Lá o capital é disponível, o juro é baixo e o cliente é rico, de forma que management e marcas têm muito valor. Isso fez com que as companhias hoteleira ficassem mais fortes dentro dessa equação, dando maior poder, vamos assim dizer de negociação, ao management e ao brand. Se a gente for olhar pro Brasil, a gente vai encontrar premissas macroeconômicas diferentes. O capital aqui não é acessível, ele custa muito caro e o cliente é sensível a preço, de forma que se por acaso tiver um short fall na operação, se por acaso tiver uma perda operacional, se você for bater aqui na porta de algum banco para ele te dar algum tipo de dinheiro, ele exige até a sua certidão de óbito. Nos Estados Unidos a coisa mais simples do mundo é um incremento na hipoteca. Então, dentro do universo norte americano, até o dinheiro emprestado é equity, porque o projeto acaba sendo a única garantia do financiamento. Se por acaso o negócio não der certo o banco acaba se tornando o dono do negocio financiado.

Na ótica da definição aqui da lei, que diz que valor mobiliário é a promessa de investimento coletivo, e ai vou me lembrar das minhas aulas de direito, com o professor Leães... Ele fala que são cinco componentes que definem a security: (1) investimento em dinheiro, (2) realizado por investidor em função de capacitação pública de recursos, (3) para fornecer capital a um empreendimento, (4) que ele não tem gerencia direta, (5) mas que espera obter ganho. Se por acaso, ao invés de nós contarmos com o operador hoteleiro, que presta serviços, que administra, e que passa todo o risco pro investidor, se por acaso o operador hoteleiro fosse o tomador do risco do negocio, você não acha que ai então nós estaríamos indo por um caminho de uma operação tipicamente imobiliária e aí nós estaríamos fora daquele conceito de valor mobiliário?

**DC** - Bom, indo direto a resposta da sua pergunta... primeiro... é um prazer estar aqui nessa mesa redonda mesmo. É a primeira vez que eu converso com OAB, com os amigos da ADEMI-RJ e que eu converso com a CVM. Então especialmente agradável estar numa mesa redonda onde a gente esta trocando idéias com CVM, e CVM neste tema é um órgão muito importante, entender como é que a gente vai se relacionar com CVM é extremamente importante.

E agora, entrando direto na repostagem da pergunta do Jose Ernesto, é claro que se a tomadora de risco do empreendimento é a operadora hoteleira, é claro que simplesmente o que acontece é que o investidor, comprou um apartamento, e esse apartamento ele alugou para uma operadora hoteleira, e este aluguel é um aluguel fixo, ou tem uma determinada regra para cálculo, mas principalmente se ele for um aluguel fixo. Simplesmente ele comprou um imóvel e ele alugou a alguém, quanto a isso nao há dúvida (que a operação é imobiliária).

Agora, você fez uma colocação sobre essa forma de relação, entre as operadoras hoteleiras e os proprietários. É uma forma de relação que nasce nos Estados Unidos, tipicamente na década de 60, onde tinha muito dinheiro nos Estados Unidos, tanto dinheiro que dava para jogar o homem na lua, financiar toda aquela historia da NASA etc. Haviam muitos recursos, e tinha muita gente com dinheiro, a economia crescia muito. A hotelaria era um bom negocio, so que os hoteleiros, não tinha dinheiro para fazer hotel, nem tamanho, nem porte para assumir

financiamentos para fazer hotel. Então, grandes investidores, grandes fundos, começaram a fazer hotel, e contratar pessoas que entendiam como administrar hotel, para administrarem esses hotéis, para prestar serviços de gestão. E foi dentro dessa modelagem que se criaram todas as grandes empresas hoteleiras Internacionais. Foi dentro dessa modelagem, primeiramente a Westin Hotels and Resorts, depois a Hilton, depois a Marriott, depois a Intercontinental, todos esses grandes nomes que a gente vê no mundo, são empresas que gerenciam hotéis de terceiros. Algumas até tem hotéis próprios, por exemplo a Accor na França, é dona de uma grande quantidade de hotéis, mas isto é mais a exceção do que a regra, e este mesmo modelo veio pra cá. Nos aqui estamos mais ou menos adotando a mesma linha, com um detalhe, como o Jose Ernesto falou, nos estamos em um país com uma condição macroeconômica, completamente diferente dos Estados Unidos. Nos Estados Unidos, se você quer construir um Hotel, se o seu Hotel custa 100 milhões de dólares, e você tem 20 no bolso, você vai no banco, leva pro banco, o estudo de viabilidade do seu hotel e banco ainda te financia, faz um Project finance de 80 milhões que você precisa para construir o resto do seu hotel. Então existe um capital de longo prazo e baixo juro e baixo custo pra você pedir emprestado para fazer hotel. No Brasil, temos uma realidade completamente diferente, e ela é meio única. No Brasil, Hotel se faz 100% com capital próprio. Não existe empréstimo. (A não ser, o BNDES tal...) O BNDES responde por quase nada da indústria hoteleira. Na prática, hotel no Brasil, é feito 100% com capital próprio, e é por isso que a um tempo atrás apareceu essa ideia do condo-hotel, ou do apart-hotel, que é uma maneira de você pulverizar, entre os investidores pequenos, empreendimentos que seria difícil você vender a um grande investidor, ou você financiar esse tipo de empreendimento, então se criou o aparthotel. O Jose Ernesto percorreu bem o histórico da evolução da hotelaria, e quando aparecem os condo-hotéis, quando aparecem os apart-hotéis, se criou essa estratégia de você viabilizar os apart-hotéis, através da venda das suas unidades. Uma estratégia muito inteligente, e uma estratégia curiosa, ela realmente só existe no Brasil, até existe algum ensaio tímido em algum outro país, mas com a frequência que ela tem no Brasil, é só aqui, não tem em outro lugar.

O que acontece com essa estratégia – E aí a gente entra nas preocupações tipicamente da CVM. O que acontece nessa estratégia? - Nessa estratégia, o negócio hoteleiro, antes dele ser um negócio hoteleiro, ele é um negócio imobiliário, aonde os interesses são distintos do negócio hoteleiro, então, num primeiro momento, o condo-hotel, (ou o apart-hotel), ele é um negócio imobiliário, e evidentemente, o interesse das partes envolvidas neste negócio imobiliário, é conseguir o melhor resultado possível no negócio imobiliário. Muito razoável. Em um segundo momento, quando esse empreendimento é vendido para os pequenos investidores, ele passa a ser um negócio hoteleiro, onde o principal objetivo desse negócio hoteleiro é que ele seja rentável como hotel, e que remunere adequadamente estes investidores. Evidentemente é claro que existe um conflito de interesses entre esses dois momentos. Não há dúvida disso. Esse conflito de interesses, gerou no passado situações muito complicadas, principalmente para o investidor final. Nós vivenciamos também em São Paulo, e primeiramente, mas não só em São Paulo, também em várias outras cidades brasileiras, no final dos anos 90 início dos anos 2000, uma super oferta muito grande hoteleira. O que se observou na cidade de São Paulo, mas também em Curitiba, Fortaleza, também em Porto Alegre, também em uma série de cidades, foi que pessoas que investiram em um determinado quarto de hotel, e esperavam tipicamente aquilo que o corretor tinha prometido,

1% ao mês do capital investido, quando o hotel entrava em operação, esta pessoa não só não recebia o rendimento que ela estava esperando, como em vários casos, ela tinha que aportar recursos para cobrir despesas operacionais por que a receita do empreendimento não era suficiente, para cobrir as despesas. Isso causou um descontentamento muito grande entre investidores, vários investidores manifestaram esse descontentamento de varias formas possíveis, por que evidentemente é claro que ninguém vai ficar calado num momento desses, mais aos poucos o mercado foi recuperando, recuperando, recuperando... E outra vez, como o Jose Ernesto tinha comentado, a partir de 2006, 2007, o mercado começa uma recuperação bastante gradual e bastante continua, a ponto de que... 2, 3 anos atrás o resultado dos empreendimentos hoteleiros voltam a ser rentáveis, volta a percepção de que hotel e bom negocio. O hotel e um negocio cíclico, você tem momentos, (isso e no mundo inteiro) não só no Brasil, mas no Brasil essa ciclicidade e mais pronunciada, você tem momentos em que todo mundo faz hotel, os hotéis entram em funcionamento e a ocupação cai, ai a diária media cai, e o hotel passa a ser percebido como um mal investimento, ai a demanda cresce, vai crescendo, crescendo... voltamos a ter uma ocupação boa, diária media boa, e todo mundo acha que hotel é um bom investimento de novo e começa a investir outra vez. E este ciclo positivo de novos desenvolvimentos hoteleiros (que estamos vivenciando agora) começa tipicamente em 2011, em São Paulo, e em algumas outras cidades antes, (esse mercado é sempre pontual não é sincronizado em todas as cidades no Brasil). Em algumas o ciclo está em alta, outras o ciclo está em baixa, mais digamos, o grosso dos mercados começa ciclo de desenvolvimento tipicamente em 2011, 2012. Neste momento, eu estou aqui representando o SECOVI-SP, mais especificamente a vice-presidência de assuntos turísticos e imobiliários do SECOVI-SP, nesse momento, apareceu uma preocupação muito grande, quando começou a se falar em novos empreendimentos hoteleiros, apareceu preocupação no sentido de se evitar os problemas de super-oferta que vivenciamos no passado e que foram traumáticos. – Vamos tomar cuidado para não fazer da maneira tão estabonada quanto a gente fez no ultimo ciclo, destruindo tanto valor quanto a gente destruiu no último ciclo, vamos fazer agora com mais cuidado.

Eu Lembro que provocativamente nessa época, há 2 anos atrás, em 2011, eu escrevi um artigo que eu não publiquei, que se chamava: “Condo-hotéis, um IPO sem CVM”. Isto era uma preocupação. A minha preocupação era a seguinte, nós vamos fazer outra vez aqueles erros em que nos incorremos no final da década de 90 inicio dos anos 2000 – vamos outra vez destruir valores de investidores através do lançamento inadequado, descontrolado de condo-hotéis, e eu me espelhava no que acontece por exemplo, nos Estados Unidos,- como o Jose Ernesto bem falou, é uma realidade macroeconômica e completamente diferente. Nos Estados Unidos, um condo-hotel, é necessariamente registrado na SEC, então para você lançar um condo-hotel nos Estados Unidos, você precisa do registro da SEC, foi neste momento que nos dentro do SECOVI-SP, colocamos este assunto em discussão. Na hora em que a gente colocou este assunto em discussão, veio exatamente aquela preocupação que o Maury comentou.:o medo de se engessar o mercado.Vamos lembrar que o Brasil, é um país que tem uma realidade macroeconômica, completamente diferente dos Estados Unidos. Nos Estados Unidos, se você que fazer hotel, tem financiamento, aqui você não tem. Aqui o único canal que você tem para viabilizar hotel, e o condo-hotel, e a venda pulverizada de unidades, e se você engessar isso, dentro da preocupação do Maury, você não faz nada, então como e que a gente faz? – Neste momento, a gente resolveu dentro do SECOVI-SP, adotar um outro



caminho, adotar o caminho de entender, quais eram as melhores praticas desse mercado, pra estudar essas melhores praticas, e disponibilizar ao mercado essas melhores praticas, pra se trabalhar nos condo-hotéis. Isto foi um trabalho, que o Jose Ernesto, bondosamente, atribuiu a mim, mas na verdade foi feito por um grupo de trabalho de umas 20 pessoas dentro do SECOVI-SP, sendo que dentro desse grupo de trabalho, tinha representantes de incorporadoras imobiliárias, de operadoras hoteleiras, de empresas de consultoria, de pessoas da área financeira, todos os participantes deste ciclo de produção do condo-hotel, estavam participando deste grupo de trabalho. Desse grupo de trabalho resultou no manual de melhores praticas, que eu trouxe uma copia para cada um de vocês, manual de melhores praticas este que foi assinado, pelo SECOVI, mais não so pelo SECOVI, ele foi assinado pelo SECOVI, pela ABIH nacional (Associação Brasileira da Industria Hoteleira), pelo Fórum das Operadoras Hoteleiras do Brasil, a ADIT e a FHORESP que é a Federação de Hotéis, Restaurantes, Bares e Similares do Esatado de São Paulo.

Este manual, ele foi assinado por todos, ele foi chancelado por todas essas instituições, e o objetivo do manual era exatamente disponibilizar para o mercado quais eram as melhores praticas para que você pudesse continuar desenvolvendo condo-hotéis, mais ou menos na mesma linha que vinha se seguindo - afinal de contas são as melhores praticas do mercado -, sem penalizar o investidor final. e então, existem algumas recomendações que estão dentro do Manual: uma das recomendações por exemplo, é que cada um dos empreendimentos lançados no mercado, tenha o seu estudo de viabilidade econômica bem feito, dentro das mesmas normas que são internacionalmente aceitas, e dentro das mesmas normas que se usam nos Estados Unidos, as normas da Appraisal Institute, que permite que você faça uma projeção da perspectiva de rentabilidade bastante confiável, e uma série de outras recomendações com relação a contratação de operadores, com relação a contratação de Asset Managers para o empreendimento, etc, etc.

Este Manual foi a nossa decisão, o nosso entendimento', de como e que isso deveria ser colocado no mercado. Só terminando a minha intervenção, eu fiz questão de colocar a minha dúvida inicial, com relação ao fato de que se os condo-hotéis, (e os apart-hotéis) deveriam ter registro na CVM, e expliquei o porque da minha preocupação, e tentei também com isso, com minha intervenção, mostrar o porque que dentro do SECOVI, nós decidimos não ir para uma linha de registro na CVM, mas ir para um manual de melhores práticas, procurando proteger o investidor final, mas sem a necessidade de ter um registro que no entendimento da maioria das pessoas e participantes em geral saia de alguma maneira do mercado.

**JEMN** – Entao Diogo, pegando a sua palavra, eu vou tentar criar uma ponte com Antonio Ricardo, pra uma pergunta na sequencia, que é a seguinte: de acordo com a regulamentação norte Americana, caso se lançasse um Condo-Hotel nos Estados Unidos, ele deveria ser registrado na CVM local, na SEC, o que não acontece no mercado lá porque, como o dinheiro é disponível, como existe credito hipotecário fácil, não se levanta capital para a construção de um hotel desta forma, e o que se faz na verdade, o que se chama de condo-hotel no mercado norte americano, é que muitos brasileiros agora tem aos montes em Miami, são apartamentos residenciais que entram em pool de locação... Num pool de locação que prevê na verdade uma sequêcia de locações individuais. Significa dizer o seguinte, digamos que fossemos todos proprietários de apartamentos dentro deste edifício, então primeiro tem a locação do

apartamento do Paulo, depois a minha, depois a dele, depois a do outro... Cada um recebe, pela locação do seu apartamento, mais existe uma rotação de locações de uma forma que no final, os proprietários recebem aproximadamente a mesma coisa, mas não é como um pool de locação, como uma sociedade, onde você tem uma fração, e esta fração é objeto de distribuição. Isso porque, antes de nós começarmos esta Mesa Redonda, nós estávamos nos lembrando que há mais ou menos 15 anos atrás, quando estávamos desenvolvendo algumas operações de condo-hotel, alguns executivos de companhias americanas falavam que não poderiam fazer isso nos Estados Unidos sem aprovação da SEC. Porque claramente acabaria entrando dentro daquela definição de Security e porque a companhia Hoteleira norte americana não é tomadora de risco; ela não é inquilina de um prédio. Ela é uma administradora de uma sociedade criada por terceiros para terceiros. Mas pegando toda a explanação do Diogo, eu gostaria de fazer um link com Antonio Ricardo, que é o seguinte: Existem investidores com perfis diferentes. Você tem o perfil do investidor qualificado, tem o investidor fundo de pensão, tem o investidor fundo mutuo, tem o investidor banco de investimento, o investidor fundo soberano, tem o investidor Dona Maria. O que observamos ao longo de quase trinta anos de carreira profissional, é de que o investidor, que compra uma unidade num apart-hotel, num flat, num condo-hotel, ele pensa da seguinte forma – eu estou comprando um imóvel de pequeno valor, que me gera uma remuneração mensal e que tem um mercado secundário grande, de forma que se eu precisar vender... Se eu precisar fazer dinheiro eu tenho a quem vender. Você, com base também na sua experiência de mercado imobiliário, o investidor que compra uma participação no mercado hoteleiro, seja um quarto de hotel, seja uma fração de um condômino hoteleiro, esse investidor, qual é o seu perfil? Ele tem o perfil do investidor qualificado? Eu gostaria que você falasse um pouco disso, porque eu acho que compõem o tema de uma forma relevante.

**AR** – Obrigado pelo convite! Agradeço ao Felipe, nosso presidente que incentivou a nossa participação, ou seja, sair dos muros da OAB, para ir discutir, como temos feito com a corregedoria, com o Tribunal de Justiça do Ministério Público, todos que direta ou indiretamente afetam a sociedade, e essa questão do mercado imobiliário, para nós é extremamente sensível, e sabemos a importância que é a propriedade imobiliária, especialmente pro povo latino. O latino adora, uma certidão do RGI, o latino precisa ter um imóvel, ele precisa deixar imóveis para a sua prole até como forma de realização pessoal. A gente sabe que o mercado vai criando suas ferramentas novas e aproveitando suas oportunidades. Quando a OAB-RJ passou a pensar especificamente nessa questão do condo-hotéis, nos hotéis para investidores pulverizados, na venda de frações ideais, e você viu quando leu o inciso nono, artigo segundo, já respondeu a nossa preocupação. Tudo isso aqui não estaria sendo discutido nesse cenário, se nós, diferentemente dos Estados Unidos, não precisássemos de um negócio chamado oferta pública. Eu preciso da oferta pública, eu preciso dizer ao comprador, que a cada vez está mais pulverizado... O Andre falou aqui que comprou um imóvel no lançamento e saiu antes das chaves. O mercado imobiliário experimentou uma época em que as pessoas compravam no lançamento e saíam no lançamento. As pessoas compravam num fim de semana de empreendimento que esgotava, e saíam 15 dias... 3 semanas... um mês depois. Numa re-compra que a própria incorporadora desenvolvia em produtos que geravam uma demanda às vezes acima da expectativa, e verificamos que muita gente que fazia essa alavancagem, não tinha sequer um imóvel próprio, então investia para

ganhar 15, 20% em 2 meses. Sem ter nenhum tipo de lastro que lhe garantisse a capacidade de resistir àquela perda. E sabemos que nesse cenário, se a pessoa não vende, naquele prazo que ela espera, ela começa a vender por qualquer preço, e as vezes até menos do que ela pagou. Isso podia gerar uma preocupação no mercado e ainda mais agora que o mercado começou a experimentar uma preocupação grande com um negócio chamado sustentabilidade, todo mundo ganhado a sua parcela que era esperada. Então, respondendo à sua pergunta, hoje o investidor, pelo menos o investidor que nós assistimos aqui no Rio de Janeiro, tem essa particularidade de ter um mercado extremamente pulverizado, ele vai de um investidor que adquire 3,4,5,10 apartamentos, até uma pessoa que compra uma fração ideal de um empreendimento que tem um numero grande de frações ideais. O que nos preocupa enquanto Ordem dos Advogados do Brasil, através de nossas pesquisas, é que o nosso consumidor não lê. O nosso consumidor não lê nada que lhe é apresentado. O nosso consumidor, não que ele seja vulnerável, o nosso consumidor... eu costumo brincar, falar por exemplo a comissão de defesa do consumidor que é o ... o nosso consumidor é crente. Ele precisa, ele deposita uma enorme Fé, num negócio chamado Estado ... ou seja, de que o Estado ou uma entidade mítica seja, Deus, Oxalá, Buddha, Maomé... Seja lá qualquer que seja a sua crença, vai zelar por ele na hora de fazer um contrato, então ele não lê. O consumidor numa incorporação imobiliária clássica, não pede o memorial de incorporação, o consumidor numa incorporação imobiliária clássica não pede o memorial descritivo, 90% não pede. 80% dos consumidores numa incorporação imobiliária clássica não pede para ver a certidão do RGI para ver se aquele imóvel está no nome da grande empresa que anunciou. Quando eu tenho um mercado que sabe que é assim, não adianta a gente fugir da realidade, mesmo acreditando, e aí é a minha opinião pessoal de que o produto hoteleiro é um produto, como disse o professor Maury, como disse o Diogo, ele é essencialmente imobiliário, essencialmente negocio imobiliário na sua origem, ele vem inserido no mercado que mudou, que a pessoa precisa daquele negócio para participar, e aí qual é a nossa preocupação lá na Ordem dos Advogados, é que esta publicidade num mercado tanto comprador, que são os nossos consumidores, quanto no mercado vendedor, que é o mercado imobiliário, que ainda estamos avançando em padrões de comportamento ético, que nós desejamos que sejam os ideais, eles tenham alguém dizendo... Alguém, ou um conjunto de normas, ou um conjunto de valores combinados em conjunto, o conjunto de padrões e comportamentos dizendo “Cara, isso não pode. Isto não pode.” Daí vem a criação do grupo da ADEMI, da OAB, em discutir as melhores praticas. Eu não quero discutir mutirão, expressinho, acordo na justiça, dia e noite de composição, quero evitar o litígio. E como é que eu evito o litígio? Qualificando o produto que eu estou oferecendo. Mas ainda precisamos de alguém, ou de um conjunto de normas que diga “Por ai não vai”. Esse Estado... não comparando pejorativamente a CVM à figura do Estado ... mas você usa a analogia do cinto de segurança. Eu preciso de uma lei pra me obrigar a usar o cinto de segurança que protege a minha vida. Eu preciso que o Estado diga “Antonio, usa cinto de segurança.” Ele não precisava dizer isso, então, não sei se a figura da CVM dentro de seu conjunto de normas, ou do próprio mercado regulado, inclusive com a participação da CVM. Por que a gente tem uma tendência à exaustão da forma, a forma que é lícita, a gente leva à exaustão. A gente vai testando o limite. O mercado testa os limites, vai ampliando, ampliando, ampliando seus limites, para não chegar ao abuso de forma, mas... vai ampliando os limites. Onde que é esse limite? Eu acho que esse limite a gente esta construindo aqui nesse cenário novo, em que de fato a gente precisa que a Dona Maria, pra usar o nome que você

identificou para aquele pequeno consumidor, tenha absoluta certeza do que está comprando. Ele saiba o que está comprando. Está comprando isso. E isso que eu estou comprando. A gente usa sempre aquele exemplo da pessoa que um condo-hotel que vai ser operado por um operador hoteleiro, a Accor, pra usar um nome mais conhecido. Um determinado dia vai essa pessoa vai com seu carro e vai querer parar na garagem. Não vai parar na garagem porque ela não tem direito de parar na garagem e vai querer se hospedar com a família com um desconto ou vai querer se hospedar de graça. É igual a você comprar um restaurante e jantar todo dia. Você não vai ter lucro se você for jantar caviar no seu restaurante e tomar um vinho Romané Conti todo dia, mesmo você sendo dono do restaurante, você vai à falência. Esse é o conceito. Mas a gente precisa de um padrão de conduta, ou manual de condutas ampliado, e isso o trabalho é fantástico no sentido de regulagem do mercado e precisa só ampliar isso para proteger a ponto final. Que é o consumidor que colocou lá o seu dinheirinho, que tem um imóvel, que tem escritura, que tem um registro, ou registro da sua unidade, ou da sua fração ideal protegida. Este negócio foi pensado e planejado com transparência, com estudo de viabilidade. Será que todos os compradores leram o estudo de viabilidade? Porque quando você vende um produto imobiliário você precisa de uma figura chamada corretor de imóveis. Sem um corretor de imóveis você não vende. Você não vende condo-hotel sem um corretor de imóveis. Não tem jeito.

**JEMN** – Você não vende nenhum imóvel sem um corretor de imóveis..

**AR** - Você não vende. A não ser um... um residencial na Delfim Moreira, você pode vender sem um corretor de imóveis. Todo mundo que tiver dinheiro, vai comprar. Você precisa de um corretor de imóveis. A nossa grande preocupação também, quando a gente fala em não engessar o mercado é não alijar do produto a característica imobiliária; ou falarmos para usar um exemplo em valor mobiliário que depende, para existir, do corretor imobiliário. E aí eu enfrento essa dicotomia: como é que eu posso falar em valor mobiliário de um produto que eu preciso de um corretor imobiliário pra vender? E eu confesso que eu não tenho respostas. Eu tenho a preocupação... Nós lá na OAB temos a preocupação, e além dessa comissão, somos presidentes do Tribunal de Ética, o que me impõem alguns padrões de comportamento adicionais, uma delas é a preocupação de estamos sendo suficientemente claros na nossa oferta. Ter a certeza de que se eu abrir o jornal, ou abrir o site, o meu comprador... Eu ainda até entendo o conceito de investidor qualificado, mas eu acho que na nossa sociedade, mesmo essa qualificação do investidor, ainda precisa de um aclaramentozinho, ou seja... Eu tenho certeza de que é um investidor qualificado. Como é que eu sei que o investidor, mesmo qualificado, tem certeza do que está comprando? Eu não vou ter certeza, mais eu posso criar regras de comportamento, de conduta, de publicidade, de estruturação como a gente partiu do mercado imobiliário de padronizar as minutas, tanto é que, eu não sei se ele vai ter certeza do que está fazendo, o consumidor, comprador e ... mas aí também eu não tenho desculpa disso. Certificamos as etapas. Publicidade, escritura, oferta, documentos que devem ser disponibilizados pra quem vai tomar a decisão de comprar, para que ele tome a decisão de comprar sabendo o que está fazendo. E esse é o nosso... Por que o nosso comprador é cada vez mais pulverizado.

**JEMN** – Dr. Ricardo, deixa eu pegar aqui um comentário que você fez e tentar explorá-lo um pouco mais. Sem obviamente nenhum tipo de discriminação, mas eu já ouvi de mais de um

incorporador imobiliário que um corretor imobiliário é um sujeito que todos os dias acorda desempregado. Todos trabalham para que consigam efetuar alguma venda, uma comissão, e obviamente se remunerar.

**AR** - Isso eu também sou há trinta anos... O consultor é assim...

**JEMN** - Isso muitas vezes faz com que o corretor use argumentos dos mais diversos para atingir o seu objetivo, isto é, a venda. Peguei aqui alguns documentos de um empreendimento que foi lançado em Alphaville há mais ou menos um ano atrás como exemplo. Entramos em contato com a corretora de imóveis, pedimos informações a respeito do empreendimento, aí a corretora de imóveis nos deu algumas informações. Fomos pedindo cada vez mais e mais... Assim, quando você está lidando com um corretor, o que ele está descrevendo é uma promessa, certo? Sendo que o incorporador imobiliário, seu contratante, é co-responsável, certo?

O corretor de imóveis escreve assim: "É um investimento certo e seguro. Sem riscos." Está escrito no e-mail pelo corretor. Ai você pega a documentação e vê uma apresentação do empreendimento que é uma espécie de Perguntas e Respostas, dúvidas freqüentes. Uma das perguntas é: Qual o tipo de contrato que a rede Blue Tree tem com o empreendimento? A resposta diz que a Blue Tree tem um contrato de arrendamento. Lendo o contrato vimos que não há contrato de arrendamento. É um contrato de sociedade em conta de participação no qual é obrigação do proprietário ceder a sua unidade e tem lá uma equação de rateio de prejuízo apurado e como cada um contribui com esse prejuízo. Em suma, pegando esse exemplo que é um dos vários que podemos utilizar... Informações completamente discrepantes a respeito do negócio que está sendo oferecido. Então dentro da linha que você comentou, de defesa do interesse do investidor, aí eu transfiro a pergunta pro Reginaldo e pro Paulo: qual o dever ex officio da CVM? Qual é a visão daquele que tem o dever de ofício de proteger o investidor quando enfrenta um cenário desse tipo?

**RP** – Em primeiro lugar eu queria agradecer aqui o convite da FGV. Pelo pouco que ouvimos aqui gostaria de dizer que nós não temos na CVM o conhecimento do ramo imobiliário que os senhores tem. Isso é fato. Nossa seara está no mercado de valores mobiliários. E uma letrinha a menos.. um dia desses fomos chamados de Comissão de Vendas de Valores Imobiliários e parece estar virando quase isso... Então tem essa dificuldade... Talvez eu faça ate umas perguntas para entender melhor. Por outro lado, eu tenho uma facilidade para falar um pouco, depois de ouvir os professores, começando pelo Jose Ernesto, que deu uma aula de maneira bem sucinta e clara de como isso evoluiu... queremos falar um pouco exatamente sobre isso. Eu acho que a pergunta aqui do Professor Jose Ernesto vem no momento mais oportuno possível. Eu fiz aqui algumas anotações e em cima dessas anotações gostaria de explorar um pouco. Posteriormente eu vou abrir aqui também com o Paulo se o Jose Ernesto permitir...

Estamos vendo claramente, e parece que há unanimidade aqui, como os senhores todos falaram, da base imobiliária do produto. Sem dúvida estamos diante de um valor mobiliário aí no meio, na forma como hoje está sendo captado recursos da poupança pública. Então me pareceu uma unanimidade, embora tenha se dado a ênfase, e é verdade, que o investimento é empreendimento do ramo imobiliário, em especial a questão hoteleira, mas a forma como está sendo captada, e o apelo da captação, cai em função do histórico que o Jose Ernesto já

deu, na lei 10.303 de 2001 que alterou a lei 6.385 e alguns dispositivos, além da 6.404 que é a lei das sociedades anônimas. Então, a 10.303 altera sensivelmente isso tudo de forma a não ficar para atrás em relação às reguladoras que já tinham uma legislação mais avançada, como a dos Estados Unidos, que veio da crise de 29. Por isso em 33 e 34 foi criada então a SEC, Securities Exchange Commission. É um regulador com muitos anos de experiência à nossa frente no mercado. Nós somos de 76, quase 77, dezembro de 76, ... finalzinho de 76, assinado pelo então ministro Mário Henrique Simonsen, na época o Ministro da Fazenda.

Tudo o que os senhores trouxeram são expressões bem apropriadas para o mercado de valores mobiliários. Nós vemos que “Fatores de Risco”, “o investidor não lê”, não é privilegio desse investidor a quem os senhores se referem. O pessoal do valor mobiliário também não lê e nós fazemos um esforço enorme com a peça chamada “prospecto” (todo valor mobiliário, de acordo com determinadas regras, quando ofertado publicamente de acordo com as determinadas regras - há exceções - existe uma peça chamada prospecto). E todo mundo reclama porque o prospecto tem mais ou menos 600, 700, 900 páginas... Um prospecto de distribuição, quer dizer... Eu estou passando um pouco, Jose Ernesto, como é que é a parte do manual do valor mobiliário, até pra que, quando entrarmos um pouco mais nessa questão do imobiliário, já possamos ter dividido com os senhores, como que é no valor mobiliário.

A questão do prospecto, de ser uma peça robusta, vamos dizer, não atrativa para o leitor, para o investidor, quando ele olha aquele negócio ele pensa... “Eu não vou comprar um negócio e vou ler 700 páginas para entender o negócio, não”... É principalmente do mercado americano e do mercado Inglês essa natureza do prospecto para que seja uma defesa para o emissor. A maior defesa que o emissor tem é o prospecto. Porque a coisa mais fácil que tem, principalmente nos Estados Unidos onde há o chamado “Class Action”, é qualquer advogado que está fora do processo, ele pega um furo na divulgação de formação e ele vem com ação indenizatória em prol dos investidores. Então o próprio emissor tem o maior zelo e o maior cuidado, em colocar todas as informações, inclusive os potenciais prejuízos ou discontinuidades de um projeto na largada. Por que na largada? Porque é a forma inclusive de ele se defender. Fatores de risco é uma das sessões que quando nós analisamos material publicitário, e estou falando basicamente de valor mobiliário, estou fazendo essa introdução, se me permitirem fazer isso primeiro, em todas as páginas tem que estar lá dizendo que é um material publicitário, dizendo “leia o prospecto e em especial a sessão fatores de risco antes de aceitar a oferta”. Até na televisão, quando às vezes o Banco do Brasil costuma fazer uso do Gianechini, ou aquela atriz famosa... a Fernanda Montenegro, ao final da propaganda ela fala pausadamente, “leia o prospecto em especial a sessão de fatores de risco”. Então, o mercado de valores mobiliários, é por natureza um mercado de risco, um mercado de renda variável, ele não é um mercado como a caderneta de poupança, que embora renda pouco, é um rendimento certo. Valores mobiliários estão em mercado de risco. Inclusive os títulos, ditos renda fixa, muitas vezes sofrem default chegando à uma situação default, de inadimplência, de um título emitido por uma companhia aberta, não é anormal, vemos que eles não pagarem por algum motivo como o caixa esperado não foi realizado e aquilo alí vai ser protestado.

Então, no mercado imobiliário... vocês usaram bastante expressões que são utilizadas no mercado de valores mobiliários, inclusive pela Lei 6.385. A Lei 6.385, através da lei 10.303, não trouxe só o conceito genérico de “security”. Tudo aquilo que ela não especificava passou a

fazer parte do arcabouço regulatório da CVM, da supervisão da CVM. É uma carga muito grande. Então a CVM antes trabalhava apenas com fundos de ações. Todos os fundos que eram supervisionados pelo banco central, inclusive de renda fixa, passaram para a CVM. Então a CVM hoje fiscaliza todos os fundos que passam de trilhão de reais em volume dos fundos. A soma de todos os fundos do Brasil chega hoje a quase R\$ 3 trilhões de investimentos. Todos os fundos. Outro produto que passou para CVM também foi o contrato de derivativo, que é um negócio um pouco mais complexo e que também estava evoluindo muito. Nesse mercado trabalham muitos matemáticos e físicos e, diga-se de passagem, montando operações de estratégias muito sofisticadas, e passou pra CVM também. Independente do ativo subjacente então a CVM ficou responsável por contratos derivativos, cujos os ativos, lastros ou subjacentes podem ter as mais diversas naturezas, como o índice BOVESPA. Passou tudo, então hoje o contrato de soja é com a CVM, seu contrato futuro. O Dólar à vista não, mas a opção de dólar, sim. Então tudo veio para o arcabouço legal da CVM e a CVM conseguiu, aos poucos, do ano 2000 pra cá, junto ao Ministério da Fazenda e ao Planejamento, a abertura de mais concursos, que é para suprir a necessidade de pessoal e, como os senhores sabem, por questões orçamentárias, nem sempre nós temos a quantidade de pessoas que gostaríamos. Gostaríamos de ter um número maior de servidores. A CVM é uma das autarquias mais enxutas. Nós temos uma média de 500 a 600 servidores no Brasil todo. Você vê a Receita Federal com 5.000... 10.000. O Banco Central com muitos... a CVM é muito enxuta e com muita atribuição. Claro! É um órgão bem mais novo, tem 30 e poucos anos... Então...

**JEMN** – E que também demanda profissionais bem mais capacitados. ..

**REGINALDO** – Pois é... um concurso extremamente difícil para entrar na CVM. Quando as pessoas de fora vão lá e assumem muitas vezes um assento no nosso colegiado, pois a CVM é um autarquia de duas instancias sendo uma delas a esfera técnica... É diferente do Banco Central que é verticalizado: tem um Diretor para cada atividade. Diretor Administrativo, Diretor de normas, Diretor de fiscalização... e por aí vai. Na CVM há os superintendentes, e eu sou um deles, há várias superintendências, independente do colegiado. O chamado colegiado é o presidente e 4 diretores, que a nossa lei chamou de Diretores, mais no mundo todo são chamados de “Comissioners”, comissionários. Daí o nome Comissão de Valores. Regra geral eles são chamados de “comissioners”. Nós aqui no Brasil chamamos de Diretor. Por isso que em Inglês, como está em meu cartão de visitas, se você observar, e em português está como superintendente, que é seu equivalente lá fora. As áreas técnicas atuam, independentemente, dos membros do colegiado. Eles não têm essa ascendência na execução. Eles são um órgão recursal de uma decisão tomada por um superintendente. Um órgão de julgamento em termos de aplicações de sanções. Eles têm uma carga grande de trabalho. Os processos vão para eles por sorteio. Terça-feiras há reuniões ordinárias. Hoje pela manhã nós tivemos reunião. Os superintendentes estão presentes, as matérias pautadas, mas as superintendências têm essa autonomia dentro da sua esfera de competência.

Claro que ao superintendente está limitado a obedecer as normas emanadas pelo colegiado, são Instruções e Deliberações. Da receita ... Observamos tudo. Um Regulado, um “Waiver”, como nós chamamos, uma não observância de algum dispositivo, ou algum pedido de dispensa, nós temos que submeter à diretoria colegiada. Com posição favorável ou contrária, mas são eles quem julgam; são eles. Então acho que, feita essa breve explanação como a casa

funciona, a nossa superintendência, pelo nome que os senhores vêm, que em toda a captação pública, via fundos estruturados, fundos de investimento imobiliário... Alguém já conversou conosco e falou “o comprador desses imóveis que estão à venda não são os compradores de cotas de fundo de investimento imobiliário”. Alguém presente aqui já se reuniu conosco e disse que quem compra imóvel não gosta de comprar cota imobiliária porque ele quer ver. Em algumas reuniões que nós já tivemos algumas pessoas falaram isso do ramo imobiliário, de que não gostariam de fazer a forma de fundo de investimento, já que o fundo de investimento imobiliário é regulado e não pelos custos que você tem com um administrador, um gestor... não seria esse o problema, o custo do fundo. E sim de que, segundo eles, o comprador desses produtos, não é o público comprador de ações nem de cotas de fundo. Um ponto que nós ouvimos em reuniões.

Outro ponto é a questão do corretor, que aqui o Antonio Ricardo falou. A nossa leitura que fazemos é que ninguém é melhor do que um corretor de imóveis para vender um imóvel. Parece que ele é a figura central e se isso vier para um fundo imobiliário o corretor de imóveis não está autorizado a vender cotas de fundo porque ele não é integrante do sistema de distribuição do mercado de capitais. Quem vai vender é o gerente de um banco, é o escriturário de um banco, a corretora de valores... Eu até evitei em falar em corretoras, porque está até diminuindo tanto o número de corretoras independentes por causa do “home broker”. Quando era físico era diferente, mas com o home broker... com a plataforma do computador... os corretores independentes hoje são um número bem reduzido, quase não existe mais aquela corretora tradicional. Existe então essa... Isso foi mais de uma reunião que nos tivemos em que isso foi levantado também, que o vendedor é o corretor de imóveis, para este tipo de público alvo. Não seria o gerente de um banco, não é. Nós, para os senhores terem uma idéia, nós somos completamente leigos no mercado imobiliário. Conhecemos alguma coisa, com certeza, mas não na profundidade e nem no tempo de vida que os senhores têm nessa atividade, mas a CVM ... nós temos por exemplo o CRI, Certificado de Recebíveis Imobiliários. Esse é um valor mobiliário, nada mais e do que uma securitização ou tornar em security, você empacotar vários créditos imobiliários que uma instituição tem, e você tornar em algo negociável. Às vezes não é tão fácil vender bem precificado a carteira de crédito que o banco tem, mas na hora que você torna um papel, em um CRI... tem esse lastro, essa facilidade... Precisa conhecer um pouco disso aí. Nós trabalhamos também com o CEPAC... eu cheguei a comentar por telefone, e tive a oportunidade recentemente de estar aqui com o pessoal do Porto Maravilha, com o Presidente... Acho que é o Antonio... Nós já nos reunimos algumas vezes, que desenvolve esses projetos de reurbanização, dos projetos em São Paulo e em Curitiba, que ainda não deslanchou e o do Rio de Janeiro que é o Porto Maravilha. Agora, nos chegamos num ponto, que o ponto exatamente onde os senhores aqui estão trazendo a mesa. A área que nos trabalhamos, ela faz essa análise prévia, de toda e qualquer captação pública. Uma companhia vai aumentar capital publicamente, não quer fazer capital privado, ela tem que passar previamente na nossa área e na CVM, área especificamente que vem a nós, que vai analisar toda a documentação, e levam alguns meses aquilo ali. Idas e vindas, retorno de exigências e atendimento até a concessão do registro. Quando concede o Registro, o Estado Brasileiro está dizendo – você está apto a captar recursos. Com o material que você me apresentou e com as informações, entendemos que você está apto a captar recursos da poupança pública, seja fundos de pensão, por trás por sua



vez, tem um monte de trabalhador pra se aposentar, não é – Seja através de investidor. Eu fiquei com uma dúvida aqui também, acho que com o Antonio Ricardo, quando o Jose Ernesto provocou na questão do perfil do investidor. Num foi isso -

E... e... era isso. Quando ele falou do perfil do investidor, Antonio, eu fiquei numa dúvida que é o seguinte – Você comentou – o consumidor não lê, ou o investidor não lê. E verdade, isso acontece também lá conosco. Ele confia no corretor lá... Na corretora dele, no que os bancos dizem, lê muito pouco. Mas a gente tem um conceito na CVM, chamado investidor qualificado. Um investidor qualificado hoje... Claro, eu vou falar da pessoa física. Todas as pessoas jurídicas, em regra, automaticamente eles são. Os fundos, fundo de pensão, fundo de investimentos automaticamente são investidores qualificados. São chamados investidores, que não precisam necessariamente da tutela do estado, pois eles são grandes o suficiente, para saber que riscos estão tomando. Eles tem departamentos de análises, então eu não preciso ir lá. Agora quando eu falo do investidor que nos chamamos de varejo, e aí que entra o problema. ... Inclusive, eu não estou falando especificamente do produto dos senhores. De qualquer produto, quando entra varejo... E varejo, eu estou falando da pessoa que vai colocar mil reais, cinco mil reais, dez mil reais, a CVM tem que entrar, porque é o dever dela. Quando um investidor qualificado, que está numa régua até baixa hoje em dia, quem tem 300 mil investidos, e não em patrimônio, essa régua a gente já sabe que vai subir em breve, por que tem alguns anos que esta 300 mil, passar para em torno de um milhão, e o chamado investidor qualificado, abaixo disso ele é o chamado varejo, tá – mais isso ainda não é uma realidade, hoje é quem tem 300 mil. Nós com essa base, nós temos visto o seguinte, que os anúncios que chegam, são bem apelativos, como o Jose Ernesto mostrou. Eles mandam e-mail pra todo mundo, inclusive, os agentes da CVM, do Banco Central. Aplique 180 mil... Rentabilidade líquida de mais de 1% ao mês, já livre de imposto de renda e qualquer coisa. Quer dizer... Eu queria uma aplicação dessa eterna, para o meu filho, com 1% ao mês líquido, por trinta anos capitalizados, daria uma coisa boa. Mas então chega esse tipo de Spam. E isso está se multiplicando. Então não tem como fugir, não tem como a CVM não entrar no circuito e começar a intimar essas pessoas e pedir um feedback. Nós não chegamos de primeira, e damos uma deliberação que nós chamamos de “stop order”, que foi o nome antigo.. mas é uma deliberação que serve para suspender uma determinada atividade de captação, sob pena de multa diária, normalmente de cinco mil reais por dia que você desobedece. Então isso não acontece com exclusividade na atividade imobiliária. Acontece na venda de eucaliptos...

**JEMN** – No boi gordo...

**REGNALDO** – Boi Gordo... não é, embora o boi gordo....

**JENM** – Eu fiz essa provocação, porque na literatura, encontrei várias citações dizendo que a introdução desta nova definição de valor mobiliário foi, de certa forma, provocada pelos problemas que os investimentos com boi gordo aconteceram no passado.

**RP** – Em realidade, o que estava acontecendo no final dos anos 90 é que a Boi Gordo, muito grande, estava captando muitos clientes, através da sua rede de empregados... Não havia gado suficiente, mais o apelo à poupança pública era abundante. Então se criou uma instrução, instrução 296 da CVM, que praticamente está em desuso, porque depois do problema da Boi Gordo, isso matou o mercado. Existia a Boi Gordo, a Bovinos, outras... E a Boi Gordo chegou a

fazer captações, que dentro da norma, dentro da formalidade, estava correta. Então nós colocávamos, por exemplo, na primeira página do prospecto, por exigência nossa... informação de que, por exemplo, na última tentativa de captação que ela fez de ações, ela estava com um patrimônio líquido negativo de um bilhão de reais, e isso cerca de 9 ou 10 anos atrás. A CVM, aliás, nenhuma CVM no mundo... quando eu entrei na CVM, acho haviam umas 3 CVM que faziam juízo de valor... Alguns países Islâmicos... A CVM não faz juízo de valor. Toda CVM, no mundo (e eu acho que está correta esta postura), ela deve lutar e batalhar para que a informação esteja disponível para o investidor e ele tome uma decisão consciente. Ele precisa ter acesso à informação. Mas o que o Antonio Ricardo falou também é muito importante, a informação por memorial... Ninguém lê, mas a informação está disponível... Então, o nosso trabalho é conseguir em muitos encontros que fazemos com investidores e conscientizá-lo de que ele não precisa ler normalmente 900 páginas, porque o prospecto contém uma série de documentos que são formais, que tem que estar no cartório, que tem que estar registrado... O que ele precisa ler, são as 20 primeiras folhas, que ali está o resumo de tudo. Então os fatores de risco, estão todos ali. Não que os demais não sejam necessários, mas é questão de formalidade de defesa da própria emissora, dizer um dia se for a juízo – eu disponibilizei toda documentação. Então esse é um esforço que não só os senhores encontram, mas nós também nesses produtos típicos da CVM. Com relação à questão desse produto, você muda a forma como é feita, com sociedade e participação, comprando cota, isso dentro do inciso nove, do artigo segundo, passa a ser um valor mobiliário, irrelevante o nome de forma com que você está captando. Então, foi o que eu falei para os senhores: a 10.303 trouxe esse conceito genérico de security que já tinha nos Estados Unidos. Trouxe os derivativos de qualquer ativo lá do mercado, os juros, câmbio está lá com a CVM e trouxe todas as cotas de fundos, mesmo que não sejam fundos de ações. Então a carga foi muito grande. Eu diria que e vou pedir até para o Paulo falar, pois é ele quem mais analisa os processos lá na nossa área; é o que nós chamamos de “enforcement”. Dentro da superintendência de registro, e ele já foi gerente também da área de ofertas públicas, trabalhou com análise de eventos de nível corporativo, ações, enfim... Inclusive na época da famosa ação de Petrobras... O barril de petróleo, era ele que era o gerente lá, sofreu um bocado, mas ele está na área de “enforcement” então eu acho que vale a pena ouvir o Paulo... Das reuniões que ele tem tido... das propostas que alguns incorporadores já tem feito para obter junto a CVM, uma dispensa de registro, porque o registro implica algumas coisinhas que o Jose Ernesto colocou aí. O ônus para se registrar, há um regime informacional pós conclusão da oferta que pode ser um desmotivador para vocês. Você vai olhar e vai dizer – “Nossa, meu Deus do céu, eu vou ter que criar um departamento só pra isso!” Porque trimestralmente... semestralmente é necessário contratar auditor registrado na CVM, vou ter que mandar eletronicamente... Não posso falhar, se eu falhar um dia eu sou multado diariamente, ou seja, tudo isso tem que se pensar. Temos duas vertentes que o Paulo vai abordar melhor, que é a vertente de tentar um caminho de dispensa, ele vai falar da instrução 400 que é a instrução CVM mãe de ofertas públicas. Lá nós temos diversas instruções e a chamada instrução mãe é a 400, de 2003. Ela foi feita, justamente Jose Ernesto, em função da alteração da lei. As nossas instruções já estavam defasadas. Não que elas fossem ruins... A instrução mãe era a 13 de 1980, pra você ver que ela durou de 1980 a 2003. 23 anos, então nós estamos falando de uma excelente instrução que o mercado adicionou, mas que precisava de uma modernização, em virtude do cenário de estabilização de moeda. Enfim, de uma aproximação maior com reguladores lá de fora. Antes do Paulo falar, queria aqui até um última

fala: parabéns não só ao Diogo e à equipe pelo Manual. Isso é uma tendência também lá fora. A Inglaterra... O regulador do mercado de capitais até bem pouco tempo na Inglaterra era F.S.A. que representava todas as autoridades juntas. Era a SUSEP daqui, com a CVM e com uma espécie de fiscalização de Banco Central. Esses órgãos reguladores todos eram uma coisa só, e recentemente eles fizeram um split. Eles eram separados há 10 anos, juntaram, e chegaram à conclusão que valeria a pena “splitar” de novo. A CVM de lá, virou F.C.A. e no nome está implícito o que o regulador britânico é. Virou “Financial Conduct Authority”. Então ele olha muito mais as regras, as normas, de conduta do que muitas vezes a literalidade da letra. Ele vai verificar a sua conduta enquanto agente de mercado. Então, esse trabalho que você fez, é interessante porque a meu ver, é um trabalho educativo e orientador para os participantes do mercado, para observarem normas ou regras de condutas que tem que ser observadas. Eu não vi o material ainda, mais imagino que está já numa linha que a Inglaterra adotou, e já adotava há algum tempo, só que ela estava implícita dentro do F.S.A. quando era tudo junto – CVM, SUSEP, Banco Central e mais alguma coisa, e atualmente virou F.C.A. virou um órgão de conduta... A autoridade... Muito mais de conduta do mercado financeiro do que aquela literalidade. Já um pouco do direito lá do anglo-saxão.

Eu vou pedir pro Paulo então falar, e o Paulo talvez converse, dos casos mais concretos realmente que nós temos tido. Paulo, por favor.

**PF** - Bom... Obrigado pelo convite de vocês e pela oportunidade de poder falar um pouquinho do que estamos fazendo agora lá, sobre esse fenômeno que estamos vivenciando aqui no mercado Brasileiro, no mercado carioca especificamente, que é essa quantidade grande de empreendimentos que estão surgindo aí, chamados de condo-hotéis.

Eu era gerente de ofertas públicas e também estudei um pouquinho, faz tempo que eu estava sem estudar... Eu fiz mestrado em direito constitucional aqui na PUC e procurei estudar um pouco sobre a CVM dentro da Constituição. Acabei tendo que me deparar com a evolução do conceito de valor mobiliário. Um dos autores que me iluminou foi citado aqui pelo José Ernesto, o Prof. Leães, da USP.

**JEMN** – Foi meu professor.

**PF** – Eu me formei lá e não tive a oportunidade de ter aula com ele, mas tive a oportunidade de me deparar com seu clássico artigo de 1974 falando do conceito de security. E ele exemplifica com o caso *Howey* que, não por acaso, tratava da venda de uma propriedade imobiliária em conjunto com uma venda de prestação de serviço para utilização econômica daquela propriedade imobiliária. Esse exemplo eu tenho procurado colocar para as pessoas que nos procuram regularizar esse tipo de empreendimento, que vimos notando que tem aumentado muito sua incidência no mercado carioca e brasileiro.

Bom, o que temos procurado fazer... A partir das primeiras consultas e até de reclamações que foram feitas por parte de investidores, perguntando como a CVM via o fenômeno do projeto Ramada, do Best Western, do Sawala e de outros casos... E já que havia ali a forma e a essência de uma proposta de investimento, não teve muito espaço para outra interpretação senão a de se tratar de um valor mobiliário, na medida em que a oferta é feita para o público em geral, se utilizando de veículos como a TV e o rádio, propagandas em Jornais, e-mails... E em se

tratando de oferta de valor mobiliário, inciso nono do artigo segundo da Lei 6.385/76, necessitaria de uma autorização do Poder Público, no caso investido pela CVM. Por força da lei 6.385 essa autorização viria sobre a forma de um registro. Ocorre que esses empreendimentos não chegaram a procurar a CVM para perder um registro, propor alguma alternativa... Não houve essa iniciativa por parte de nenhum dos empreendedores. Agindo dessa forma, pelo menos até o momento, eles estariam, salvo entendimento superveniente, não só infringindo a regulação da CVM, com estariam cometendo uma infração penal, prevista na lei de crimes financeiros. O que seria a infração penal de se realizar uma oferta irregular de valor mobiliário. Diante dessa realidade, o que nós fazemos e, após interpelar o empreendedor responsável pela oferta, obter a resposta deles, eventualmente municiada pelos contratos que vão sendo utilizados como contrato de locação, contrato de sociedade em conta de participação, contrato de prestação de serviço, junto com o contrato de compra e venda, promessa de compra e venda de fração ideal de imóvel, aí juntamos esses documentos e fazemos uma consulta ao nosso jurídico, nossa procuradoria especializada, perguntado três coisas: se é caso de edição de uma “stop order”, que é um documento sob a forma de deliberação da CVM determinando... como se fosse uma norma dirigida para uma pessoa específica, mandando cessar aquela prática sob pena de multa e sem prejuízo de instauração do processo sancionador na esfera administrativa. Processo esse que pode gerar uma multa, pode gerar uma inabilitação temporária, pode gerar algumas penas que estão estabelecidas na própria 6.325, no artigo primeiro. Essa é a pergunta do stop order, e outra pergunta que fazemos é se o caso deve ser encaminhar ao Ministério Público, tendo em vista indício de crime contra o sistema financeiro.

JEMN –Você comentou que são três perguntas...

**RP** - A segunda é a do Ministério Público. Nós consultamos a Advocacia Geral da União. A Advocacia Geral da União tem as suas equipes instaladas. A AGU, era basicamente limitada a Brasília assessorando cada autarquia que tinha a sua Procuradoria. Tinha a Procuradoria específica do INSS, tinha a Procuradoria específica da CVM e, aos poucos, está tudo incorporado na AGU. Acho que hoje só a PGFN e a procuradoria do Banco Central ainda não estão incorporadas na AGU, mas sabe-se que está caminhando para juntar tudo. Há na AGU uma equipe de advogados especializados naquela matéria... o pessoal que está no INSS tem a expertise na parte de seguridade social, e por aí vai... Mais é tudo AGU. Na área que o Paulo estava querendo pontuar, e ele vai continuar, é que nós ao recebermos todo o material, ao analisarmos o material, nós consultamos então a nossa procuradoria federal especializada que é constituída por advogados da AGU, fazendo uma primeira pergunta, se o caso relatado, e se documentado formalmente, para que eles possam analisar, é o caso de se emitir uma deliberação que nós apelidamos de “Stop Order”, que é uma ordem de parada, de cessação à prática, sob pena de multa. O segundo momento é se aquilo também tipifica um crime contra o sistema financeiro, pra que seja encaminhado para o Ministério Público... E aí que o Paulo ia continuar...

**PF** – O terceiro ponto, desculpa na verdade é o primeiro, porque a primeira pergunta realmente se trata-se realmente de valor mobiliário. A segunda é se o caso de “Stop Order”, e a terceira seria caso de encaminhamento ao Ministério Público.

**RP** - Só fazendo um aparte, essa primeira pergunta do Paulo, claro, só vale, quando esse valores não estão especificados na própria lei...

**PF** - Especificamente neste tipo de situação.

**RP** - Esse tipo de situação quando vem o que eu falei... É irrelevante o nome. A nomenclatura é irrelevante. Se já foi definido que é uma ação, uma cota, já se sabe que é valor mobiliário. Eu vou saber se é uma oferta pública ou não. Então Paulo...

**PF** – Então, é isso que a gente faz, encaminhamos para o departamento jurídico... Temos recebido a resposta sistematicamente de que sim, que se trata de valor imobiliário; sim, é caso de “stop order”, sim, é caso de encaminhamento para o Ministério Público.

**RP** – Sistematicamente. Não há qualquer, senhores, ingerência nossa. Eles têm a “expertise”. Eles são totalmente independentes. Então, o que o Paulo está dizendo, é que sistematicamente eles corroboram que aquilo é um valor mobiliário, que é caso de comunicação ao Ministério Público. Desculpa Paulo...

**PF** – Agora até perdi um pouco...

**RP** – Então retorna com essa posição...

**RP** – É isso que fazemos, Jose Ernesto. Já intimamos a incorporadora. A coisa não é feita ao nosso bel prazer. Intimamos, pedimos informações, há reuniões. Mas, Paulo, eu gostaria que você abordasse para eles, aquelas duas linhas, as duas vertentes, que eu acho que vale à pena conversar...

**PF** – Certo, só voltando um pouco com relação a esse procedimento pra vocês terem uma idéia bem completa do procedimento. No caso da “Stop order”, antes de editarmos a “Stop Order” definitivamente, já com a resposta do jurídico, temos uma orientação dada pela nossa superintendência geral, que é muito oportuna, (na minha opinião pessoal) de verificar se essa oferta ainda está acontecendo. Porque esse processo demora um pouquinho pra andar. Geralmente a reclamação ela entra por uma área que não é a nossa, é uma outra superintendência que pede orientação ao investidores, que atende realmente o público pessoa física. Eles mandam essa reclamação para nós, que somos a S.R.E, e temos uma estrutura muito pequena para tratar dessa parte de “enforcement”. Uma estrutura muito nova, vem de dois anos pra cá, e ainda temos que perguntar para P. F.E. Não somos obrigados a concordar com eles; podemos insistir, mas em regra, concordamos, então, nesse caso específico. Não há nenhuma questão técnica a respeito. Está todo mundo lá na área técnica fechado com relação a idéia de que isso se trata de valor mobiliário. E ainda temos que perguntar quando entramos em contato com o ofertante... Então, leva um tempo. Quando chega aqui ainda temos que verificar novamente se essa oferta ainda esta sendo feita.

O que aconteceu e o que tem acontecido no caso... quando voltamos para verificar aquele entendimento específico... quando eu me deparei com esse problema eu falei – não estamos conseguindo ....

**RP** -... Está dividindo as preocupações, e vamos ver se a gente.... A idéia e esta mesmo... e Jose Ernesto, com certeza uma solução hoje não temos, mas nós diríamos que nós demos um passo.

**JEMN** – Claro!

**RP** – Um bom passo! Eu acho que só essa reunião, já representa esse primeiro grande passo.

**RP** – Eu não tenho dúvida que estamos dando um passo.

**PF** – E diante dessa constatação, nós resolvemos chamar alguns ofertantes mais significativos, pra ver se conseguimos, ao invés de impedi-los de fazer, com os recursos que temos, com “Stop Order”, com encaminhamento ao Ministério Público...

**RP** – Só dizado, o “Stop Order” não é da área técnica. Ele é sugerido ao Colegiado. Só ele, presidente com os diretores, é que deliberam.

**PF** - Depois de tentar uma solução de regularizar esses empreendimentos.

**JEMN** – E o que seria a regularização desses empreendimentos?

**RP** – Pois é... O Paulo... Como ele falou, ele chama... A gente acabou dizendo até o nome... Vamos conversar com quem quer conversar. Vamos conversar. Porque alguns pequenos já sofreram, eu não estou falando no modo pejorativo. Só que essa deliberação, alegam eles, está me impedindo de uma série de coisas, porque o que eu quero fazer, ou continuar, os órgãos do municipio, embora eu conheça o prefeito, eu conheça isso, eu conheça o padre depois de todo mundo, eles ficam amarrados, porque eles alegam que tem um documento da CVM, dizendo que o empreendimento não pode continuar dessa forma. Mas os pequenos acabam sofrendo mais, então, os grandes tem o poder de constituir ou o seu próprio jurídico ou seu escritório e ter uma conversa mais técnica conosco, então o Paulo ia conversar um pouquinho sobre isso na proposta de duas vertentes que temos aqui em mente e que estamos estudando em casa, (em casa que eu falo e dentro da CVM) a área técnica, e com algum feedback dos grandes participantes. Então Paulo...

**PF** – Bom, o que temos recebido de reclamação... Recebemos a informação dessas duas empresas..

**RP** - E eu não estava na reunião, mas....

**PF** - Eles nos informaram desse termo que foi assinado com a Prefeitura no sentido de... essa necessidade... esse interesse muito efetivo do Poder Público Municipal, em que a cidade disponha de um número de leitos até o final de 2015, então na nossa opinião na área técnica, esse é um elemento que precisa ser levado em consideração. Outro elemento que precisa ser levado em consideração para o regulador de mercado. Não sei se seria esse o ponto de vista do Ministério Público, por exemplo, diante do fato de que isso pode configurar um crime. Mas acho que diante do regulador da atividade econômica, não podemos fechar os olhos para a realidade, para a realidade política e para a realidade econômica. Política desse interesse pré-estabelecido pelas autoridades que foram eleitas democraticamente, e economicamente pela realidade que as coisas estão acontecendo, que os empreendimentos estão sendo feitos, pelo

jeito que estão sendo vendidos e as pessoas estão comprando. E nós vislumbramos na regulação vigente, uma possibilidade que seria utilizar o artigo quarto da instrução CVM 400, que diz da possibilidade de dispensa de registro, não só de requisitos, mas como do próprio registro da operação de oferta pública de valores mobiliários.

**RP** – Paulo, permita-me fazer só um aparte para os colegas também. Quando, o Paulo fala em registro, é necessário entender do que se trata porque a palavra registro é muito ampla. Na CVM registra-se de tudo. A nossa área esta adstrita a registrar a oferta, o apelo de venda do valor mobiliário e existe uma outra área que registra o emissor, como o Jose Ernesto falou aqui. Entao tem casos em que você registra o emissor e o dispensa de registrar a oferta, mas ele é registrado como emissor, e aí ele presta algumas informações esporadicamente. Então, quando falamos de registro, temos que ter em mente de que essa dispensa, e é prevista na 6.385, e importante o artigo 19, parágrafo quinto da 6.385, que diz que a CVM pode dispensar o registro de uma oferta. No artigo 21, parágrafo sexto, pode dispensar um registro de companhia emissora, daquele emissor. Então era esse o aparte que eu queria fazer, quando ele fala registro. Na nossa área fazemos o registro da oferta, do produto...

No caso dessa dispensa, trata-se de dispensa da oferta. Talvez até se possa cogitar de um raciocínio no qual, dispensado o registro da oferta, você não precisa obedecer nenhum pré-requisito do registro da oferta, portanto, se o registro for um dos pré-requisitos você afasta do registro da oferta e afasta o registro do emissor também. É uma forma... Isso não é uma posição oficial da CVM, estamos trabalhando aqui...

**PF** - Então, as dificuldades que temos, e ainda bem que aparecem as dificuldades, porque aí que aparece a nossa capacidade de resolver problemas, aparecem os desafios. Essa regra não foi feita pensando na oferta de contratos de condo-hotel, ela foi feita pensando em oferta de ações, oferta de títulos emitidos por companhias abertas. Essa dificuldade não é nova para nós, porque desde que em 2001 os fundos de investimentos passaram para a competência da CVM, começamos a ter que usar essa norma aqui para regular a oferta de cota de fundo de investimento. Algumas normas foram criadas, por exemplo, o fundo de investimento imobiliário, depois de um tempo foi criada a instrução 472, que tem até a instrução 400 como regra geral, e é uma regra mais específica.

**RP** - Estruturado...

**PF** - Esse tipo de contrato mobiliário, no genérico, temos a 296, que o Reginaldo citou, anterior à 400, ou seja, ela é foi criada num outro contexto regulador. E muito difícil para nós, tanto que ela não é utilizada, porque não conseguimos usá-la. Bom, temos essa norma, há a possibilidade de dispensa, só que essa possibilidade de dispensa, está num arcabouço que não se dá especificamente pelo contrato de investimento coletivo. Esse é o desafio que temos, e isso o que a gente está levando para os ofertantes. Você pode tentar esse caminho de dispensa. É uma norma relativamente pequena, são 6 ou 7 incisos, e que estamos agora realmente aguardando a posição dessas entidades que nos procuraram. Isso é muito importante que chegue o mais rápido possível para que possamos, iniciar lá, no colegiado da CVM das propostas, porque a área técnica tem atribuição de conceder o registro, agora a dispensa desse registro, como é uma exceção a regra, tem realmente que subir para o colegiado...

**RP** - É isso que eu comentei com os senhores...

**PF** - Nós somos os zeladores, vamos dizer assim, das instruções baixadas pelo colegiado, não é? E todo e qualquer “waiver” ou dispensa ou um procedimento diferenciado, não previsto naquilo que a diretoria colegiada baixou, nós temos que trabalhar em cima, claro, opinar se favorável, se contar, mas são eles quem deliberam.

**JEMN** – Claro!

**PF** - Então, quando se trata de uma exceção, nós não temos competência de, sozinhos, nós mesmos, dispensarmos. Então, eu só queria se você me permitir, concluir...

**JEMN** –...Sem dúvida!

**RP** - Procurando ligar o que acabamos de falar com algumas coisas que foram comentadas aqui. Quer dizer, essa função de regulação para o caso concreto, o que vai acontecer no caso do exame do pedido de dispensa, eu acho que ela vem preencher essas lacunas que vocês levantaram. O fato de que no Brasil o crédito é muito caro, nesses eventos, esse crédito, esta sendo buscado junto ao público em geral, que vai deixar em tese de receber uma remuneração alta no mercado para entrar nesse investimento de risco, talvez seja a palavra chave aqui. O professor Maury, se referiu a necessidade de uma base regulamentar que seria essa instrução 400 customizada, nesses casos concreto, já que o FII seria o valor mobiliário mais adequado, ou pelo menos o mais regulamentado para esse tipo de coisa, mas por alguma razão, ou várias razões, não tem sido utilizado. Quer dizer, o Paulo falou que não estão sendo utilizados.

**JEMN** – Na sequência aqui, estou aguardando aqui algumas observações para pode voltar e tratar de todas esse temas que são importantes.

\*\*\*\*

**PF** - É basicamente essa questão de proteger, de procurar... eu não diria proteger, mas de municiar, garantir, o fornecimento adequado de informações, para o investidor que vai assumir esse risco, que vai ficar com esse grande risco, talvez o maior risco desse empreendimento que é sua capitalização. O risco que já vimos no passado, como citado pelo Dr. Diogo, do SECOVI, que nos lembrou do evento da super oferta do começo dos anos 90. E lá ainda com esse risco adicional de acensão, de eventuais prejuízos, que além de você perder o seu capital, haveria a possibilidade de se... Quer dizer, temos essa idéia de que o risco é um pouco diferente; se você por um lado não assume esse prejuízo, por outro, você acaba sendo titular de uma fração ideal de um imóvel que foi feito pra ser Hotel. Quer dizer... Você pode até ficar com aquela fração no futuro. Vai ter prejuízo... Aquilo vai ter que girar, se não virar... E estamos vivendo essa necessidade, (e vocês me corrijam se eu estiver errado, pois não somos profissionais do mercado) em função dos eventos Copa do Mundo e Olimpíadas. Então precisa realmente fazer esse mercado... Esse investimento só vai se tornar um investimento bom, se depois de 2016, conseguirmos reter a demanda desses hotéis, por que senão...

**RP** – É uma das perguntas que eu tinha pra fazer, como curioso do negócio, como eu falei, não é a nossa atividade específica, o imobiliário, nós trabalhamos com fundo imobiliário, conhecemos alguma coisa, mas entramos mais na parte de project finance...



**PF** - Mas então Reginaldo, eu vou concluir aqui.

**RP** – Mais isso aqui a gente precisa saber. Com é que fica depois de 2016...

**PF** - Temos que dar qualidade para essas informações e também para o próprio investidor, como lembrado pelo Antonio Ricardo... e já fazendo a ressalva aqui de que essa possibilidade de dispensa de registro, ela sempre acaba apontando para a figura do investidor qualificado. Sendo na regulação vigente, uma oferta dirigida a um filtro qualquer, sem um filtro de qualificação, a possibilidade dessa dispensa eu diria que é zero ou bem remota.

**JEMN** – Desculpa, eu não entendi.

**PF** - É porque, veja...

**JEMN** – Em que situação a dispensa é...

**PF** - Essa do artigo quarto... Eu vou ler aqui rapidamente para vocês e vocês vão perceber. O artigo quarto diz o seguinte: “Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM pode, a seu critério, observado o interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor, dispensar o registro, ou alguns dos requisitos. Nessa dispensa, ela vai considerar as seguintes condições especiais na operação: (...). Aí percebe-se que tipo de operação estaria em princípio apta, aquela em que tem um valor unitário... Vai considerar um valor unitário dos valores mobiliários. Quer dizer aqui que quanto mais alto o valor que você oferecer, uma cota por exemplo de R\$ 5 milhões, você está se dirigindo para um público específico e a possibilidade de você ter uma dispensa é maior. O plano de distribuição...

**JEMN** – Hoje é 300 mil, não é?

**RP** – Hoje, o chamado qualificado na pessoa física, é R\$ 300 mil em investimentos. Que tem 300 mil reais em carteira de valores mobiliários, ou qualquer título... Título de investimento. Ele não é o cara que vai investir R\$ 300 mil, mas é aquele cidadão que tem R\$ 300 mil em carteira de valor mobiliário, ou qualquer título... Investimento! Desde que não seja patrimônio por moradia... Essas coisas... Carro...

**JEMN** – Deixa eu usar um exemplo de um projeto sobre o qual trabalhamos no passado, que foi o Fasano Vieira Souto. Os apartamentos foram vendidos em 2005 a R\$ 800 mil. Esses investidores que compraram esses apartamentos seriam considerados qualificados e esse seria um caso de dispensa? Estou usando um exemplo antigo...

**RP** – Depende, porque era o que eu estou dizendo... O que eu estava tentando dizer... É uma confusão... Na ocasião, você tem que ter... O investidor qualificado não é aquele que vai investir no seu negócio 300 mil reais, mas sim é aquele que já tem investidos R\$ 300 mil. Ele pode investir R\$ 100 mil no seu negócio... Ele pode investir até R\$ 1 milhão. Para essa figura do investidor qualificado há outra instrução, a 476, que ele tem que ter R\$ 1 milhão de valores mobiliários pra comprar... Tem que aplicar no mínimo R\$ 1 milhão... numa oferta dispensada de registro.

**JEMN** – E se ele tiver R\$ 50 milhões aplicados em imóveis, para comprar algumas frações de um hotel?

**RP** – Tranquilamente seria considerado, até pelo fato de que....

**JEMN** – Mas ele não tem valor mobiliário...

**RP** - Não, não, não, não, não... Não precisa ser valor mobiliário, ele pode ter R\$ 50 milhões em títulos do tesouro.

**PF** - Infelizmente ele não vai ser considerado investidor qualificado. Inclusive, aqui hoje de manhã, fizemos uma consulta lá ao colegiado, só pra sentir o clima, o ambiente deles, e colocamos... Estamos tentando trazer aqui pra vocês uma proposta de uma categoria de investidor que é um pouco diferente dessa do investidor qualificado, mas talvez ele seja o investidor mais qualificado do que esse para esse produto.

**RP** - Hiiii, eles torceram o nariz... Estamos mexendo nesse negócio. Demos uma cutucada para ver.

**DC** – Quem tem no banco, uma carteira de investimentos de 300 mil reais, tem condição de ser considerado um investidor qualificado, pelo tamanho que tem...

**JEMN** – Por uma questão de definição legal!

Varias pessoas\*

**JEMN** – Entendi.

**JEMN** – Eu queria discorrer a respeito de perfil de investidor, porque acho que isso colabora bastante com toda essa problemática que temos visto... Recentemente lemos nos jornais que os fundos imobiliários tiveram uma queda e os investidores ficaram insatisfeitos e tudo mais. E coincidentemente tivemos uma rodada com uma série de bancos de investimentos e conversamos com especialistas de fundos imobiliários de uma série de bancos de investimentos e entendemos o seguinte: Qual que é o perfil hoje de um investidor de um fundo imobiliário? Ele é um sujeito que quer investir num papel com lastro imobiliário. O que isso difere da Dona Maria? A Dona Maria ela quer investir no imóvel, por que ela não olha as flutuações de mercado, como olha um investidor financeiro. Então o investidor que tem hoje, na sua carteira, cotas de fundo imobiliário, genericamente falando, pelo que temos observado, é um sujeito que investe em ações, investe em várias classes diferentes de ativos financeiros e adicionou ao seu portfólio um ativo diferente que tem lastro imobiliário e ele olha todos os dias. Dia sim, dia não, ve como é que está a cotação e tudo mais e marca o seu produto, a sua precificação, por conta do valor do dia. A Dona Maria ou o padeiro ou o açougueiro ou o sujeito que dá muito valor, o latino de uma forma geral, que dá muito valor ao imóvel, ele não marca o valor de sua propriedade todos os dias, não é? Ele sabe que vai valorizar, que existem ciclos, só que o investidor financeiro que olha este produto deseja a valorização freqüente, quando na verdade, todo produto tem ciclos, então, os ciclos fazem com que você tenha eventualmente uma perda de valor num determinado momento, mas depois você tem uma recuperação e que acaba ultrapassando até os padrões normais de crescimento de outros

títulos, não é? Então o que observamos hoje... Hoje! Pode ser que amanhã seja diferente, mas o que observamos hoje, em termos de perfil, seria mais ou menos o seguinte: O sujeito que investe em fundo imobiliário, é um sujeito que é cliente do Private. Não é o Bradesco Prime, é o Private do Bradesco.

**RP** - São os dois, incluindo o varejo. Nós temos o investidor Private, que é o chamado qualificado mesmo, e tem para o varejo mesmo.

**JEMN** – Não... Tem pro varejo, inclusive a Caixa Econômica Federal, está mostrando... Tem vários fundos... E o Banco do Brasil também está mostrando, com a capilaridade que tem...

**RP** - Se as agências forem...

**JEMN** – Sim, sim, sim, sim, sim. Isso temos observado, por isso que eu estou falando. Hoje, temos um determinado retrato, pode ser que amanhã este retrato seja diferente. Mas o sujeito que compra o apartamento do condo-hotel ele é o sujeito que não tem a preocupação de marcar o seu investimento todos os dias e está investindo num negócio de longo prazo que, enfim, como eu havia dito antes, que tem um valor pequeno, em se tratando de imóveis, que tem capacidade de pagar uma renda mensal e que tem um mercado secundário ativo. Então, o que tem de contraste dentro desse mercado de condo-hotel? E aí eu vou até usar o exemplo de uma companhia hoteleira, que acredito que tenha sido muito feliz na sua estratégia, o motivo pelo qual hoje ela tem liderança de mercado. Quando foi em 2003... Me corrija se eu estiver errado, Diogo, mais exatamente em 2003, nós vivenciamos em todos os cantos do Brasil, pequenas revoluções, dentro dos empreendimentos de condo-hotel, não é? Aqueles que haviam sido produzidos, entre 1996 à 2001, porque eles entraram em operação, o mercado ficou super ofertado, nós tivemos problemas econômicos no país naquela época, então nós tivemos um declínio da demanda, o que fez com que esses empreendimentos, perdessem efetivamente... Tivessem perdas operacionais, não é? E aí a Accor tomou uma decisão estratégica, (que eu acho que foi muito feliz) e passou a adotar apenas contratos de arrendamento. Significa dizer, ela tirou do investidor, o risco de perda, de aporte de capital, por conta da operação hoteleira, e dividiu o negócio em dois. Eu tenho aqui o imóvel, e eu tenho aqui a operação. O que o pequeno investidor quer? Ele quer um investimento imobiliário, ele não quer correr o risco do Hotel. Ele quer ter... o “Up Side” se o negócio Hoteleiro tiver um grande resultado, mas ele não quer ser partícipe do “Down Side”, não é? Hoje se juntarmos as companhias número 1, 2 e a 3 não dá hoje o tamanho da Accor que se tornou hoje a número 1. Não é? E ela fez esta divisão: o que é um negócio imobiliário e o que é um negócio hoteleiro. Num artigo que aí recentemente publiquei coloquei minha opinião, e gostaria de saber se vocês concordam com a afirmação que coloquei, de que se você tem um hotel, você arrenda ou loca o hotel para um companhia hoteleira, e ato contínuo, você vende mesmo através de oferta pública... Publicando em Jornais, para vender apartamentos, ou frações... A pergunta é: consiste em valor mobiliário, ou seria uma operação clássica de valor imobiliário, de venda de um imóvel locado?

**RP** - A pergunta é pra nós aqui?

**JEMN** – A pergunta é pra todo mundo.

**DC** - Deixa eu agregar uma informação que acho importante... É verdade que a Accor é uma pioneira nesse mercado, é líder de mercado e ela decidiu em um determinado momento que nos seus contratos, em vez de seguir aquele modelo antigo de contrato de prestação de serviços de gerenciamento, que fazia o arrendamento do empreendimento. Isso fez com que, por exemplo, todos os funcionários do hotel, hoje sejam da Accor, ao contrário dos funcionários de empreendimentos com contratos de gerenciamento que se aloca esses funcionários no condomínio. Agora é importante lembrar que este contrato de arrendamento da Accor não é um contrato de arrendamento fixo isento de risco. Ele é um contrato de arrendamento variável que paga proporcionalmente ao resultado do empreendimento, não é? Então, só para a maior clareza, é importante saber que existe aí uma componente variável importante.

**AR** – Eu tinha só um detalhe também nesse aspecto, que pegou aí na parte específica do projeto. Trocar vantagem financeira, por gestão ou o controle da gestão. Me bate sempre muito nesse aspecto do arrendamento quanto à locação, a figura do investidor imobiliário, que adotou que um imóvel que está arrendado para “X”, está alugado para “X”, ou que contratou uma empresa “X” para prestar serviços, pensando lá na frente... E aí voltando só um pouco do que o José Ernesto falou, de que o consumidor marca seu investimento todo dia para saber o valor, e o pequeno, (aspas) ele não se preocupa muito com isso, ele faz os cálculos pelo metro quadrado da região, faz cálculos até meio inusitados com relação à precificação que ele resolveu pagar, e quer o imóvel e o que vai entrando mês a mês, como diria Erico Miranda do meu Vasco da Gama, um “plus a mais”, que vai entrando. Só que acho que um pouco disso, é porque ele não sabe quão bom pode ser para ele o FI. Eu pensei nesse produto no início... Eu pensei no FI. Esse é um produto que tem a cara do FI, não no sentido de ser mais vantajoso. É porque o consumidor precisa da figura do FI para controlar o negócio para ele. Na minha cabeça o FI era a babá do cara que vai receber prestação de contas trimestral... No final do mês. Pode ser auditada pela CVM, pela NASA, que ele vai receber a primeira, vai conferir, vírgula por vírgula, vai receber a segunda e vai conferir os grandes números. Se o Chats da primeira e da segunda foram OK, a terceira, vai para a gaveta. A quarta, a quinta a sexta... Ele vai fazer uma pilha de prestações de contas, fechadas, que no final do ano ele vai fazer uma distribuição pro lixo, alguma coisa assim. O que me causou a dificuldade dentro desses produtos, foi conciliar no tempo, tanto que quando eu pedi dispensa do registro, adianto que eu pedi dispensa do registro e abertura do FI. Na minha cabeça tem que ser o FI por que é entre o FI e a SCP que eu deixo o consumidor numa relação um pouco mais frágil. Além disso o FI versus arrendamento e locação, que eu tenho duas legislações que são ótimas, mas deixar o comprador, preso... Preso não, ligado a uma bandeira hoteleira, na figura locação... Eu não tiro esse cara. A posição da bandeira hoteleira, enquanto locatária do imóvel é muito mais forte.

**JEMN** – Doutor Ricardo, o Senhor me desculpa, mas eu vou discordar de você por uma razão...

**AR** – Eu sei, eu já conheço o seu ponto de vista a esse respeito. Não é que seja uma vantagem ou uma posição ruim... Uma vantagem tributária enorme, melhor a performance financeira para a pessoa, só que aí eu estou pensando num consumidor que não entende muito bem, então o FI acaba sendo a babá...

**JEMN** – Não, a minha discordância, diz respeito a um aspecto apenas, que é o seguinte, o fundo de investimento imobiliário, de acordo com a regulamentação, só lhe permite ter dois tipos de receita...

**AR** – A compra e a venda e a locação.

**JEMN** – Exatamente. Aluguel, ou venda do seu ativo. Então o que acontece, no momento em que você cria um fundo imobiliário, obrigatoriamente, desaparece a figura do prestador de serviço administrador do negócio. E aparece ai então um locatário inquilino.

**AR** – Eu tenho um gargalo aí... Eu tenho um “gap”, que eu preciso ter uma figura, por isso que eu não pensei num conselho de administração independente. Preciso ter um conselho independente que não deixe o controle do imóvel nas mãos do locatário operador hoteleiro. É um “gap”, é uma falha do sistema.

**JEMN** – Bom, contrate um especialista, que ele te ajuda... um asset manager hoteleiro, que ele te ajuda. (Risos)

**AR** – Não... Ele me ajuda, mas ele não resolve meus problemas no 245.

**JEMN** – Veja...

**AR** – E eu tenho uma falha, um gargalo, que eu preciso criar, talvez, se o fundo não permite, talvez para essa opção a gente precise ampliar esses limites de atuação do fundo, pensando na segurança de todos.

**PF** - Deixa eu falar uma coisa... Deixe-me fazer um parênteses que tenho em vista aqui, pois precisamos falar disso... É a questão dos casos passados, que eu terminei aqui... Peço desculpas, eu vou ter que voltar aqui, e só fazer essa complementação. Quando falamos da possibilidade de dispensa, há que se lembrar de uma coisa que a gente precisa solucionar, que são a vendas que já aconteceram. Esse tipo de solução, porque senão ficaremos com uma infração lá que precisamos resolver. Isso pode ser resolvido ou num processo sancionador ou lá pelo Ministério Público ou também com a figura do Termo de Compromisso. É o equivalente ao termo de ajustamento de conduta, com a figura do termo de compromisso, que é o equivalente aos termos de ajustamento de conduta lá que o Ministério tem. Então, isso está previsto no artigo 11 da 6.385, e no caso realmente envolve a correção da irregularidade. Então, sabemos que os investimentos estão sendo vendidos. Estamos vendo ainda aqui uma possibilidade teórica, que ainda não foi examinada pelo colegiado da CVM de dispensa de registro, mas isso vai realmente passar pela solução... pela correção das irregularidades passadas, talvez num âmbito de um termo de compromisso. Isso, só para complementar a minha fala anterior. Agora, eu vou aproveitar que eu estou falando, e vou dar uma rápida opinião aqui, dividir a minha experiência com vocês, e assim que surgiu a figura do fundo imobiliário na regulação brasileira, eu lembro do pedido de utilização do contrato de aluguel. Foi feito lá pelo pessoal lá do Walter Torre. Originalmente era só venda. A partir de um pedido de um caso concreto, passou a ser compra e venda e locação. O que, sem prejuízo de isso não ser aceito pelo colegiado da CVM, sempre há possibilidade de, como o Antônio lembrou, de se criar uma situação mais específica para essa figura do fundo imobiliário.

**DC** - Deixa eu aproveitar, na História do fundo imobiliário, tem uma experiência que eu gostaria de compartilhar com vocês: nós somos consultores de um fundo imobiliário que investe hotelaria, que é o Hotel Maxinvest, e aí tem duas importantes informações que eu gostaria de compartilhar. A primeira é que o investidor do fundo Hotel Maxinvest é literalmente o mesmo dos condo-hotéis. É muito curioso, nas assembleias, do Fundo Hotel Maxinvest, eu encontro o mesmo Sr. Toshikume, que eu encontro nas assembleias do condo-hotel, o mesmo Dr. Rubens, o mesmo Sr. Abraão.

**AR** – O mesmo Antônio Ricardo.

(Risos)

**AR** – Não qualificado!

(Risos)

**RP** - “Não qualificado!” é ótima!

(Risos)

**DC** - Então ele tem...

**JEMN** – Só se tem R\$ 50 milhões em imóveis...

(Risos)

**DC** - O Maxinvest tem 3.000 investidores. Não conheço todos os 3.000, mas os que encontramos nas assembleias, curiosamente, levaram para o Maxinvest, pro universo dos fundos, muito do comportamento dos condo-hotéis. Nas assembleias dos condo-hotéis, vai um monte de gente, ... até porque tivemos um histórico um pouco complicado de gestão, então era onde as pessoas precisavam estar presentes para resolver problemas. Nas assembleias dos fundos, normalmente não aparecia ninguém. E foi interessante porque (o fundo, é administrado hoje pelo BTG Pactual, mais quando ele nasceu era no Banco Ourinvest) a primeira assembleia assustou os administradores porque foram cento e poucas pessoas, que é muito um comportamento muito semelhante ao que acontece nos um condo-hotéis. Essa primeira informação que eu queria compartilhar com vocês.

A segunda informação... Eu sou fã dos fundos imobiliários e normalmente um investidor de fundo imobiliário adora, por exemplo, o fato de não ter que pagar imposto de renda. Agora, é muito difícil você vender um fundo imobiliário que não esteja rendendo de saída. Esta é a grande dificuldade, e esta é a grande diferença de quando você vende um condo-hotel, e quando você vende um FI. O condo-hotel é uma coisa muito parecida com aquilo que se vendia no passado...

**JEMN** – Na planta!

**DC** - Que se vendia apartamento para alugar, onde a pessoa está acostumada a comprar aquele apartamento e esperar 3, 4 anos para daí receber o aluguel. E o condo-hotel, acabou herdando um pouquinho essa sistemática. No fundo não. O fundo principalmente quando você vem em um banco, você, chega pro gerente e fala: “Olha, eu queria comprar um fundo.” Ele

diz: “Tem um aqui que vai começar a render daqui a quatro anos”. Ai você diz: “Ah, então quando começar a render, eu compro!”

(Risos)

**JEMN** - Bom, essa é a grande diferença entre o investidor...

**AR** – Você acaba tendo que vender antes via corretor e depois abrir o fundo...

**DC** - Como é que você faz a ponte de uma coisa para a outra, é o grande problema...

**AR** – Isso é um gargalo.

**DC** - Esse é o grande desafio.

**JEMN** – Os REITS... Os Real Estate Investment Trusts, de uma certa forma são os nossos fundos imobiliários na legislação norte-americana. A teoria genérica do REITS nos Estados Unidos é que o REIT é um produto que te oferece uma renda compatível com a taxa bancária. Então, o que é na prática o REIT? Ele é um instrumento de “ownership”, ele é um instrumento para segurar e ter propriedades. E se ele é concorrente de uma taxa bancária significa dizer que ele tem que gerar renda imediata. Como é então desenvolvemos esse negócio de capital intensivo e que não tem financiamento? Por que se nós tivéssemos financiamentos para que o empreendedor pudesse colocar em pé, aí no momento em que o negócio estivesse rendendo, aí ele pega e encerra o ciclo do investimento com a sua saída. Não é? E assim que se faz em tudo quanto é lugar no mundo. Por que o condo-hotel passou a ter importância no mercado brasileiro? Pela ausência de capital para poder erguer o negócio.

**AR** – É temporal, eu preciso lançar... Ter os compradores... Para produzir...

**RP** - Eu tenho uma pergunta de ignorante mesmo. Uma pergunta bem... Que os senhores vão saber responder com certeza. Esse é... Há quem diga que o nome correto não seria a principio nem fração... Seria parte dela. Nem fração ideal seria o nome correto, mas são para os doutores da área de imobiliária essa questão... Vou chamar de fracionamento, por isso que falei que era pergunta de ignorante. Você imagina um quarto de hotel cujo valor seja R\$ 3 milhões, então você tem o investidor, o fracionamento ... porque é mais fácil pegar 60 investidores com 50 mil, bem mais difícil pegar “N” investidores que aportem 3 milhões na unidades, é isso? Por que...

**JEMN** – Por que aqui no Rio de Janeiro existe uma lei que....

**RP** – Sim, mais o que está por trás dessa lei para fracionar? Porque é mais difícil vender cem unidades por 3 milhões cada uma ou unidade por 60 vezes 50 mil? Por que? Porque eu acho que é mais fácil...

**AR** – Na verdade os bastidores da lei, tem um objetivo...

**RP** - Com certeza tem algum....

**JEMN** – Veja...

**RP** - De acelerar... essa propaganda...

**JEMN** – Agora eu vou falar a minha opinião externa...

**RP** - Por isso que eu falei que era pergunta de ignorante. Pergunta de criança, que as vezes o pai não sabe nem responder...

**JEMN** – Por que eu não sou carioca...

**RP** - Eu gostaria de uma idéia (Risos)

**JEMN** – Eu vou fazer um comentário que é o seguinte:

**RP** - Pois não.

**JEMN** – O mercado Hoteleiro do Rio de Janeiro é uma exceção a regra geral. Como algumas cidades importantes do mundo, como Nova York, Londres, a demanda supera a oferta. Então, o que acontece? Você tem aqui no Rio de Janeiro 80% dos hotéis não são afiliados a marcas hoteleiras porque não precisa ter um sistema de distribuição muito grande; o cliente vem. O mercado, o destino... traz o cliente.

Então, existem hotéis aqui no Rio de Janeiro que não tem sequer um agente de venda... Um promotor de vendas... Não tem ninguém vendendo ele. Porque ele é comprado. O agente é um “order taker”: o Hotel não tem vendedor, mas tem tomador de pedidos.

Então, existe grupos de interesses que buscam resguardar o seu interesse e limitar o crescimento do mercado. A nossa visão de fora é que essa legislação é fruto de um lobby muito bem feito para impedir o crescimento da oferta. Só que tem aquele ditado popular: todo o rio deságua num mar. Chega um determinado momento que fica represado, ele passa por cima, e acha uma forma de chegar até lá. Então, como você não pode vender quartos de hotel no Rio de Janeiro, surgiu a alternativa de vender frações. Você poderia vender um Hotel de 400 quartos em 400 frações. O valor do quarto seria, absolutamente igual o valor da fração.

**AR** - Mas continuaria tendo que ser uma fração indivisível dentro do todo. Porque pela legislação do Município do Rio de Janeiro não se pode dizer que um quarto de hotel tem um número destacado do todo.

**RP** - Ou seja... Mas ele tem uma matrícula única ou único proprietário?

**AR** – Não, não, não, ele não pode ter matrícula. Você vê? Este é o gargalo, as unidades Hoteleiras na cidade do Rio de Janeiro não podem ter matrícula autônoma. Então ainda que eu vendesse um hotel de 60 quartos...

**RP** – Uma matrícula única... Mesmo o quarto inteiro ele é um e alguma coisa avos?

**AR** - Imagina que eu tivesse um quarto num hotel de 60 quartos, eu teria que vender, 1/60 avos e mesmo assim e a pessoa teria 1/60 avos num condomínio indiviso que eu poderia marcar, quarto tal é do José Ernesto, por que se eu fizesse isso, a minha licença de operação do hotel, seria cassada pelo município. Na pior das hipóteses você estaria buscando aí 60 investidores, por exemplo, ai poderia alguém comprar ai um, dois ou três...



Varios falando...

**JEMN** – Por exemplo, isso aqui é um anúncio de um empreendimento que tem sala comercial, tem hotel, mas como é que ele está vendendo um hotel? Apenas informando que há quartos de hotel para comprar.

Varios...

**JEMN** - Registro da incorporação, matrícula e tudo mais.

Vários....

**JEMN** – É no Brasil inteiro Reginaldo, só não pode no Rio de Janeiro.

**DC** - Não é que não pode. No Rio de Janeiro pode desde que, tenha 60 metros quadrados cada quarto.

**AR** – E uma ou duas vagas de garagem para cada quarto.

**DC** - E uma vaga de garagem para cada quarto de 60 metros, exatamente!

**JEMN** – Isso se for obter a classificação de apart-hotel. Para você obter a classificação de hotel, a prefeitura não te emite a numeração por apartamento, para que você possa registrar a incorporação em cartório. Isso é uma outra falha, por que? Por que a 4.591 que é a lei de incorporações e de condomínio, é uma lei federal. Então ela é soberana em todo o território nacional e ela diz de que forma você pode incorporar um empreendimento imobiliário e que o empreendimento imobiliário pode ser dividido em unidades autônomas e que o restante são áreas comuns. Ela não identifica que você só pode fazer comercial ou residencial. Pode-se fazer incorporação imobiliária de um hospital, identificando que cada quarto é uma unidade autônoma. Não é? De um colégio... e assim sucessivamente. Então, o município do Rio de Janeiro é que tem regras diferentes. E na prática o que acontece? Minha visão é que o incorporador imobiliário depende do município para ter as licenças de obras. Então, qual é a razão que ele iria confrontar o município no Poder Judiciário por um tema hoteleiro, sendo que a sua vida não é feita de construir hotéis, mas sim de construir residências, escritórios e tudo mais. Qual o motivo de se confrontar com o prefeito, com a prefeitura, e tê-lo como inimigo, sendo que o incorporador depende da ...

**RP** - Sem dúvida...

**JEMN** – Você Entende? Então, o vemos aqui no Rio de Janeiro é que, como todo rio deságua no mar, encontrou-se uma forma diferente para se chegar lá. Mas de fato, isso acabou nos levando para um outro problema que é uma definição de valor mobiliário aplicado à uma Indústria como um todo.

**RP** - Não, sem dúvida.

**JEMN** – Eu acho que uma das coisas que temos que buscar é exatamente essa definição, ou seja, até onde vai o valor mobiliário e onde começa o produto imobiliário. Continuo deixando essa provocação sobre a mesa, porque... continuo tendo essa...

**PF** - Não, não. Queria só responder essa questão...

**JEMN** – Continuo tendo esse conceito de que, se eu tenho um imóvel locado, e eu o vendo para terceiros, mesmo que com anúncio no jornal, isso seria uma operação clássica imobiliária, e não estaria coberta por essa definição de valor mobiliário.

**PF** - Tivemos a oportunidade de conversar com Antonio Ricardo quando ele nos visitou lá na CVM e a leitura que fazemos é estritamente pautada nos termos da lei. E a lei diz qualquer contrato de investimento coletivo. Pode-se ver o entendimento da CVM em dois julgados, o que trata do CEPAC e que diz que o CEPAC é valor mobiliário e o que diz que CCB é valor mobiliário. O contrato de investimento é uma definição muito singela. Se a partida e a contra partida é dinheiro, a CVM entende que é contrato de investimento. Com relação à locação, o retorno do investidor seria, nos termos da lei, participação, parceria ou remuneração. Ai é que concluímos que não importa se esse contrato de locação gera aluguel. Vamos dizer assim. O valor de aluguel, ele vê uma remuneração. O que importa é se esse contrato tem um ânimo de investimento. Quando compramos um imóvel estamos fazendo um investimento que pode nos dar como retorno uma moradia... Pode ser para o nosso filho morar. Mesmo uma sala comercial, tem-se essa liberdade de fazer esses contratos. O que torna esse contrato num valor imobiliário é a venda do contrato de prestação de serviço ou de locação junto. Se na venda de uma fração ideal de um imóvel apresenta-se junto o contrato de locação. Ou mesmo que se não houvesse esse contrato de locação, que é um exemplo recente. Na verdade não é nem tão recente, do mercado americano. Se eu posso fazer com que isso daqui... Basicamente é alugar para uma locadora de hotéis, mesmo que eu apresente esse contrato de locação num segundo momento, fica difícil eu não caracterizar isso como um contrato de investimento, porque o meu interesse aqui é fazer um investimento. Esse é o nosso entendimento.

Mas aqui há um contrato de compra e venda e aqui há um contrato de locação. Agora isso aqui... Essa parcela do contrato que envolve um investimento é um valor mobiliário. Na medida em que você está vendendo esse jogo aqui, não existe a opção jurídica, ou prática ou econômica, se não há um interesse econômico em se separar isso. Em um exemplo lá da SEC... A SEC disse lá num caso: “Não, você faz o seguinte, você vende a fração ideal e você não oferece publicamente o contrato de locação.” Se você não fizer a oferta pública do contrato de locação, você não está fazendo a oferta pública do contrato de investimento, você só está fazendo a oferta pública do imóvel, do Real Estate. Só que este imóvel, ele tem uma função específica, ele só serve para aquilo. Então no nosso entendimento até agora lá da área técnica, isso é uma forma de você burlar a legislação, por que no final das contas, pode não ser agora, pode ser daqui há seis meses, um ano, ele só vai conseguir tirar algum rendimento daquilo, se ele alugar, se não ele vai ficar com aquilo parado... Tudo bem, tem a valorização do imóvel, mas o imóvel tem uma finalidade específica.

**AR** - ... era uma fazenda, não é?

**PF** – Era uma fazenda, que vendia a fração ideal do terreno, mas você contratava junto o mesmo interesse econômico. O mesmo grupo de interesse para plantar ali, colher, comercializar e te dar resultado. Então, vemos dessa forma hoje. Agora podemos abrir para vocês, a SEC, se vocês fizerem uma pesquisa lá, há um entendimento um pouquinho mais favorável, na medida em que você abre essa possibilidade. Se você vender e não ofertar.

Conseguimos entender a lógica deles. Um pouco mais cartesiana que a nossa. Você tem que fazer a oferta pública do contrato de investimento, se você faz a oferta pública do contrato de compra e venda, e depois, fria e vagamente, só para aquele grupo que comprou vai fazer uma oferta privada, eu acho que é uma leitura muito marota no nosso sentido da legislação, a gente não está fazendo... Não fazemos essa leitura.

**JEMN** - O objetivo da nossa conversa aqui, como dito desde o início... Uma vez que essa Mesa Redonda será transcrita e publicada, é oferecer um norte para o mercado. Então, aqueles que estão participando hoje dessa mesa estão tendo um enriquecimento enorme de conhecimentos. Agora quem não está e vai ter acesso à leitura acho que ele gostaria de fazer uma pergunta, como é que eu faço? Qual é o procedimento que eu tenho que ter junto a CVM, para me preparar para vender este condo-hotel no mercado? O que eu preciso fazer junto a CVM, como é que eu faço, este registro?

**RP** – Eu tenho hoje, como falei, temos duas vertentes, e estamos torcendo que a vertente da dispensa seja aceita CVM, e quando falamos CVM, entenda-se o colegiado.

**JEMN** – Claro!

**RP** – Como eu falei para os senhores, em cada área há um executivo. Uma diretoria executiva para colocar em prática aquilo que foi liderado e instruído pelo colegiado. Então quando você fala na CVM, você está falando em colegiado, na regulação. Então, existe a vertente da CVM vir a acatar a proposta. Acho que a do Dr Antonio Ricardo foi a do FI, talvez um pouco diferente, mas via a acatar uma dispensa conforme, o Paulo colocou, dos elementos de uma dispensa, ela reconhecer... Dizer é um valor mobiliário, sim! Mas dadas as peculiaridades e o que foi apresentado e ai tem todo um trabalho, você não pode chegar lá e pedir dispensa porque quer dispensa, não é? “Eu quero dispensa, por que eu quero dispensa”. Não, eu vou fazer um tratado aqui o porque entendo que não devo contratar uma instituição financeira intermediária para vender como se fosse um produto mobiliário. Essa é a linha que nós estamos para submeter ao colegiado, em virtude, inclusive dos estudos que o Paulo nos assessora, e já relatou para os senhores, uma linha de dispensa, e pode ter até mais de uma linha... Uma linha da dispensa ou uma linha de um fundo também com algumas dispensas da instrução 402, que é do fundo de investimento imobiliário, que seria algo...

**Dr Maury** – como assim?

**RP** – Mais genérica...

**RP** – Sim... Ou até um fundo imobiliário com um ritual que não seguiria nem a 400, nem a 472. A instrução fundamental de fundo imobiliário é de 94, é a 205. Ela foi revogada em 2008, pela 472, para permitir que os fundos pudessem colocar dentro do seu ativo, papéis. Então hoje tem fundo imobiliário, que está carregado de CEPAC e CRI. Ele não... Os fundos na origem, era de tijolo mesmo, o fundo para construir, ou para alugar... Agora você tem fundo só de papel. Direitos, tudo o que envolva o imobiliário, ou um mix disso tudo. Então, a 472 de 2008, ela deu essa ampliação dos ativos que vão poder ser incorporados. Então existe a linha da dispensa, e que a gente está sensível, mas como o Paulo colocou, não depende, eu queria que os senhores

entendessem, numa eventual negativa da CVM, que foi negativa nossa. No momento é isso, a gente quer tentar trabalhar para harmonizar...

**AR** – É uma dispensa organizada.

**RP** – Com as pessoas que estão trabalhando sério. Desvio na curva, há em qualquer mercado, não é? Não é o mercado imobiliário. Desvio é no mercado de ações... e em qualquer... Existe lá 1%, 2% que mancham, enfim. Mas, não é esse o objetivo aqui, da grande maioria da mesa. E existe o caminho, que é um caminho pior, que é o da deliberação dizendo que tem que cessar a prática, para todos eles, aí começaria uma deliberação genérica... a prática perante multa, aí é o que o Paulo falou, você tem um processo sancionador na esfera administrativa, no Ministério Público. Ninguém vai lá prender ninguém à força.

? - Ninguém da CVM.

**RP** – Ninguém da CVM... Nossa esfera é administrativa. Então, estamos torcendo e tentando, conversando com as pessoas que querem e estão trabalhando duramente, buscando jurisprudência no mercado Norte Americano, casos similares. Estamos torcendo para ver se a coisa ajusta, e tenha uma regra... “Olha, se seguir isso aqui, isso aqui e isso aqui. Olha sem trabalho nenhum, não tem como.

**PF** – Só completando aqui o Reginaldo. Primeiro é que nós fazemos essa ressalva, a área técnica da CVM, mas quem decide isso é o colegiado da CVM. A área técnica vem sendo procurada pelos agentes do mercado. O colegiado ainda desconhece esse movimento. Então, hoje percebemos isso quando levamos a questão para eles. Levamos a última vez em dezembro...

**RP** – Para sondar, porque tudo tem que ser pautado e organizado.

**PF** – Então, em dezembro levamos o problema, dizendo assim: A coisa está generalizada. Parece que esse mercado não está reconhecendo a regulação da CVM.

**AR** - Quando saiu aquele alerta de dezembro.

**PF** – É a autoridade da CVM sobre esse fato. Acho que é há um desconhecimento que torna importante fazer um aviso genérico. Quando foi em dezembro eles fizeram o alerta. O diretor que nos acompanhava e nos dava o apoio, infelizmente, deixou a CVM porque encerrou o seu mandato; Era o Otávio. Agora estamos meio que começando do zero essas tratativas com o colegiado. Nós somos representantes da área técnica, “O que faz a área técnica?” Talvez seja importante, um movimento junto ao colegiado, para fazê-los, sensibilizá-los da urgência...

**RP** – Com representante da SECOVI, ADEMI. Isso que o Paulo está falando... eles estão acessíveis. Está lá os telefones, é publico. Uma audiência particular com um dos nossos diretores, ou mais de um, até pra colocar... Eu tenho certeza que os nossos diretores, dentro da agenda deles... O próprio José Ernesto se quiser...

**JEMN** – Se formos olhar o passado vamos ver quem em três, quatro décadas, foram produzidos, mais ou menos uns R\$ 50 bilhões em ativos de condo-hotes. Hoje temos, de acordo com o levantamento que foi feito pela BSH, e que é público, temos mais de 420 hotéis

em produção no país, que representam mais de R\$ 12 bilhões em investimento, sendo que aproximadamente metade disso está sendo conduzido através de condo-hotéis, não é? São números consideráveis.

**RP** – Sem dúvida.

**JEMN** – E de um mercado que nunca ouviu falar de CVM, que sempre construiu e vendeu imóvel, sempre obedeceu as regras da 4.591, registro de incorporação e tudo mais, a venda depois do registro de incorporação e tal, pelos corretores e etc. E esse é um tema muito pouco conhecido. Eu não tive a oportunidade de colaborar com o SECOVI neste manual, porque na época eu não tinha o tempo voluntário que o Diogo e os outros tiveram, mas recentemente fui convidado a participar do grupo para revisão e quando levei o tema que hoje nós estamos discutindo, naquela reunião do SECOVI, eu me lembro que todo mundo olhou pra mim de forma...

**DC** - ...Um pouco assustada....

**JEMN** – Muito assustada! Veja, não vou falar nome de pessoas, mas são advogados renomados que atuam para empresas listadas em bolsa. É um tema que foi, assim... tomado... todos se assustaram, não é? Alias, acharam que eu era mentiroso, não é?

**DC** - Não, não acharam que você era mentiroso...

(Risos)

**JEMN**- Mentiroso, é maneira de dizer. Quer dizer, é uma novidade tão fora de propósito... Então, o que quero dizer é o seguinte: O mesmo susto que os diretores da CVM tomaram quando conheceram este assunto, muito provavelmente é o mesmo susto que os construtores e incorporadores tomaram desse lado, por que são dois universos distintos. Mas que estão se entrelaçando.

**DC** - É interessante porque isso que o José Ernesto comentou é muito oportuno. O mercado de condo-hotéis é um mercado que já tem 30 anos mais ou menos. Nasceu como uma evolução do apartamento residencial, que as pessoas compravam para alugar, depois virou um apartamento residencial que você já comprava alugado, (com uma empresa hoteleira lá dentro que alugava aquilo pra você), depois evoluiu para um Hotel mesmo, que funcionava como hotel, e durante esse processo isso foi sempre como um produto imobiliário, não é? De repente alguém fala assim: “ Pô, mais pêra ai, isso não é um produto de investimento?” ... É aquela pergunta que eu me fiz, antes de começar o manual de melhores práticas e etc e etc. E a grande pergunta agora é: Bom, Se a gente evolui pra um envolvimento com a CVM, uma caracterização desse produto efetivamente como mobiliário, como fica tudo o que está em operação? O José colocou claramente também, existem centenas de condo-hotéis, operando, rendendo, com proprietários, e com um mercado secundário extremamente dinâmico, por que ele funciona na base da troca e tal. Equacionar essa história toda é um assunto que merece ser analisado com muita cautela.

**RP** - A minha questão parte desses eventos que estão vindo por ai...

**JEMN** – Parece-me que os empreendimentos que já existem e estão funcionando... A oferta pública, já foi já aconteceu...

**RP** – Como o Paulo falou, não dos recentes, mas do passado de alguns anos pra cá, que já esta funcionando, seria...

**JEMN** – A não ser que algum investidor, venha e reclame. Eu faço parte de um investimento aqui em Búzios, que tenho alguns amigos que por minha orientação bateram na porta de vocês.

**RP** - Pois é. Então, é sobre isso que a gente queria falar.

**JEMN** – Nós perdemos 25 milhões de reais em três anos.

**RP** - Nisso que eu queria falar. Esse risco ele é altíssimo... É, Paulo...

**PF** – Mas é isso que eu estou falando pra vocês. A nossa preocupação é essa, a nossa impressão é de que esse risco é enorme. Então, o pedido de dispensa, ainda complementando aquela pergunta que você fez. Eu acho que são três pernas: o investidor qualificado. O investidor tem que ser qualificado. A informação dada antes tem que ser muito boa, sobre isso, e depois, tem que dar informações sobre as contas, sobre a administração do hotel.

**RP** - O risco financeiro, os relatórios de porte para os investidores.

**PF** – Isso passaria pela área técnica da CVM, se vocês conseguissem desenhar o investidor qualificado, deixar muito claro esse risco para ele, antes dele tomar a decisão do investimento, e depois vocês apresentarem alguma coisa que substitua o tal do registro do emissor, dizendo assim: “Olha, a gente vai encaminhar para os investidores, vai estar disponível no site da internet a evolução financeira do hotel.” Um exemplo: onde vocês poderiam pegar um modelinho? Na instrução 476. Não é o modelo ideal, por quê? Porque a instrução 476, ela atinge o investidor super qualificado, é aquele que investe um milhão de reais, e aquele que tem um milhão de reais não é procurado dessa forma ostensiva. Essa coisa da agressividade do material publicitário faz toda a diferença. Esse qualificado da 476 é procurado por telefone. Quando você contrata uma ... e você ... diz ostensivamente que você vai pagar 0,7%, você já está saindo dessa figura da 476. Então pra você pensar um pouco nos informes financeiros, é mais ou menos o que diz a 476, ela diz assim: você pode vender ação, cota de fundo, sem passar pelo crivo da CVM. Mas você só vai vender para vinte e você só pode procurar 50 por telefone, e você vai deixar as contas disponíveis lá no site pro investidor.

**JEMN** – Nós temos tido por costume, para todos os empreendimentos que a gente vem orientando, e que sabidamente serão ofertados, vamos dizer a mercado para pequenos investidores. Nós temos tido na nossa empresa o cuidado de registrar em cartório todos os estudos de mercado, viabilidade econômico-financeira, e até pelo fato de ter sido objeto da minha tese de mestrado, um capítulo dedicado única e exclusivamente a riscos de investimento. E toda a vez encaminhamos ao incorporador, uma correspondência dizendo: “Olha, por favor, peça para que todos aqueles que venham a adquirir, tenham acesso, leiam, e tudo mais e etc.” não é?

**RP** - Perfeito!

**JEMN** - Isso faz parte de deixar claro o risco.

**PF** – Eu acho que talvez o gargalo seja, essa questão do investidor qualificado, agora você está dizendo do pequeno investidor. Eu não sei se a gente vai conseguir no âmbito de uma dispensa superar a necessidade do investidor ser um cara qualificado. Como a gente vai qualificar? A gente tem mais ou menos uma idéia. Eu tinha uma idéia hoje, até antes de falar com o colegiado, que podíamos criar um investidor qualificado customizado para esse setor.

**JEMN** – E se um imóvel superar R\$ 300 mil?

**RP** - É porque tem vários com R\$ 180 mil. Só um probleminha, estávamos tentando criar, como se fosse lá o credenciado dos Estados Unidos, está um pouquinho abaixo do qualificado.

**JEMN** –Aham.

**PF** – Mas não é só isso...

**RP** – No Brasil não tem ainda essa capacidade...

**JEMN** – Se tem um marco indicativo de valor, de que o investimento ofertado, ele seja superior a este valor...

**PF** – Você tem três marcos, o investimento que ele vai fazer, o patrimônio dele, e o grau de conhecimento dele, que vai ser testado, quando você colocar uma declaração muito clara para ele assinar. É o que temos na regulação hoje. Então não é só o quanto ele vai investir. O quanto ele pode perder, e alguma coisa a gente tem que fazer para alertá-lo, “olha, você...”

**JEMN** – Ele precisa assinar uma declaração de que ele teve acesso a todas as informações, de que ele conhece os riscos, de que o advogado dele pode orientá-lo. Ou seja, que ele entendeu e teve acesso a tudo isso.

**PF** – O momento da assinatura da declaração, seria o momento em que faríamos ele parar para pensar. É claro que tudo isso é teórico. O Antonio, bem lembrou que no final, esse esforço todo não tenha tanto resultado, mas é o que temos na regulação...

**JEMN** – Mas olha, vou falar uma coisa, é importante, e por experiência... Muitas vezes quando conversamos com corretores, e você fala que tem o risco? Ele fala, eu não vou falar isso para o meu cliente.

**PF** – Ele tem que ser obrigado a falar.

**JEMN** – Mas, se o cliente é obrigado a assinar uma declaração em que ele reconhece. Óbvio que esta declaração não vai ter 700 páginas. Porque não vai resolver. Vai ser uma folha.

**PF** - Uma folha.

**JEMN** - Vai ser uma folha.

Conversas cruzadas\*

**AR** – Claro que ele não vai ter que fazer aquela CP 20, CP 40, num sei o que... A gente podia... não é o ... não, tem um outro órgão que faz isso. Não é nenhum... Mas é um órgão que pode criar uma certificação rápida, uma certificação prática, sem excluir ninguém para o corretor de imóveis. Essa é uma das minhas propostas também, dentro dos limites... Porque o corretor de imóveis, eu já testei lá num condomínio e o cara leva... cara lá... Quer comprar essa casa? Quero! Mas, eu tenho um barco, esse condomínio aqui é seu também, ele está do outro lado da rua, então é um condomínio só? Você pode passar por esse portãozinho... Só que o portãozinho, além de ser do outro condomínio, não dá em lugar nenhum.

(Risos)

**JEMN** – O corretor imobiliário é aquele ser que consegue entender o que o outro sujeito gostaria de ouvir e claramente dizer com as mesmas letras que a pessoa gostaria de ouvir. É de uma habilidade incomum.

**DC** - Eu queria acrescentar uma coisa que o Dr. Paulo falou. Ele colocou uma coisa que é teste de conhecimento específico, do potencial comprador sobre aquele tipo de produto e é interessante porque no condo-hotel, existe uma cultura de compra e de investimento de condo-hotel. Existem talvez alguns milhares de investidores que conhecem um condo-hotel direitinho e que sabem diferenciar o joio do trigo.

São investidores que conhecem isso. Poderiam perfeitamente ser considerados investidores qualificados porque sabem exatamente no que estão investindo e do outro lado existem corretores de imóveis, principalmente aqueles que atuam no mercado secundário, que conhecem profundamente o produto condo-hotel e sabem vender este produto condo-hotel, com apelo de renda, com apelo de localização, com apelo de mercado, para esses investidores que conhecem. Então, tudo funciona muito bem, talvez se expandir esse tipo de conhecimento e esse tipo de treinamento para incentivar corretores que estão trabalhando em lançamentos. Isso seria uma coisa muito interessante.

**JEMN** - Sem dúvida.

**RP** – Do lado do regulador... Isso é algo que eu não falei ainda, mais não vou mais tomar muito tempo, eu tenho até um compromisso as 19h45, eu ainda vou voltar para a CVM, o Paulo daqui deve ir pra casa, eu pego um taxi, o meu carro está na garagem lá, mas dá tempo. O pior pro regulador, em sinceridade, é a questão da iniquidade de tratamento. Por exemplo, supondo aqui, eu tratar o Antônio de um jeito, puni-lo, permitir o Diogo, punir o Ernesto, não...

**JEMN** – Tá, faz o contrário...

(Risos)

**RP** – Então o regulador, como o Ernesto falou, é uma regra que abrace e atenda os anseios da Indústria de condo-hotéis e que atenda também a regulação que está em vigor, que é uma lei, e está acima da vontade das pessoas que estão lá para exercer um mandato. Então essa é a nossa missão... O que incomoda é a iniquidade, sabemos que os pequenos apanharam, e eles estão talvez a reboque dos senhores que são maiores, e seguindo a regra de dispensa, ele se enquadraria enfim...



? - Com todo o processo que for adotado.

**RP** – Pois é, conforme, eu queria ressaltar. Temos limitações, no sentido de sermos área técnica. Nós propomos com base naquilo que os “nossos clientes regulares” nos propõem, verificamos ali e submetemos às autoridades superiores que é nosso colegiado. Quem bate o martelo é o colegiado, quem é a CVM é o colegiado. Eles podem muitas vezes, e já ocorreu lá em outro tipo de operação, na qual estávamos convictos de que a votação seria 5 a 0. Os cinco, tínhamos convicção, eu e meu gerente de operação. Mas não é que a operação foi indeferida?

**PF** – Eu só queria aproveitar para dar só mais uma última informação, com relação à essa possibilidade de dispensa, sobre o corretor de imóveis. Ele seria um profissional, em tese, inadequado para a oferta pública de valor imobiliário, que só pode ser colocado por instituição financeira. Então haveria a necessidade de uma dispensa também que é prevista na regulação específica, “Você pode pedir no âmbito desse mesmo artigo quarto, uma dispensa de usar o intermediário financeiro” O corretor de imóveis entraria no lugar. Aqui no caso você, e como exercesse, essa ideia do Antônio é excelente, vai além do que estávamos imaginando para agora. Mas o que imaginamos e já adiantei pra vocês, aquela produção de um material informativo para o corretor, que chamamos de prospecto resumido, onde consta uma descrição do produto e uma descrição dos fatores de risco, com que ele fale para o potencial investidor, os fatores de risco de uma forma muito clara. “Ah, mas e se ele não falar?” Bom...

**JEMN** – Vai ter a declaração.

**PF** – É, exatamente, vai ter a declaração, citando os fatores de risco. E não de uma forma como hoje está em alguns prospectos, da macro-economia...Vai chover, se cair um raio... Não! Você está apostando em um negócio de Hotel, até depois de 2016. Depois de 2016, vai ter que ter um novo contrato... Esse tipo de coisa.

**JEMN** – Um vídeo inclusive.

**AR** – Hoje a linguagem visual é mais efetiva. Você faz um vídeo, e você tem a garantia de padronização até para um comprador receber...

**PF** – Você mandou para a gente o vídeo?

**AR** – Não, eu pus a criação do vídeo, para submeter a vocês, aí tem que filmar, tem que ter toda essa produção... O cara põe no carro, vê no DVD no carro, o cara vê no... Hoje ele tem que falar a linguagem do tweeter, do facebook, o cara está no facebook olhando o que sai disso...

**JEMN** – Claro.

**PF** – E tem a questão da responsabilidade. Esse material take one, ele vai ficar sob a responsabilidade do ofertante, se der alguma coisa lá que não corresponde à verdade a CVM pode adotar as medidas administrativas e é claro, que o investidor vai ter um documento que ele vai poder ir lá, junto ao judiciário, tentar obter uma indenização. Acho que é a forma que estamos vendo de tentar amarrar isso. “Pode falar mentira? Pode!” Mas assim como o gerente

do banco também pode falar uma mentira quando ele está vendendo uma ação, e vivemos com esse risco. Acho que na hora da declaração. Se tiver uma declaração boa, bem feita, eu acredito que estamos fazendo o que podemos fazer.

**AR** – Como nós falamos, não é? Tinha uma audiência pública lá do banco quando eu fui com vocês, um banco, eu não lembro o nome, anunciando... Antecipe... Pegue dinheiro conosco para aumentar o seu estoque, por que aumentando o seu estoque você vai faturar mais. (Risos) Desde que você aumente o seu estoque e tenha clientes para aumentar o seu estoque, se não você vai aumentar o seu estoque e e vai...

**RP** - O nosso amigo Banco Central tem que ver...

**AR** – No... da CVM, alguma coisa assim: “ Pegue crédito especial para aumentar o seu estoque, aumentando o seu estoque você vai faturar mais.”

**RP** - Já está considerando que o camarada vendeu tudo.

**AR** – Aí o cara está vendendo picolé... Mas é isso... Eu acho que a iniciativa do José Ernesto foi fundamental, a entidade aqui que eu represento, aqui da FGV, da ADEMI do Professor Maury também... Mas a idéia é construir algo que seja bom para todo mundo, porque só em um mercado sustentado que o dinheiro circula.

**JEMN** – Gostaria de deixar aqui então uma sugestão. Bom, em primeiro lugar agradecer mais uma vez todos pela presença e deixar uma sugestão para que possamos fazer uma segunda Mesa Redonda, provavelmente daqui um mês. Aí nós teríamos mais tempo para contar com participação do Ministério do Turismo, do Fórum dos Operadores Hoteleiros do Brasil, e da AMBIMA... acho que seria importante.

**RP** – Eu te passei o contato da ANBIMA, mas infelizmente pediu desculpas...

**JEMN** – É... Exatamente, acho que seria importante ter a figura da AMBIMA aqui, alargarmos um pouco mais essa discussão, de forma que esta mesa redonda seja publicada, não é? A próxima também seja publicada. Eu havia também convidado o Ministério Público Federal, a Dr. Júlia da CVM... eu a conheci por conta de uma procuradora federal que lamentavelmente tinha audiências hoje e não pode comparecer, mas acho que a presença do Ministério Público Federal também traria contribuições ao diálogo, à conversa... De forma que consigamos construir um caminho, porque no final das contas, como vimos, de R\$ 50 bilhões investidos, provavelmente nós teremos aí cada vez mais. Só para dar um outro número, pra ver como que é relevante, neste levantamento que a BSH fez no ano passado, foi detectado um pouco mais de R\$ 12 bilhões em andamento. Em 2011, o mesmo levantamento que a BSH fez, detectou, R\$ 7,5 bilhões e em 2008, neste tipo de levantamento de investimento hoteleiro, nós detectamos R\$ 5 bilhões. Em 2005 era R\$ 2,5 bilhões. Ou seja, nós estamos mostrando... Vendo uma Indústria crescendo numa velocidade muito grande e que no final das contas existe uma Indústria enorme, que é a Indústria imobiliária, a poupança popular... Existe uma série de espectos relevantes que precisam ser ajustados.

**AR** – Eu tenho 28 projetos no Brasil.... Suspendi todos! Por que a idéia é fazer isso depois que tivermos uma idéia de com deve ser organizado para nós todos.

**RP** – É isso que eu falei a questão da iniquidade pra nós é péssimo... Me causa mal estar... Eu quero que todos tenham o mesmo tratamento.

**JEMN** – Ruy Barbosa dizia que o principio da igualdade se baseia em tratar desigualmente os desiguais.

**RP** – Aquele que trata...

**AR** – Exceto aquele juiz que não deu o gol ontem do meu Vasco...

(Risos)

**RP** - Foi domingo, não é?

**AR** – Domingo!

**RP** – Aquele gol, agora mudando de assunto, não precisava replay de nada.....

(Conversa sobre futebol e Reginaldo diz que tem que ir)

**JEMN** – Me parece que foi bastante proveitosa a conversa.

**DC** - Eu acho que foi muito produtivo.

**JEMN** – Por isso que eu deixaria aqui sobre a mesa a proposta de voltarmos a nos reunir.

**RP** - Sim! Inclusive Paulo, poderíamos se for como o José Ernesto está falando, daqui um mês, um tempo razoável, propormos um procurador da advocacia geral da união...

**JEMN** – Ótimo!

**RP** – Na CVM, que conhece do produto, das coisas da CVM, estar aqui conosco.

**JEMN** – Ótimo!

**RP** – Vamos tentar isso. Se tiver uma agenda, e você puder antecipar, eu falo com o procurador chefe, o José Eduardo sobre a possibilidade de encaminhar algum dos gerentes, alguns dos advogados que tratam para...

**JEMN** – Excelente!

**RP** – O que você acha?

**JEMN** – Bom, vamos ver aqui internamente, não é André? Na fundação, uma data que teria disponibilidade. Aproximadamente daqui a um mês.

**(conversa sobre datas e todos agradecem)**