



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM 19957.008081/2016-91

Reg. Col. 0773/17

**Acusadas:** Hesa 84 Investimentos imobiliários Ltda.  
SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.  
SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.  
SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.  
SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.  
SEI São Bernardo do Campo Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.  
SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.

**Assunto:** Oferta pública de contratos de investimento coletivo referentes a empreendimentos hoteleiros, sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I, do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03.

**Diretor Relator:** Gustavo Borba

### VOTO

#### I. DO OBJETO

1. Cuida-se de Processo Administrativo Sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“Acusação” ou “SRE”) com o objetivo de apurar a responsabilidade de SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI S.B.C. Empreendimento Imobiliário SPE Ltda., SEI Jundiaí Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. e Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda. (quando em conjunto, “Incorporadoras”), sociedades de propósito específico controladas pela Setin Empreendimentos Imobiliários Ltda., (“Setin”) e que são, respectivamente, incorporadoras dos empreendimentos Condomínio Midtown Campinas, Condomínio Mondial Sorocaba, Condomínio Setin Midtown, Condomínio Mondial Osasco, Condomínio Mondial São Bernardo do Campo, Condomínio Mondial Jundiaí e Condomínio Alpha Stay (em conjunto, “Empreendimentos”), pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no art. 19, caput, da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Lei 6.385/76”)<sup>1</sup> e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03<sup>2</sup>, ou dispensa de registro prevista no inciso I do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76<sup>3</sup> e no art. 4º, caput, da Instrução CVM nº 400/03<sup>4</sup>.

### II. DAS CONSIDERAÇÕES INICIAIS

2. Antes de dar início à análise da conduta atribuída às Incorporadoras, entendo conveniente resgatar, ainda que brevemente, o histórico do tratamento jurídico conferido aos instrumentos de financiamento voltados ao desenvolvimento de empreendimentos hoteleiros na forma de condomínios, conhecidos como “condohoteis”, no âmbito da regulação do mercado de valores mobiliários.

3. Conforme tive a oportunidade de me manifestar por ocasião do julgamento do Processo Administrativo CVM nº 19957.004122/2015-99 (“Caso Oliva”)<sup>5</sup>, muito embora atualmente não haja dúvida razoável quanto à caracterização do “condohotel” como contrato de investimento coletivo e, por conseguinte, à sua submissão à regulamentação e fiscalização da CVM caso venha a ser ofertado publicamente, há de se reconhecer que nem sempre foi assim.

4. Ao tempo da edição da Medida Provisória nº 1.637, de 08 de janeiro de 1998 (“MP 1.637/98”), que passou a indicar o contrato de investimento coletivo como espécie de valor mobiliário, esta modalidade de investimento já vinha sendo largamente adotada no ramo imobiliário desde antes da década de oitenta, representando percentual relevante dos quartos de hotel disponíveis no Brasil, sem que houvesse qualquer interferência da CVM.

---

<sup>1</sup> Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

<sup>2</sup> Art. 2º. Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução.

<sup>3</sup> § 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor

<sup>4</sup> Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

<sup>5</sup> Processo Administrativo CVM nº 19957.004122/2015-99, Rel. Dir. Gustavo Borba, julg. em 12.04.2016.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

5. Tal como ressaltado nas razões de defesa das Incorporadoras, até pouco tempo, o mercado “condohoteleiro” vinha se desenvolvendo sob a observância exclusiva das normas específicas da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964 (“Lei de Incorporação Imobiliária”), e das regras gerais previstas no Código Civil, de modo que a percepção dos incorporadores e demais empreendedores era de que os investimentos em “condohoteis” possuíam natureza estritamente imobiliária, não guardando qualquer relação com o mercado de valores mobiliários, o que se revela inclusive na primeira manifestação apresentada pelas Incorporadoras no âmbito do presente processo<sup>6</sup>.

6. Não bastassem, portanto, as dificuldades naturais na assimilação dos novos valores mobiliários, especialmente no que diz respeito aos investimentos indicados a partir de conceitos abertos, como seria o caso do contrato de investimento coletivo, há que se considerar ainda um complicador adicional para a identificação dos “condohoteis” como valores mobiliários, visto que esta modalidade de investimento já era tradicionalmente utilizada no Brasil, em segmento empresarial com complexo normativo próprio que, em um primeiro momento, foi (equivocadamente) compreendido como um sistema excludente das regras aplicadas ao mercado de valores mobiliários.

7. Soma-se a isso o fato de que, até o final de 2013, não se identifica qualquer atuação consistente da CVM na fiscalização, punição ou alerta ao mercado em relação às ofertas de empreendimentos “condohoteleiros”, o que poderia contribuir para a conscientização dos participantes do mercado acerca da natureza desta modalidade de investimento.

8. Esclareço, de antemão, que, ao apontar a inexistência de pronunciamento da CVM sobre o tema, não procuro tecer qualquer crítica à atuação desta autarquia, mas tão somente reforçar a conclusão de que as inovações legislativas sobre o conceito de valor mobiliário levaram algum tempo para serem absorvidas pelo mercado em geral, circunstância esta que refletiu, inclusive, na atuação desta entidade.

---

<sup>6</sup> Nesse sentido, vale ressaltar o seguinte trecho da manifestação apresentada pela Setin em 22.05.2014 (fls. 26-34) “A possibilidade de investimento, aventada no apontamento constante do ofício enviado à Setin por esta Autarquia, não guarda relação com o produto que as ora Manifestantes oferecem ao público, qual seja, um imóvel, com um destino específico, conforme determinado pelo Poder Público e convencionalizado na estruturação do empreendimento no qual tal imóvel está inserido. O negócio é de atividade imobiliária e não mobiliária eis que o que, frise-se, se está ofertando são direitos reais e não direitos de participação em resultados” (g.n.) (fls. 32).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

9. No precedente Oliva, levando em consideração os princípios da boa-fé, da confiança e da segurança jurídica, manifestei-me nos seguintes termos sobre esse delicado aspecto da atuação da CVM quanto ao tema em questão:

“IV - Da Situação dos Condo-hotéis e Do Princípio da Confiança

27. Conforme exposto no capítulo II, as regras sobre valores mobiliários foram radicalmente alteradas em 2001, de forma que instrumentos totalmente estranhos, até então, ao conceito de valor mobiliário passaram a ser como tal considerados.

28. Uma das hipóteses em que essa quebra de paradigma ocorreu de forma muito drástica foi justamente nos contratos de investimento coletivo, que envolvem conceito aberto de difícil assimilação para a época.

29. No caso de condo-hotéis a dificuldade foi ainda maior, uma vez que esse tipo de investimento já era tradicionalmente utilizado no Brasil, em segmento empresarial com complexo normativo próprio que foi (equivocamente) entendido como sendo um sistema excludente das regras aplicadas ao mercado de capitais.

30. Nesse contexto, como já adiantado, não vislumbro má-fé ou intuito escuso por parte desses emissores específicos no que se refere à ausência de apresentação da emissão para registro ou dispensa de registro na CVM.

31. Trata-se de um comportamento justificável diante das circunstâncias da época, o que é corroborado pela constatação de que nenhum empreendedor desse segmento apresentou qualquer pedido de registro à CVM anteriormente ao ano de 2013, não sendo razoável presumir que essa realidade decorra de enorme conluio por parte de todos os operadores - após 2012, houve alguns poucos casos discutidos na CVM, mas sempre por provocação de algum interessado, o que não chegou a modificar o entendimento do mercado sobre a questão.

32. Além disso, atuam nesse segmento uma gama muito diversificada de empreendedores, desde pequenas empresas no interior do país até colossais projetos que envolvem vultosos recursos, razão pela qual não seria crível cogitar-se comportamento orquestrado por parte de agentes tão plurais.

33. Parece-se mais verossímil, diante das razões expostas no capítulo I, a singela explicação de que esses emissores simplesmente não sabiam que estavam lidando com um valor mobiliário, e que deveriam, portanto, realizar os registros pertinentes na CVM.

34. A CVM, por sua vez, como já exposto, não atuou de forma a fazer o mercado ficar ciente da nova situação derivada da alteração legislativa de 2001. Apenas no final do ano de 2013, a



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

CVM, pela primeira vez, pronunciou-se de forma clara para o mercado sobre essa questão, ou seja, quase doze anos após a vigência da regra que atribuiu ao contrato de investimento coletivo a natureza de valor mobiliário.

35. Nesse contexto, afigura-se importante observar que um dos mais importantes valores jurídicos do nosso ordenamento é o da segurança jurídica, que possui relação próxima com a boa-fé, com o princípio da confiança e com o da proibição de comportamento contraditório.

36. A segurança jurídica e o princípio da confiança envolvem, dentre outras facetas, a criação de regras que respeitem as expectativas legítimas dos afetados, inclusive no que se refere à edição de novas normas. O legislador e o ente regulador não estão, evidentemente, limitados em razão dessas expectativas, mas têm que as levar em consideração ao editar regras, de modo a não causar prejuízos injustificados às pessoas atingidas pelas normas.

37. Essa questão aflige inclusive o Poder Judiciário, que poderá, "ao declarar a inconstitucionalidade de lei ou ato normativo, e tendo em vista razões de segurança jurídica ou de excepcional interesse social (...) restringir os efeitos daquela declaração ou decidir que ela só tenha eficácia a partir de seu trânsito em julgado ou de outro momento que venha a ser fixado" (art. 27 da Lei nº 9.868/99, g.n.).

38. Percebe-se, portanto, que a segurança jurídica constitui um valor tão relevante que poderá justificar, inclusive, em determinadas circunstâncias, a produção de efeitos por uma lei inconstitucional, o que configura exceção sensível ao entendimento de que os atos nulos não produzem efeitos (e a inconstitucionalidade constituiria nulidade em grau máximo).

39. A Lei nº 9.784/99, que trata do processo administrativo no âmbito federal, também faz expressa referência à segurança jurídica como um dos princípios que devem reger a atuação estatal, acrescentando ainda a boa-fé como um padrão de conduta estatal:

"Art. 2ºA - A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência". Parágrafo único (...): IV - atuação segundo padrões éticos de probidade, decoro e boa-fé" (g.n.).

40. A confiança e previsibilidade da atuação Estatal são, portanto, elementos importantes que devem ser considerados pelos entes ao editar e aplicar as normas jurídicas, sempre sob a perspectiva da boa-fé, uma vez que só faria sentido preservar as expectativas dos interessados quando essas fossem legítimas, ou seja, baseadas em elementos razoáveis e sem que se verifique comportamento especioso por parte do interessado.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

41. Luis Roberto Barroso, em artigo específico sobre o tema, identifica na previsibilidade de comportamento uma das expressões essenciais da segurança jurídica, aproveitando para fazer lúcida crítica das frenéticas alterações que são realizadas no ordenamento jurídico:

“É curioso observar, no entanto, que a despeito de todo o arsenal jurídico descrito, a segurança enfrenta hoje uma crise de identidade. A velocidade das mudanças, não só econômicas, tecnológicas e políticas, mas também jurídicas, e a obsessão pragmática e funcionalizadora, que também contamina a interpretação do Direito, não raro encaram pessoas, seus sonhos, seus projetos e suas legítimas expectativas como miudezas a serem descartadas, para que seja possível avançar (para onde?) mais rapidamente. Desse modo, o debate acerca da segurança jurídica, especialmente no que diz respeito aos efeitos da lei nova sobre a realidade existente quando de sua entrada em vigor, vem - sem ironia - se perpetuando no tempo.”

42. Outro Ministro do STF, Luiz Edson Fachin, analisando a questão sob a ótica do Direito Civil, afirma que a “revalorização da confiança como valor preferencialmente tutelável no trânsito jurídico corresponde a uma alavanca para repensar o Direito Civil brasileiro contemporâneo e suas categorias fundamentais”.

43. Percebe-se, pelos dispositivos legais e citações doutrinárias, que a perspectiva da segurança jurídica e do princípio da confiança possuem embasamento axiológico na boa-fé, e espraiam sua incidência sobre todas as relações sociais e públicas, uma vez que não se pode conceber a compreensão do direito moderno sem que se considere os efeitos práticos de sua incidência e a preservação da boa-fé objetiva.

44. No que se refere especificamente à Administração Pública, cumpre trazer a lição de Walter Shuenquener de Araujo, que, em monografia sobre o princípio da proteção da confiança, afirma não poder a atuação estatal “comprometer a confiança que o particular depositou no estado” (pag. 170), resumindo sua posição nos seguintes termos:

“O elevado dinamismo da sociedade contemporânea e a forte influência que o Estado exerce sobre a vida dos administrados exigem uma preservação mais firme das expectativas legítimas originadas da atuação estatal. Sem a preservação da confiança, o desenvolvimento econômico de um país fica debilitado, e apenas relações jurídicas menos complexas tornam-se viáveis. A confiança é, portanto, um relevante e imprescindível redutor da complexidade nas relações sociais. Não se pretende, com a tutela da confiança, impedir a evolução do direito, mas estimular que ela ocorra da forma menos traumática possível e sem fragilizar a reputação estatal.” (pag. 237)



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

45. No âmbito empresarial, então, o princípio da confiança possui incidência ainda mais densa, uma vez que os negócios em geral e o mercado em especial, para funcionarem de forma eficiente, precisam de substancial previsibilidade de comportamento dos envolvidos, de forma que a mudança das regras no meio do processo de negociação pode causar efeitos catastróficos.

46. Desta forma, não me parece razoável que a CVM, não tendo tomado nenhuma providência por mais de 10 anos para definir essa questão, e mesmo sabendo da complexidade e da falta de assimilação pelo mercado desse novo conceito (totalmente diverso da concepção clássica de valor mobiliário), venha a entender, sem nenhum temperamento ou ponderação, pela ilegalidade de todas essas emissões realizadas sem registro.

47. O Estado, no exercício de suas funções, deve, na medida do possível, tentar preservar a segurança jurídica, atenta para a legítima confiança que seu comportamento (incluindo o de natureza omissiva) tenha contribuído para a situação. No caso, essa confiança seria gravemente afetada em virtude de um comportamento contraditório ao adotado desde 2002 até o final de 2013, período no qual a CVM não deu ao mercado nenhum sinal de que os contratos de investimento em condo-hotéis seriam valores mobiliários e, assim, estariam sujeito ao registro e à fiscalização da CVM.

48. Evidentemente que a mera omissão estatal não seria suficiente para eximir alguém de suas obrigações. Contudo, quando essa omissão deriva da mesma dúvida ou perplexidade que originou a não observância da norma pelo particular, entendo que esse quadro global constitui circunstância relevante que deve ser levada em consideração na regulação, na fiscalização e na aplicação das normas. Resumindo: se a deficiência de fiscalização decorre, por exemplo, da deficiência da estrutura de um ente estatal, isso em nada poderá influenciar a incidência de norma durante certo período, mas quando a norma não é fiscalizada porque havia dúvida plausível sobre sua aplicação, considero descabida a penalização do particular que, de boa-fé, deixou de observá-la.

49. Assim, considerando que os emissores, por doze anos, celebraram contratos de investimento coletivo em condo-hotéis sem saber que eles tinham passado a ser legalmente considerados "valores mobiliários", bem como que o entendimento deles era razoável diante das circunstâncias da época, especialmente em virtude de a CVM não ter dado nenhuma sinalização em sentido contrário (seja através de comunicados ou em virtude da abertura de procedimentos de fiscalização), entendo que não existe qualquer evidência de má-fé por parte desses emissores até 12/12/2013, quando, pela primeira vez, de forma genérica e com publicidade, a CVM se posicionou sobre a questão.

50. O período entre 12/12/2013 e 17/03/2015 envolveria certa nebulosidade, uma vez que, apesar do sinal dado pelo alerta da CVM, ainda havia necessidade de assimilação dessa modificação pelo mercado, somando-se a isso a circunstância de que as regras claras



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sobre o pedido de dispensa de registro para esse tipo de valor mobiliário só surgiram com a Deliberação CVM 734/15.

51. Reitere-se que os agentes que atuam nessa área não se registram nem se relacionam com a CVM de forma ordinária (salvo quando são companhias abertas), o que deve ser considerado para dosar o tempo de assimilação ao novo sistema.”

10. Diante deste cenário, afigura-se razoável assumir que a nova sistemática decorrente da inclusão do contrato de investimento coletivo no rol de valores mobiliários não foi prontamente assimilada pelo mercado imobiliário. Muito pelo contrário. O que se verifica, a partir do histórico de atuação da CVM, é que antes de 2013, isto é, em mais de dez anos de vigência da Lei 10.303/01, não se tem conhecimento de nenhum empreendimento com característica de “condohotel” que tenha solicitado registro ou dispensa de registro junto à CVM, em observância ao disposto no art. 19, *caput*, da Lei 6.385/75 e no art. 2º da ICVM 400/03.

11. Assim, é possível concluir que, mesmo após a edição da MP 1.637/98 e a inclusão do contrato de investimento coletivo no rol de valores mobiliários constante do art. 2º da Lei 6.385/76, havia uma legítima percepção pelos agentes que atuavam junto ao mercado “condohoteleiro”, dadas às características deste segmento e às informações disponíveis à época, de que esta modalidade de investimento não mantinha qualquer relação com o mercado de valores mobiliários<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Sobre a evolução “*Da Classificação do Contrato de Investimento Coletivo Como Valor Mobiliário*”, peço vênia para mais uma vez transcrever parte do voto proferido no processo administrativo nº 19957.004122/2015-99 (caso Oliva):

“2. A Lei nº 10.303, de 31/10/2001, promoveu substanciais alterações na legislação sobre mercado de capitais (Lei nº 6.385/76), especialmente no que se refere ao conceito e à definição dos valores mobiliários.

3. Até então, conforme conceitos clássicos e plenamente assimilados pela doutrina e pelo mercado, os valores mobiliários, conforme definição legal, seriam exclusivamente emitidos pelas sociedades por ações, abrangendo tanto os títulos expressamente referidos na Lei nº 6.404/76 (ações, partes beneficiárias e debêntures, bem como opções e certificados de depósito a eles relacionados), como aqueles a que o Conselho Monetário Nacional atribuisse esse caráter (como ocorreu, por exemplo, com o commercial paper).

4. Com a quebra de companhias como Gallus Agropecuária e Fazendas Reunidas Boi Gordo, que ofereciam investimentos ao público tendo como ativo subjacente atividade pecuária (cujo lucro estaria atrelado ao ganho de peso e ao valor de mercado dos animais), ficou evidente o vácuo normativo relacionado a esse tipo de investimento, uma vez que, até então, a CVM não possuía competência para regular e fiscalizar essa forma de aplicação coletiva de recursos, que, à época, não era classificada como valor mobiliário.

5. A Lei nº 10.303/01 buscou justamente, por meio da alteração das regras sobre definição dos valores mobiliários (art. 2º da Lei 6.385/76), resolver esse e outros problemas que existiam, e para tanto ampliou enormemente o conceito de valores mobiliários, de forma a incluir nesse conceito as cotas de fundos de investimento, os certificados de investimento, as participações em clubes de investimento, os contratos derivativos de diversas espécies, os contratos de investimentos coletivos, entre outros.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

6. Essa alteração foi verdadeiramente substancial, com reformulação drástica do conceito de valor mobiliário até então vigente, que abrangia apenas títulos bastante conhecidos do mercado e que eram emitidos exclusivamente por sociedades anônimas. A partir da alteração legislativa, os valores mobiliários passaram a abarcar uma gama enorme de investimentos ofertados publicamente, independentemente da natureza do seu emissor e de sua vinculação aos títulos tradicionalmente considerados valores mobiliários (ações, debêntures e opções).

7. A partir de então, os valores mobiliários poderiam não estar corporificados em nenhum título e, mais do que isso, seriam emitidos por qualquer pessoa, independentemente de sua natureza.

8. Tratou-se, sem dúvida, de uma radical quebra de paradigma, a qual o mercado não estava plenamente preparado para assimilar, uma vez que teria, abruptamente, que se relacionar com conceitos abertos para só assim compreender quais seriam esses novos valores mobiliários, totalmente diversos do conceito que dava suporte aos títulos classicamente emitidos pelas sociedades anônimas, o que gerou perplexidades, omissões e interpretações equivocadas.

9. O contrato de investimento coletivo foi uma dessas inovações que precisou ser assimilada pelo mercado. Isso, contudo, não aconteceu de forma totalmente tranquila, uma vez que os “novos” emissores e os investidores interessados no produto demoraram um bom tempo para corretamente assimilar a nova situação.

10. Ary Osvaldo Mattos Filho analisa essa questão de forma precisa em recente artigo publicado na obra coletiva “Tratado de Direito Comercial”:

“Porém, essa lei trouxe uma inovação até então inexistente no campo brasileiro dos valores mobiliários. A nossa legislação passou a adotar, símile à legislação norte-americana, os conceitos abertos, tais como: “quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo”, “outros derivativos”, ou “outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes”. Foi a partir desses conceitos abertos que passa a ter papel fundamental a construção do que seja contrato de investimento. Isso porque, a rigor, todos os demais tipos elencados em nossa legislação cabem dentro do colo generoso dos contratos de investimento coletivo. Foi a partir dessa mudança de nossa legislação que os nossos doutrinadores foram buscar em Howey os elementos caracterizadores desse contrato matricial em relação às demais hipóteses previstas em lei. Sob esse aspecto é que busquei enfatizar que as caracterizações constantes em Howey foram resultantes de uma análise de sua evolução jurisprudencial norteamericana, desde o início do século XX até sua cristalização em 1946. Porém, creio que também seja importante ressaltar que esse não é um processo acabado e, portanto, imutável. Mesmo na matriz da qual importamos o conceito a discussão continua, embora bem menos acesa. Assim, por exemplo, a discussão sobre o conceito de contrato de investimento, ainda lá como cá, se põe com relação aos vários tipos de ofertas públicas de participações em negócios pequenos, tais como as start-ups, por meio dos contratos lá denominados crowdfunding”.

11. Como se verifica na transcrição acima, esse conceito aberto, próprio dos novos valores mobiliários, foi importado dos Estados Unidos da América, e, tanto lá como cá, acarretou dificuldades interpretativas e esforços para sua assimilação pelo mercado. Nos EUA, discute-se a natureza dos contratos de investimentos coletivos desde 1920 (State vs. Gopher Tire & Ruber), mas só em 1946, com o caso Howey, ficaram definidos de forma mais precisa os requisitos para sua configuração como valor mobiliário, que, conforme este paradigmático precedente da Suprema Corte, envolveriam, em essência, a oferta pública para a aplicação de dinheiro em empreendimento comum cujo lucro dependeria do esforço de outra pessoa que não o investidor.

12. Considerei importante fazer essa pequena introdução, sobre a forma como esses novos valores mobiliários foram inseridos no nosso ordenamento jurídico, para ilustrar que a inserção dos contratos de investimento coletivo como valor mobiliário em nosso ordenamento jurídico representou uma drástica quebra de paradigma que causou grande perplexidade e alguma demora de assimilação pelo mercado.

III - Da Atuação da CVM e da Conduta do Mercado Após a Vigência da Lei nº 10.303/01

13. Face à perplexidade do mercado diante do conceito aberto de contrato de investimento coletivo, bem como em decorrência de idiosincrasias peculiares do ramo imobiliário, percebe-se, pelas informações que constam dos autos, que os contratos ofertados para participação em condo-hotéis não passaram, após



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

12. Apenas em 12 de dezembro de 2013, a CVM manifestou-se objetiva e institucionalmente a respeito da caracterização dos empreendimentos “condohoteleiros” como contratos de investimento coletivo<sup>8</sup>, nos termos do alerta ao mercado disponibilizado em seu *website* (“Alerta ao Mercado”), o qual reproduzo a seguir:

---

2001, a observar as regras da CVM sobre emissão de valores mobiliários (mesmo que de forma mitigada em virtude de suas peculiaridades).

14. Os recorrentes sustentam a existência de três agravantes específicos para tal dificuldade de assimilação da nova regra: a) o segmento empresarial imobiliário não teria tradicionalmente envolvimento com o mercado de capitais (exceto os grandes empreendimentos que são executados por sociedades anônimas abertas), razão pela qual desconheciam essas regras específicas; b) essa modelagem de investimento em condo-hotéis seria largamente utilizada no Brasil há várias décadas, o que teria contribuído para dificuldade de assimilação da nova sistemática criada em 31 de outubro de 2001; e c) mesmo quando essa discussão apareceu, surgiram interpretações jurídicas de que a nova sistemática legal não seria aplicável às incorporações imobiliárias, em virtude de regras jurídicas específicas para esse segmento; e d) existência de características de empreendimentos imobiliários.

15. Inicialmente, cumpre aduzir que, analisando objetivamente o inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/01 (com as alterações promovidas pela Lei 11.303/01), não me parece haver dúvida razoável de que o condo-hotel é de fato um contrato de investimento coletivo e, se ofertado publicamente, deve ser considerado um valor mobiliário.

16. Todos os requisitos para tal classificação estão visivelmente presentes no condo-hotel, uma vez que, em virtude de oferta pública, o investidor aplica dinheiro, junto com outros investidores, objetivando retorno financeiro, em um empreendimento cujo sucesso depende da atuação da incorporadora e do empreendedor hoteleiro que estão vinculados ao negócio.

17. Apesar da clareza com que a questão agora se apresenta, tenho consciência que nem sempre foi assim, especialmente na primeira década de vigência da nova norma.

18. Os contratos de investimento coletivo no âmbito hoteleiro existem no Brasil desde antes da década de 80, representando percentual relevante dos quartos de hotel disponíveis no país, e sempre foram ofertados ao público sem que houvesse qualquer fiscalização da CVM. Mesmo após a vigência da Lei 10.303/01, os empreendedores da área e o mercado em geral continuaram entendendo que esse investimento não seria um valor mobiliário, de forma que mantiveram as mesmas práticas vigentes antes da referida alteração legislativa.

19. Prova disso é que não se tem conhecimento de nenhum empreendimento com característica de condo-hotel que tenha requerido registro ou dispensa de registro na CVM antes do ano de 2012. Consta-se, destarte, que, em mais de 10 anos de vigência da Lei 11.303/01, nenhum “emissor” desse tipo de valor mobiliário solicitou a atuação registrária da CVM, mesmo sendo notório que esse tipo de empreendimento não só estava sendo realizado, como estava em franca expansão (mercado aquecido por razões econômicas e também pela perspectiva de grandes eventos esportivos anunciados em 30/10/2007 e 02/10/2009 – Copa do Mundo e Olimpíadas, respectivamente).

20. No que se refere à postura da CVM sobre a questão, verifica-se a ausência de qualquer atuação da entidade, até o ano de 2012, seja para fiscalização, punição ou mesmo conscientização e alerta do mercado em relação aos lançamentos de empreendimentos condo-hoteleiros que vinham sendo realizados.

21. Em outras palavras: a CVM não fez nenhum trabalho de enforcement para que o mercado ficasse consciente de que os contratos de investimento coletivo em condo-hotéis tinham passado, desde 2002, a ser considerados valores mobiliários e, portando, estavam submetidos às regras e à fiscalização da CVM, especialmente quanto ao registro da emissão. (...)”

<sup>8</sup> Antes disso, sobre o tema, apenas se detectou a Deliberação CVM nº 716, em 23 de outubro de 2013, por meio da qual foi emitida *stop order* específico para um determinado “condohotel”.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

“A CVM vem observando a ocorrência de situações que podem configurar captação irregular de poupança popular, promovidas, em regra, por incorporadores e corretores de imóveis, através da oferta pública de oportunidades de investimento em empreendimentos imobiliários.

Nessas situações, os investidores recebem propostas de investimento por diversos meios: TV, rádio, jornais, e também por correios eletrônicos enviados por corretores de imóveis ou outros representantes de incorporadores, onde são apresentadas tais oportunidades e sua virtual lucratividade.

Nas situações mais comuns, os investimentos do público são direcionados a sociedades em conta de participação (SCP), por meio da compra e venda de frações ideais de imóveis que correspondem a cotas das sociedades, muito embora outros tipos de contrato e de sociedade também possam ser utilizados.

De todo modo, os contratos firmados sempre conferem aos investidores o direito de participação nos resultados – positivos ou negativos – do empreendimento imobiliário, resultados esses oriundos de atividades como hotelaria, locações comerciais ou residenciais, dentre outras, configurando-se o que a Lei nº 6.385/76 chama de contratos de investimento coletivo.

Por força do disposto nos art. 2º, inciso IX, e art. 19, ambos da Lei nº 6.385/76, as ofertas de investimento que utilizarem a forma e os meios de divulgação aqui descritos devem ser previamente registradas na CVM e somente podem ser realizadas por sociedades também registradas na Autarquia.

Assim, a CVM alerta os incorporadores, corretores de imóveis e demais participantes do mercado imobiliário que somente realizem tais operações mediante a fiel observância da legislação em vigor, com a necessária obtenção dos prévios registros na CVM.

Finalmente, solicitamos que as pessoas que receberem propostas dessa natureza comuniquem o fato à CVM para viabilizar a pronta atuação da Autarquia na proteção e defesa do público investidor. A comunicação pode ser feita de forma eletrônica pelo Serviço de Atendimento ao Cidadão, disponível na página da CVM na Internet ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)) em ‘Fale com a CVM’.” (g.n.)

13. Com a divulgação do Alerta ao Mercado, a CVM firmou uma posição clara sobre o assunto, atuando, ainda, em paralelo, na fiscalização dos empreendimentos “condohoteleiros” ofertados publicamente, nada obstante a dificuldade dessa atuação, em virtude de esses empreendimentos estarem espalhados por todo o território nacional e serem vendidos por vias locais, sem a intermediação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

14. Nos anos que se seguiram à divulgação do Alerta ao Mercado (2014 e 2015), foram protocolados mais de 60 pedidos de dispensa de registro envolvendo contratos de investimento coletivo de unidades imobiliárias hoteleiras ou frações ideais de condomínio, com fundamento no art. 4º da ICVM 400/03, sendo que pelo menos



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

metade dos referidos pedidos envolvia oferta pública já iniciada antes do protocolo do pedido<sup>9</sup>.

15. Após algumas decisões do Colegiado sobre os pedidos de registro de emissão de valores mobiliários de “condohotéis”<sup>10</sup>, em 17 de março de 2015, pouco mais de um ano após o Alerta ao Mercado, a CVM editou a **Deliberação CVM nº 734/15**, que delegou competência à SRE para “*conceder dispensas em ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro*”, estabelecendo, em linha com os parâmetros fixados nas decisões anteriores do Colegiado, os requisitos normativos com relação aos quais caberia a dispensa, as ofertas que se enquadrariam no pedido de dispensa e as condições a serem observadas para o deferimento do pedido.

16. Posteriormente, o Colegiado da CVM veio a se manifestar novamente sobre o tema justamente no já referido julgamento do Caso Oliva, oportunidade em que analisou o cabimento ou não da concessão do **direito de retratação** aos investidores que tivessem aderido à oferta anteriormente ao deferimento da dispensa de registro, tendo-se concluído que, apesar de ser regra adequada para proteger os investidores, tratar-se-ia de uma nova interpretação, de modo que não deveria ser aplicada às alienações imobiliárias anteriores sem que fosse realizada uma alteração na regulação.

17. Divergiu-se, no entanto, quanto ao momento a partir do qual a concessão do direito de retratação passaria a ser exigida como condição para o deferimento da dispensa de registro, tendo prevalecido, por maioria<sup>11</sup>, o entendimento de que as alterações promovidas na Deliberação CVM nº 734/15 prevendo o direito de retratação alcançariam apenas os CICs distribuídos (leia-se: “unidades” ou “frações” do

---

<sup>9</sup> Conforme informações divulgadas na manifestação de voto proferida pelo Presidente Leonardo Pereira no julgamento do Processo Administrativo CVM nº 19957.004122/2015-99 (Caso Oliva): “*Após a divulgação da interpretação da CVM, foram protocolados, nos anos de 2014 e 2015, respectivamente, cerca de 30 e de 35 pedidos de dispensa de registro de CICs de condo-hotel envolvendo unidades imobiliárias hoteleiras ou frações, com fundamento no artigo 4º da Instrução 400. Conforme verificado junto à área técnica, pelo menos metade dos pedidos envolvia distribuição pública já iniciada anteriormente ao pleito*”.

<sup>10</sup> Processos Administrativos CVM nº RJ2014/1503, RJ2014/6342, RJ2014/5323, RJ2014/6202, RJ2014/9466, RJ2014/10045, RJ2014/10089, RJ2014/10135 e RJ2014/10139.

<sup>11</sup> Na ocasião, defendi em meu voto que o direito de retratação seria aplicável para todas as emissões que não viessem a ser registradas no prazo de 60 (sessenta) dias da nova interpretação ou da correspondente alteração regulamentar que acrescentasse a regra da retratação, de modo a estimular que todas as emissões irregulares viessem a registro, bem como para que todos os adquirentes de uma mesma emissão ficassem submetidos às mesmas regras.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

empreendimento alienadas) a partir da publicação da referida decisão e da edição da Deliberação CVM nº 752, de 15 de abril de 2016.

18. Como já exposto acima e no citado precedente (Caso Oliva), não me parece razoável, considerando as características específicas do segmento imobiliário e o histórico de atuação da CVM no âmbito do mercado “condohoteleiro”, bem como à luz dos valores de segurança jurídica, confiança e boa fé que norteiam a atuação da administração pública, que esta autarquia, ciente da complexidade e da dificuldade na assimilação pelo mercado do conceito aberto de contrato de investimento coletivo (totalmente diverso da concepção clássica de valor mobiliário), venha a entender, sem nenhum temperamento ou ponderação, pela responsabilização dos ofertantes por todas as distribuições públicas de CICs de “condohoteis” realizadas sem registro prévio.

19. A ponderação a ser feita neste caso diz respeito à evolução e consolidação do entendimento acerca da caracterização dos empreendimentos “condohoteleiros” como contratos de investimento coletivo tanto por parte dos integrantes do segmento empresarial imobiliário como pelo mercado em geral e pela própria CVM.

20. Em linha com o posicionamento adotado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10556<sup>12</sup>, a responsabilização em processos sancionadores impõe a demonstração do elemento subjetivo, isto é, a culpa *lato sensu*, que, no presente caso, dadas as suas circunstâncias, confunde-se, em grande medida, com a consolidação e divulgação do entendimento segundo o qual os emissores de CICs de “condohoteis” que ofertam publicamente esta modalidade de valor mobiliário estão sujeitos às normas que dispõem sobre registro e dispensa de registro de ofertas públicas de valores mobiliários.

21. A meu ver, a despeito das circunstâncias específicas do presente caso, que serão analisadas no próximo capítulo, há três marcos que contribuíram consideravelmente para a assimilação pelo mercado da nova sistemática aplicável aos empreendimentos “condohoteleiros”, sendo eles: (i) o Alerta ao Mercado, divulgado em 12/12/2013; (ii) a edição da Deliberação CVM nº 734/15; e (iii) a decisão proferida no Caso Oliva<sup>13</sup>, que

---

<sup>12</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2014/10556, Rel. Dir. Pablo Renteria, julg. em 24.10.2017.

<sup>13</sup> No caso Oliva, afastou-se a obrigatoriedade, em relação ao período pretérito à decisão e ao ajuste da regulação (Deliberação CVM nº 752/16), de oferecimento de “direito de retratação” para todos os investidores que já tivessem adquirido imóveis em “condohoteis”, o que poderia causar justificado receio quanto ao registro das operações em curso, em especial diante do cenário do mercado imobiliário então vigente.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

provocou alterações na Deliberação CVM nº 734/15 por meio da edição da Deliberação CVM nº 752/16.

22. Como já havia me manifestado no julgamento do Caso Oliva (transcrição no item 9), entendo que até a divulgação do Alerta ao Mercado (12/12/2013) não haveria sequer como se cogitar da responsabilização dos ofertantes dos CICs de “condohoteis”.

23. Não obstante a sinalização indicada pela CVM no Alerta ao Mercado, ainda assim, o período entre 12/12/2013 e 17/03/2015, data da edição da Deliberação CVM nº 734/15, envolveria certa **nebulosidade**, haja vista a necessidade de assimilação deste posicionamento pelo mercado<sup>14</sup>, o que foi afetado pelo distanciamento entre os agentes que atuam no segmento imobiliário e a regulamentação e atuação da CVM. Em uma análise genérica, tais elementos poderiam ser considerados para afastar ou mitigar a responsabilização dos ofertantes com relação às distribuições públicas de CICs de “condohoteis” realizadas antes da edição do referido normativo.

24. Por outro lado, com a consolidação do entendimento sobre o tema ao longo do tempo e a partir da edição da Deliberação CVM nº 734/15, restou incontroverso o posicionamento desta autarquia no sentido da caracterização dos contratos de investimento coletivo envolvendo “condohoteis” como valores mobiliários quando ofertados publicamente e, por conseguinte, a sua submissão às normas atinentes ao registro de ofertas públicas junto à CVM.

25. Além disso, conforme já exposto, a Deliberação CVM nº 734/15 definiu o **procedimento** e os **requisitos** para a obtenção da “**dispensa de registro**” da oferta, conferindo, assim, segurança e informações adequadas ao mercado.

26. Outro aspecto de crucial relevância decorre de a Deliberação CVM nº 734/15 ter deixado claro que a oferta pública de CICs de “condohotel” estaria configurada tanto no

---

<sup>14</sup> Anote-se que, após o Alerta ao Mercado, o primeiro deferimento de pedido de dispensa de registro de empreendimentos dessa natureza ocorreu em 30/04/2014 (Arpoador Fashion Hotel), e mesmo assim foi objeto de diversos pedidos de esclarecimentos que perduraram até 22/07/2014 ([http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140722\\_R1/20140722\\_D07.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140722_R1/20140722_D07.html)). Após, as dispensas seguintes apenas foram deferidas em 02/09/2014; 12/08/2014; 29/10/2014 (2 empreendimentos); 25/11/2014 (2 empreendimentos); 03/02/2015; e 10/02/2015. Após esses precedentes, foi editada a Deliberação CVM nº 734/15, estabelecendo as regras para a dispensa de registro pertinente e delegando a competência de análise para a SRE.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

caso da venda de “fração ideal” do condomínio como na hipótese de alienação de “**unidade imobiliária específica**”<sup>15</sup>.

27. Sobre esse aspecto, cabe salientar que o Alerta ao Mercado de 12 de dezembro de 2013 fazia uma referência específica à “*compra e venda de frações ideais de imóveis que correspondem a cotas das sociedades*”, como sendo a estrutura de “condohotel” “mais comum”, o que poderia gerar alguma dúvida aos participantes em relação ao caso da venda de **unidade imobiliária**.

28. Por sua vez, a Deliberação CVM nº 734/15, ao descrever a atividade “condohoteleira”, refere-se a “*contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos hoteleiros envolvendo esforços de venda de unidades imobiliárias autônomas ou partes ideais de condomínios gerais, cuja remuneração seja vinculada à participação nos resultados do empreendimento hoteleiro*” (g.n.), afastando qualquer dúvida quanto à abrangência do entendimento da CVM sobre o tema.

### III. DA ANÁLISE DO CASO CONCRETO

29. Apresentadas essas considerações iniciais, passo à análise das circunstâncias específicas do presente processo.

30. Inicialmente, anote-se que, com exceção do empreendimento “Condomínio Mondial Sorocoba”, os esforços de venda de todos os demais empreendimentos se iniciaram antes do Alerta ao Mercado, por meio de anúncio veiculado no jornal “O Estado de São Paulo”<sup>16</sup> e da divulgação no *website* da Setin, que disponibilizava o acesso a vídeos elaborados com o objetivo de informar o investidor sobre as características gerais do investimento, tal como a forma de investir, a rentabilidade esperada e o papel desempenhado pelos participantes do mercado hoteleiro, entre os quais, a operadora hoteleira.

---

<sup>15</sup> Anote-se que os Empreendimentos da Setin ofertavam unidades imobiliárias, não frações ideais do condomínio sem especificação.

<sup>16</sup> O anúncio veiculado no jornal “O Estado de São Paulo” em 03.04.2014 dispunha nos seguintes termos “*Invista em um imóvel da Setin, uma incorporadora sólida, à frente do seu tempo, com projetos diferenciados e em regiões com ótimo potencial de valorização. A Setin é uma incorporadora com 35 anos de mercado, com mais de 15 mil unidades lançadas, e que tem a Accor, uma das maiores redes hoteleiras do mundo, como um forte parceiro. Por isso, na hora de investir, feche com a Setin. Afinal de contas, além de ser um investimento seguro, a valorização de imóveis ainda tem muito a crescer no Brasil*” (fls. 10-13).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

31. Ao tomar conhecimento dos referidos anúncios, a SRE encaminhou à Setin, em 14/05/2014, o OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 259/2014 (fls. 16-18) (“Ofício nº 259”) dando conhecimento de seu entendimento que, a partir das informações disponibilizadas em seu *website*, o investimento ofertado pelas Incorporadoras **poderia** “*se enquadrar no conceito de valor mobiliário definido no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76*” (fls. 18) e, por conseguinte, a sua distribuição pública **poderia** estar sujeita a registro prévio junto à CVM.

32. Analisando o conteúdo do Ofício nº 259, verifica-se que as considerações apresentadas pela SRE não eram conclusivas quanto à configuração da distribuição pública de valores mobiliários pelas Incorporadoras acusadas, não obstante o anúncio constante do *website* da Setin indicasse a natureza do investimento, como se pode extrair dos títulos indicados na propaganda: “*investimentos em hotéis*”, “*como investir em hotéis*” e “*o mercado de investimento em hotéis*”<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Conforme indica o próprio Ofício nº 259, o *website* ofertava o investimento nos seguintes termos:

“*Invista em um imóvel da Setin, uma incorporadora sólida, à frente do seu tempo, com projetos diferenciados e em regiões com ótimo potencial de valorização. A Setin é uma incorporadora com 35 anos de mercado, com mais de 15 mil unidades lançadas, e que tem a Accor, uma das maiores redes hoteleiras do mundo, como um forte parceiro. Por isso, na hora de investir, feche com a Setin. Afinal de contas, além de ser um investimento seguro, a valorização de imóveis ainda tem muito a crescer no Brasil.*”

Referimo-nos ainda ao website <http://www.setin.com.br/setin-hotéis/opportunidades>, onde se verificava a seguinte oferta de investimento:

#### **“investimento em hotéis**

*A estabilidade econômica e o crescimento do Brasil nos últimos anos, aliado a grandes eventos internacionais que acontecerão nos próximos anos (como Copa do Mundo e Olimpíadas) proporcionarão chances imperdíveis de investimento no setor hoteleiro, que hoje já se encontra operando no limite. Conheça mais sobre as vantagens e as melhores opções que a Setin e Accor oferecem para você.*

#### **Como investir em hotéis**

*Investir em hotéis é tão simples quanto comprar um apartamento ou uma sala comercial. E além da valorização patrimonial, como qualquer imóvel, você ainda terá sua unidade hoteleira constantemente renovada sem custos. A Setin e a Accor se uniram há 15 anos para oferecer as melhores opções do mercado.*

#### **Mercado de investimentos em hotéis**

*Independentemente dos rumos da economia, investir em um imóvel é uma saída muito interessante para quem procura segurança e rentabilidade em longo prazo. Uma tendência que vem se destacando nos últimos anos, e apresentando bons números, é o investimento na compra de quartos de hotéis. Leia mais aqui.*

#### **As vantagens do mercado**

*De acordo com o ministério do turismo, em 2011 o Brasil recebeu mais de 6 milhões de turistas estrangeiros, número que vem aumentando de maneira consistente ano a ano. Com os grandes eventos que vem por aí, a tendência de valorização do mercado hoteleiro já é uma realidade. Conheça os números deste mercado e veja como pode ser interessante investir*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

33. Ao final do Ofício nº 259, a SRE solicitou a manifestação da Setin sobre os fatos e a apresentação de determinados documentos envolvendo o investimento ofertado, o que, s.m.j., daria margem para a “leitura” de que a SRE ainda estava buscando maiores informações acerca da oferta para, então, confirmar ou afastar as suas considerações quanto à existência de oferta irregular de valores mobiliários. Sobre a situação, cumpre transcrever o trecho final do referido ofício:

“Na forma como descrito no website acima citado, o investimento oferecido por V. Sas. pode se enquadrar no conceito de valor mobiliário (...)

Nesse sentido, a oferta de investimento acima pode caracterizar infração ao disposto no artigo 19, da Lei n.º 6.385/76 (...)

Assim, com fundamento no disposto no inciso II do artigo 9º da Lei nº 6.385/76 e no art. 11 da Deliberação CVM nº 538/08, intimamos V.Sa. e a Setin Empreendimentos Imobiliários Ltda. a nos apresentar, no prazo de 2 dias úteis, vincendo em 16.05.2014, manifestação acerca do fato aqui descrito, acompanhada das informações e documentos que julgarem necessários, bem como a atender aos seguintes requisitos:

1. Encaminhar modelo dos contratos utilizados nos empreendimentos hoteleiros ofertados por V.Sa. e pela Setin Empreendimentos Imobiliários Ltda..
2. Confirmar o nome e a qualificação completa (CPF/CNPJ, domicílio, profissão ou atividade) das pessoas física e jurídica ora intimadas.
3. Confirmar o nome e a qualificação completa da(s) pessoa(s) física(s) responsável(is) pela oferta.”  
(g. n.)

34. Em resposta, as Incorporadoras manifestaram entendimento muito próximo àquele sustentado por agentes do mercado imobiliário à época, no sentido de que os empreendimentos hoteleiros ofertados na modalidade “condohotel” não caracterizariam oferta de valores mobiliários e, por conseguinte, não estariam sujeitos à atuação da CVM, tendo em vista a existência de regulamentação específica prevista na Lei de Incorporação Imobiliária.

35. Nesse contexto, não obstante as Incorporadoras terem sido alertadas sobre o entendimento da CVM quanto à possível caracterização dos contratos de investimentos “condohoteleiros” como valores mobiliários, constata-se que o Ofício nº 259 não apresentou conclusão clara da área técnica acerca do enquadramento do investimento ofertado, nem tampouco qualquer comando determinando a suspensão dos esforços públicos de venda das unidades imobiliárias. Além disso, a comunicação seguinte da



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

CVM só veio a ocorrer muito depois (após aproximadamente um ano), já durante a vigência da Deliberação CVM nº 734/15, com o envio do OFÍCIO Nº 359/2015/CVM/SRE (“Ofício nº 359”), em 22/05/2015.

36. Desta forma, dado o contexto de evolução e consolidação do entendimento acerca da caracterização dos empreendimentos “condohoteleiros” ofertados publicamente como contratos de investimento coletivo, bem como as dúvidas que efetivamente existiam no mercado sobre a questão<sup>18</sup>, em especial sobre quais os modelos de empreendimentos “condohoteleiros” que estariam submetidos a registro ou dispensa de registro na CVM (tema abordado nos itens 25-29), entendo que existia, durante o ano de 2014, um cenário de dúvidas e perplexidades que não pode ser desconsiderado em um processo de natureza sancionadora.

37. Não se pode confundir a percepção atual sobre a oferta pública de unidades de empreendimentos “condohoteleiros,” a qual deve ser inequivocamente considerada, com fulcro no art. 2º, IX, da Lei 6.385/76, uma oferta de valores mobiliários, com a percepção que então existia na época (anos de 2013 e 2014), quando o mercado estava começando a assimilar esse conceito quanto aos empreendimentos vinculados ao setor imobiliário.

38. O que é obvio hoje não o era nessa época. Ademais, mesmo quando se tinha a percepção da possibilidade dessa nova classificação, permanecia dúvida sobre quais modelos de empreendimento estariam enquadrados no conceito de contrato de investimento coletivo<sup>19</sup>.

39. Ressalve-se, no entanto, para evitar interpretações distorcidas sobre o conteúdo do presente voto, que as ponderações e mitigações da perspectiva punitiva que aqui se faz não decorrem apenas do fato de o Ofício nº 259 não ter sido claro sobre a existência de oferta irregular, mas sim em virtude do conjunto de circunstâncias presente durante o denominado “período nebuloso”, quando efetivamente existiam, por parte do mercado em geral, dúvidas razoáveis sobre a questão em tela.

40. Em quadro diverso, que não envolvesse o contexto de excepcionalidade descrito no capítulo II, a eventual circunstância de o ofício da área técnica não ser claro sobre a irregularidade em nada (ou muito pouco) afetaria a atividade sancionadora, uma vez

---

<sup>18</sup> Não por acaso os primeiros atos de *enforcement* sobre o tema ocorreram mais de 10 anos após a alteração legislativa que promoveu a inovação.

<sup>19</sup> Pelas razões indicadas no itens 25/27.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

que, em situações ordinárias, o agente teria a obrigação de atuar conforme as regras estabelecidas.

41. Voltando ao caso em análise, cumpre avaliar a existência de uma situação específica que pode ser relevante para as conclusões do voto.

42. Trata-se do fato de o Grupo Setin, em 10/09/2014, cerca de 4 (quatro) meses após o recebimento do Ofício nº 259, por meio de uma de suas sociedades de propósito específico, ter protocolado pedido de dispensa de registro junto à CVM, referente ao empreendimento Condomínio Hotel Tatuapé, o qual foi apreciado e deferido pelo Colegiado em reunião de 03/02/2015<sup>20</sup>.

43. Nos termos declarados pelas próprias acusadas, *“antes mesmo da edição da DCVM 734, o ‘grupo’ Setin já havia apresentado pedido de dispensa de registro de oferta pública para os empreendimentos que iria lançar (Condomínio Hotel Tatuapé e Condomínio Mondial Granja Vianna), não necessariamente por admitir que os empreendimentos seriam valores mobiliários, mas por ter observado o movimento do mercado neste sentido e buscar agir conservadoramente”* (g.n.) (fls. 32 – Doc. 0243935).

44. Ainda que, conforme argumentação de Defesa, tal pedido de dispensa de registro não possa ser interpretado como uma adesão ao entendimento de que os investimentos em “condohoteis” se enquadrariam no conceito de valor mobiliário, ele revela, no mínimo, um comportamento contraditório por parte da Setin, visto que não haveria razões substanciais para se ter adotado postura conservadora com relação a um dos empreendimentos do grupo e posição diversa em relação aos demais, cujas ofertas já estavam em curso.

45. Deste modo, muito embora reconheça que o período entre a divulgação do Alerta ao Mercado e a edição da Deliberação CVM nº 734/15 envolveria certa nebulosidade, entendo que as circunstâncias específicas do presente caso, em especial o recebimento do ofício 259 (apesar de todas as limitações indicadas nos itens 32/39) e o consequente protocolo de pedido de dispensa referente a outro empreendimento hoteleiro do grupo Setin, demonstram que as Incorporadoras já estavam refletindo sobre a questão em um nível que deveria conduzir à submissão de pedido de dispensa de registro na CVM, ainda que sob a justificativa da adoção de postura “conservadora”.

---

<sup>20</sup> Processo Administrativo CVM nº RJ2014/10089, Rel. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, julg. em 03.02.2015.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

46. Vale ressaltar que, não obstante ainda existisse à época divergência quanto ao enquadramento de determinadas estruturas jurídicas de “condohoteis” no conceito de valores mobiliários (tema tratado nos itens 25/29), o empreendimento hoteleiro objeto do primeiro pedido de dispensa do grupo Setin apresentava estrutura muito similar à dos Empreendimentos analisados no presente processo, circunstância que apenas reforça a conclusão de que seria inconsistente a adoção de postura distinta quanto à necessidade de registro das ofertas públicas envolvendo os Empreendimentos do Grupo Setin.

47. Observe-se que, mesmo após a data do protocolo do pedido de dispensa de registro (10/09/2014), os Empreendimentos continuaram sendo ofertados publicamente, inclusive posteriormente à edição da Deliberação CVM nº 734/15, conforme se verifica da tabela a seguir<sup>21</sup>:

EMPREENDIMENTO	ALIENADAS ANTES DO ALERTA (DEZ/2013)	ALIENADAS ENTRE O ALERTA E O OFÍCIO Nº 259 (14/5/2014)	ALIENADAS ENTRE O OFÍCIO Nº 259 E A DCVM Nº 734 (17/3/2015)	ALIENADAS ENTRE A DCVM Nº 734 E O OFÍCIO Nº 359 (22/5/2015)	ALIENADAS APÓS O OFÍCIO Nº 359
Condomínio Midtown Campinas	252	3	15	1	0
Condomínio Mondial Sorocaba	0	141	34	2	0
Condomínio Setin Midtown	43	1	2	0	0
Condomínio Mondial Osasco	248	11	1	1	0
Condomínio Mondial São Bernardo do Campo	375	25	20	3	0
Condomínio Mondial Jundiaí	272	1	6	3	0
Condomínio Alpha Stay	142	0	1	0	0

48. Quanto à argumentação das acusadas de que as vendas das unidades dos “condohoteis” não se confundiriam com oferta pública, entendo que esse argumento de defesa não merece prosperar.

<sup>21</sup> No que diz respeito à divergência apontada pela Setin entre as informações constantes do termo de acusação e os dados disponibilizados à CVM pelas Incorporadoras, dou razão à argumentação das acusadas no sentido de que determinados dados teriam sido computados em duplicidade, motivo pelo qual considerarei, no presente voto, para fins de verificação da quantidade de unidades alienadas em cada período, as informações disponibilizadas pela Setin em suas razões de defesa.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

49. Em que pese seja possível a alienação privada de unidades autônomas de “condohotéis”, o que, por si só, não representaria violação à regulamentação da CVM, constatou-se, no presente caso, que os esforços públicos de venda, conduzidos a partir da divulgação dos Empreendimentos no *website* da Setin, teriam perdurado, pelo menos, até o envio do Ofício nº 359, em 22/05/2015.

50. Conforme informado no Ofício nº 359, a Setin “v[inha] oferecendo, por meio do *website* <http://www.setin.com.br/setin-hotéis>, oportunidades de investimento em 10 (dez) empreendimentos hoteleiros, dos quais apenas um foi objeto de dispensa de registro na CVM, o que caracteriza oferta pública irregular de valores mobiliários relacionados a 9 (nove) empreendimentos” (fls. 518 do Processo Administrativo RJ2014/1085)<sup>22</sup>.

51. Assim, afigura-se incontroversa a divulgação realizada por meio do *website* da Setin, que foi, inclusive, reconhecida pelas Incorporadoras em suas razões de defesa, sob a justificativa de que “em decorrência de alguns hotéis fazerem parte de um produto imobiliário mais amplo, a sua publicidade (para afastar eventual propaganda enganosa) acabou sendo mantida no *website*, mesmo após o ‘grupo’ Setin haver decidido suspender os esforços ativos de venda e o marketing dessas unidades hoteleiras” (fls. 29 – Doc. 0243935). Da mesma forma, reconheceu-se que a informação acerca da parceria entre a Setin e a Accor para o “desenvolvimento e operacionalização dos *condo-hotéis*” teria sido **mantida** no *website* da Setin com o objetivo de informar os clientes das Incorporadoras.

52. Superado esse ponto, cumpre analisar a argumentação da Defesa de que, não obstante a referida Deliberação CVM nº 734/15 possa ser considerada uma orientação ao mercado sobre a natureza dos investimentos envolvendo “condohotéis” e quanto à necessidade de registro de ofertas públicas destes contratos de investimento coletivo, não estaria claro o posicionamento da CVM com relação às unidades autônomas “residuais” de empreendimentos já lançados. Neste cenário, a Setin teria entendido que a exigência de dispensa de registro prevista na Deliberação CVM nº 734/2015 só se aplicaria aos empreendimentos novos, a serem lançados a partir de sua edição.

---

<sup>22</sup> Apurou-se, ainda, que teriam sido encaminhados materiais irregulares a potenciais clientes por meio de contas de e-mail e *website* com a denominação “Invista no Hotel”, cuja autoria, no entanto, foi contestada pelas Incorporadoras, que afirmaram se tratar de atuação independente de corretores, pelos quais não poderiam responder. Em suas razões de defesa (fls. 30-31 – Doc. 0243935), as Incorporadoras elencaram as medidas que teriam sido adotadas para sanar as irregularidades praticadas pelos corretores, dentre as quais destacaram, a notificação dos corretores R.C., E.C.A. e R.M.S., a comunicação do Conselho Regional de Corretores de Imóveis – 2ª Região e a notificação do “YouTube” acerca dos vídeos postados.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

53. Não merece prosperar essa argumentação. A redação do referido normativo é bastante clara ao estabelecer a obrigação de registro ou dispensa de registro para *“ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos hoteleiros envolvendo esforços de venda de unidades imobiliárias autônomas ou partes ideais de condomínios gerais, cuja remuneração seja vinculada à participação nos resultados do empreendimento hoteleiro”*.

54. Conclui-se, portanto, que qualquer esforço público de venda de CICs de “condohoteis” estaria sujeito às disposições da Deliberação CVM nº 734/2015, não importando, para tanto, se as unidades ofertadas diziam respeito a empreendimentos cujo lançamento foi ou não posterior à edição da referida deliberação<sup>23</sup>.

55. Por estas razões, concluo não haver fundamento apto a justificar a interpretação restritiva indicada pela Defesa, motivo pelo qual entendo que as ofertas de alienação de unidades autônomas, neste período, foram realizadas com clara violação ao art. 19 da Lei 6.385/76 e aos arts. 2º e 4º da Instrução CVM nº 400/03<sup>24</sup>, e sem observância das regras da Deliberação CVM nº 734/15.

56. Por fim, no que diz respeito à alegação das Incorporadoras de que estaríamos diante de hipótese clara de “erro de proibição”, cumpre esclarecer que a incerteza e a dificuldade de assimilação quanto à nova sistemática aplicável aos investimentos em “condohoteis”, que se reconheceu existir no período entre o Alerta ao Mercado e a edição da Deliberação CVM nº 734/15, não teria, no caso, o caráter da inevitabilidade que seria necessário para configuração dessa excepcional excludente oriunda do direito penal.

---

<sup>23</sup> Outro elemento que me leva a crer que não havia dúvida quanto ao entendimento da CVM acerca da aplicabilidade desse normativo às unidades autônomas residuais de empreendimentos já lançados decorre do fato de que, mesmo antes da edição da Deliberação CVM nº 734/2015, esta autarquia já havia recebido pedidos de dispensa de registro envolvendo ofertas públicas já iniciadas, conforme ressaltado anteriormente.

<sup>24</sup> Após o envio do Ofício nº 359, que determinou a suspensão da oferta de valores mobiliários relacionadas, entre outros, aos empreendimentos Mondial Sorocaba, Mondial Osasco, Mondial São Bernardo do Campo e Mondial Jundiaí, a irregularidade das referidas ofertas teria sido sanada mediante a apresentação dos respectivos pedidos de dispensa de registro, tendo a última dispensa sido concedida em 19/12/2016, referente ao Condomínio Setim Midtown.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### IV. DOSIMETRIA DA PENA

57. No que diz respeito à dosimetria da penalidade a ser aplicada às Incorporadoras, em vista da evolução e consolidação do entendimento acerca do tema, entendo que devem ser considerados três períodos distintos: (i) antes do Alerta ao Mercado de dezembro de 2013; (ii) entre o Alerta ao Mercado e a Deliberação CVM nº 734/15 (por mim denominado “período nebuloso”); e (iii) o período posterior à edição da Deliberação CVM nº 734/15.

58. Antes do Alerta ao Mercado de 12/12/2013, pelas razões já expostas no capítulo II do presente voto, entendo que não haveria substância para qualquer punição.

59. Com relação ao segundo período, identifico diversas circunstâncias genéricas que podem ser consideradas atenuantes, como, por exemplo, o tempo de assimilação, após o Alerta ao Mercado de dezembro de 2013, do novo sistema por agentes que não acompanhavam ordinariamente as informações relativas ao mercado de capitais (CVM), as dúvidas que permaneciam no mercado, em especial sobre as modelagens de empreendimentos que estariam submetidos a registro na CVM, e qual o procedimento a ser adotado por essa nova categoria de emissores (aplicação integral ou não da ICVM 400).

60. Por outro lado, eventuais agravantes específicos de cada caso podem também afetar a aplicação da pena e a sua dosimetria.

61. No caso, não se pode desconsiderar, como agravante específico para o Grupo Setin, que uma das suas sociedades requereu à CVM, em 10/09/2014, dispensa de registro de empreendimento condohoteleiro, o que evidenciou que o grupo empresarial já estava estudando com maior profundidade a questão, o que impunha, pelo menos a partir de 10/09/2014, a adoção da mesma postura em relação a todos os seus empreendimentos “condohoteleiros” que estavam em curso.

62. Apesar de essa circunstância específica do caso justificar a punição durante o “período nebuloso”, deve-se considerar, na dosimetria da pena, todas as circunstâncias indicadas no item 59 e no capítulo II do presente voto<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Além disso, cabe acrescentar que, com exceção do Empreendimento Condomínio Mondial Sorocaba, a maior parte das unidades autônomas ofertadas foram alienadas em momento anterior à divulgação do Alerta ao Mercado



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

63. Quanto ao período posterior à edição da Deliberação CVM nº 734/15, conforme destacado anteriormente, entendo que teria sido afastada qualquer dúvida que ainda pudesse existir a respeito do posicionamento da CVM sobre o tema, bem como sobre o **procedimento** a ser adotado pelos ofertantes quanto ao pedido de dispensa de registro, motivo pelo qual não haveria espaço, a partir desse momento, para a adoção de qualquer interpretação distinta daquela manifestada pelo órgão regulador no que diz respeito à necessidade de solicitação prévia de registro ou de dispensa de registro da distribuição pública de CICs de “condohoteis”.

64. Será considerado, contudo, na dosimetria da pena, a circunstância de que as alienações de unidades cessaram cerca de 2 (dois) meses após a edição da Deliberação CVM nº 734/15 (curto espaço de tempo), e que não foi realizada **nenhuma** venda sem prévia dispensa de registro após o recebimento do Ofício nº 359, de 22 de maio de 2015<sup>26</sup>.

65. Considero importante registrar, para esclarecimento ao mercado, que caso as vendas tivessem se prolongado por bastante tempo após a Deliberação CVM nº 734/15, ou persistindo depois do Ofício nº 359, as multas certamente seriam fixadas em valores substancialmente superiores, uma vez que a reprovabilidade da conduta seria bem mais robusta.

66. Além disso, na hipótese de uma emissão dessa natureza ter corrido sem registro ou dispensa de registro em relação a empreendimento lançado após a vigência da Deliberação CVM nº 734/15, entendo que a multa eventualmente aplicável deveria ser proporcional ao valor total da oferta (soma de todas as unidades ofertadas), com fulcro no § 1º, II, do art. 11 da Lei 6.385/76.

67. Esclareço, por fim, que, quanto ao critério para definição das multas, optei por fixá-las em valor proporcional ao número de unidades vendidas após a Deliberação CVM nº 734/15, uma vez que, considerando as características bastante peculiares<sup>27</sup> das

---

<sup>26</sup> Caso as vendas tivessem se prolongado por bastante tempo após a Deliberação CVM 734/15, ou persistindo depois do ofício 359, as multas certamente seriam mais substanciais.

<sup>27</sup> Podemos citar, a título de ilustração, as seguintes peculiaridades que diferenciam a oferta em questão daquelas relativas a valores mobiliários tradicionais (v.g., ações e debêntures) e que, portanto, justificariam a adoção de critério distinto de fixação de multa: a) o preço de cada unidade é objeto de negociação específica para cada operação de venda; b) a venda (oferta) das unidades normalmente se prolonga muito no tempo, sendo certo que o grau de culpabilidade aumenta conforme o tempo de manutenção da oferta após a Deliberação CVM nº 734/15 e, especialmente, diante de determinação específica da CVM para cessar a oferta; c) havia, no caso, um período nebuloso que, a meu ver, não justificaria a multa pelo período completo da oferta; e d) em consequência do exposto no item anterior,



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

ofertas de contratos de investimento coletivo em “condohotel” que estavam em curso quando da edição da Deliberação CVM nº 734/15, não entendo adequada a definição de um valor fixo pela oferta (como normalmente ocorre nas emissões irregulares dos valores mobiliários tradicionais), uma vez que esse entendimento equipararia um empreendedor que alienou poucas unidades residuais<sup>28</sup> logo após a vigência da Deliberação CVM nº 734/15 com outro que vendeu centenas de unidades durante longo período de tempo, o que não me parece correto.

### V. CONCLUSÃO

68. Do exposto, com fulcro no art. 11 da Lei nº 6.385/76, quanto à acusação de realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I do § 5º do art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03, concluo nos seguintes termos:

- (i) com relação aos Empreendimentos que tiveram unidades alienadas mesmo após a edição da Deliberação CVM nº 734/2015, voto pela condenação de: (1) SEI Novo Negócio 1 Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais)**, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a alienação de apenas uma unidade autônoma do Condomínio Midtown Campinas no período em questão; (2) SEI Sorocaba Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 80.000,00 (oitenta mil reais)**, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a alienação de duas unidades autônomas do Condomínio Mondial Sorocaba no período em questão; (3) SEI Osasco Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 40.000,00 (quarenta mil reais)**, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a alienação de apenas uma unidade autônoma do Condomínio Mondial Osasco no período em questão; (4) SEI S.B.C. Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais)**, tendo sido considerado, na

---

seria extremamente complicado (e provavelmente inadequado) fixar a multa sobre o valor da oferta quando existirem apenas unidades residuais a serem alienadas quando da vigência da Deliberação CVM nº 734/15.

<sup>28</sup> Não se pode desconsiderar a natureza e processo de venda das unidades imobiliárias do empreendimento condohoteleiro, que possuem características bastante diversas das presentes nas emissões de valores mobiliários tradicionais, uma vez que a venda de unidades envolve uma negociação individualizada que se prolonga no tempo e, muitas vezes, envolve contratos preliminares.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

dosimetria da pena, a alienação de três unidades autônomas do Condomínio Mondial São Bernardo do Campo no período em questão; e (5) SEI Jundiá Empreendimento Imobiliário SPE Ltda. **à penalidade de multa pecuniária no valor de R\$ 120.000,00 (cento e vinte mil reais)**, tendo sido considerado, na dosimetria da pena, a alienação de três unidades autônomas do Condomínio Mondial Jundiá; e

- (ii) com relação aos Empreendimentos que tiveram unidades alienadas tão somente no período entre a divulgação do Alerta ao Mercado, em 12.12.2013, e a edição da Deliberação CVM nº 734/15, voto pela condenação de (6) SEI Olga Empreendimento Imobiliário SPE Ltda.; e (7) Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda. **à penalidade de advertência**, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro ou dispensa de registro junto à CVM.

69. Ressalte-se que, com relação ao período anterior à divulgação do Alerta ao Mercado de 12 de dezembro de 2013, não foi aplicada qualquer penalidade às Incorporadoras, visto que, a meu ver, até a data da primeira manifestação da CVM sobre o tema, não se justificaria a punição, pelas razões expostas no capítulo II do presente voto.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de abril de 2018.

Gustavo Borba  
**Diretor-Relator**