



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº SEI 19957.010212/2017-81 (RJ 2017/4779)

Reg. Col. nº 1084/18

Acusados:

SPE Cachoeiro Residence Hotel Ltda.

Itaparica Business Center Empreendimentos Imobiliários Ltda.

SPE Campos Residence Hotel Ltda.

Orgbristol – Organizações Bristol Ltda.

Allia Hotels S.A.

Rubia Karla dos Reis Zanelato

José Adalto Silva

André Monegaglia

Luiz Antônio Fantin

Assunto:

Apurar a responsabilidade de operadoras e incorporadoras hoteleiras, bem como de seus administradores, por realização de oferta pública irregular de contratos de investimento coletivo hoteleiros sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/2003, e sem a dispensa prevista no inciso I do §5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003.

Relator:

Presidente Marcelo Barbosa



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

Voto

I. Objeto

1. O objeto deste PAS¹ é apreciar a responsabilidade de três incorporadoras, duas operadoras hoteleiras e de seus respectivos administradores pela oferta irregular de CICs relacionados aos Empreendimentos².

II. Materialidade da infração

2. Entendo serem suficientes os elementos reunidos pela Acusação para demonstrar a materialidade da irregularidade apurada neste PAS. Os CICs enquadram-se no conceito de valor mobiliário previsto pelo inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, uma vez que oferecem oportunidade de investimento indistintamente ao público em geral e geram direito de remuneração resultante dos esforços empreendidos por terceiros, notadamente as Operadoras Hoteleiras. A oferta dos CICs ao público foi feita por meio de *websites*³ e noticiada em reportagem do jornal online “Folha Vitória”⁴, os quais continham as características gerais do investimento oferecido, a forma de investir e a promessa de rendimentos aos investidores.

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório.

² SPE Cachoeiro, Itaparica e SPE Campos são as incorporadoras, respectivamente, dos empreendimentos Bristol Easy Hotel – Cachoeiro, Bristol Easy Hotel – Praia de Itaparica e All In Campos. Allia, por sua vez, é a operadora do empreendimento All Inn Campos, enquanto Orgbristol é a operadora dos empreendimentos Bristol Easy Hotel – Praia de Itaparica e Bristol Easy Hotel – Cachoeiro.

³ Constam dos autos cópias da página da internet “www.kempengenharia.com.br” que anunciava o investimento nos Empreendimentos nos seguintes termos: “Agora é a hora certa para você investir aqui. E o melhor, o All Inn Campos é da rede Allia, que tem as menores taxas de administração do mercado. E taxa baixa significa maior lucro pra você que será sócio desse grande empreendimento” (fl. 2); “Seja dono do seu próprio hotel. (...) Investir no Bristol Easy Hotel – Praia de Itaparica é ter facilidade e rentabilidade no cenário ideal” (fl. 3); “Chegou o melhor investimento de Cachoeiro. Seja dono do seu próprio hotel. (...) Invista em um dos setores que mais cresce no país: Hotelaria. Investimento no setor hoteleiro se torna uma excelente opção e a demanda por vagas deve crescer ainda mais.” (fl. 5).

⁴ A SRE identificou reportagem divulgada por meio de portal online “Folha Vitória” sobre investimentos em condo-hotéis que fazia referência expressa ao investimento no empreendimento Bristol Easy Hotel – Cachoeiro: “Investir em imóveis tem se tornado uma ação cada vez mais comum para quem deseja garantir uma renda extra, principalmente no caso de jovens solteiros que desejam fazer investimentos com um retorno seguro. Com esse cenário as empresas do setor imobiliário têm apostado em imóveis com perfil atraente para investidores, e isso inclui a construção de condo-hotéis. Quem investe nesse segmento, além de uma renda segura, não tem preocupação com gastos, como custos gerados por renda extra, principalmente no caso de jovens solteiros que desejam fazer investimentos com um retorno seguro. (...) No Sul do Estado, a sugestão é o Bristol Cachoeiro (...)” (fls.8-10).



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

3. A defesa⁵ alegou que não existiriam contratos de investimento coletivo, mas sim “*um condomínio, no qual foram vendidas unidades habitacionais, através de contrato de compra e venda, regido pela Lei nº 4591/64*” que conferiam a faculdade aos compradores de “*residir, vender, alugar ou participar de um Pool de Locações*”.

4. Sobre esse ponto, reconheço que existem cláusulas do Contrato de Compra e Venda – Itaparica⁶ e do Contrato de Compra e Venda – Cachoeiro⁷ que indicam que a destinação da unidade autônoma à unidade hoteleira adquirida se trata de uma faculdade do investidor. Por outro lado, assim como a SRE, identifiquei previsões no sentido contrário nos Contratos de SCP que também formalizam os investimentos, a saber: item “b” do preâmbulo⁸ e as cláusulas 1.3.⁹, 1.4.¹⁰, 2.3.1.¹¹, 5.1.a)¹² e 14.1¹³.

5. A alegada faculdade de aderir ao *pool* hoteleiro tampouco é refletida nos anúncios sobre as ofertas de investimento, que são inequívocos ao oferecer investimento em empreendimentos hoteleiros, não fazendo qualquer menção à possibilidade de dar às unidades outras finalidades.

⁵ Embora as defesas de alguns dos acusados sejam intempestivas (o prazo para apresentação das defesas de José Adalto Silva e Luiz Antonio Fantin expirou, respectivamente, em 03.03.2018 e 02.06.2018, mas foram protocoladas apenas em 13.06.2018), analisarei os argumentos apresentados em apreço ao contraditório, ampla defesa e ao formalismo moderado que norteia os processos administrativos sancionadores.

⁶ Como, por exemplo, as cláusulas IV.2, V.1 e V.2 (fls. 39/40).

⁷ Como, por exemplo, as cláusulas 3.2 e 5.2 (fls. 53 e 55).

⁸ Define os “*Sócios Ocultos*” – investidores – como “*proprietários ou titulares das unidades autônomas (apartamentos) componentes do CONDOMÍNIO*”.

⁹ “*1.3. O CONDOMÍNIO autoriza a formação de um grupo composto por 100% (cem por cento) dos proprietários de apartamentos (POOL DE LOCAÇÃO), para exploração comercial conjunta e solidária de atividade hoteleira, desde que sob uma administração única, onde receitas, despesas e resultados são comuns a todos os participantes.*”.

¹⁰ “*1.4. (...) todos os condôminos se comprometem, em caráter irrevogável, a integrar o “POOL” hoteleiro, nominado CONDOHOTEL, durante o prazo de sua existência ou em menor prazo, por deliberação unânime dos condôminos existentes em assembleia geral especificamente convocada, alterando o prazo de duração ou a destinação de CONDO-HOTEL, cuja finalidade é explorar a atividade hoteleira, conjuntamente pela totalidade dos condôminos, a partir da inauguração.*”.

¹¹ “*2.3.1 A SOCIEDADE (SCP) tem por finalidade formalizar o CONDO-HOTEL (POOL) supra referido, cujo objeto é promover locações temporárias dos imóveis dos PARTICIPANTES (...)*”.

¹² Estabelece que é obrigação dos investidores “[d]ar em locação à SOCIEDADE, nos termos previstos neste instrumento, como condição essencial para adesão à mesma e para esta poder realizar o objetivo social, a unidade autônoma da qual seja proprietário e/ou titular dos direitos de compra”.

¹³ “*14.1 Ao PARTICIPANTE cabe o direito de alienar a qualquer título sua UNIDADE AUTÔNOMA, sub-rogando-se o novo titular da propriedade imobiliária nos direitos, ações e obrigações a ela relativos, principalmente de mantê-la no CONDO-HOTEL, enquanto este existir (...)*”.



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

6. Concordo, portanto, com a tese acusatória de que conferir ao adquirente o direito de optar por aderir ao *pool* hoteleiro não é suficiente para descaracterizar os CICs em questão como valor mobiliário. Assim sendo, não há dúvida quanto a que, diante da ausência de registro ou pedido de dispensa de registro, houve irregularidade nas ofertas dos CICs relativos aos Empreendimentos.

7. Demonstrada a materialidade da infração, examinarei a responsabilidade dos acusados em função da individualização de suas condutas conforme proposto pela SRE no termo de acusação¹⁴.

III. Análise da responsabilidade das Operadoras Hoteleiras e de seus administradores

8. A Acusação imputou responsabilidade à Orgbristol e à Allia por considerá-las, na qualidade de operadoras hoteleiras dos Empreendimentos, ofertantes dos CICs em conjunto com as Incorporadoras. Igualmente, a acusação se dirige aos administradores que representaram as Operadoras Hoteleiras nos instrumentos que formalizaram os investimentos nos Empreendimentos.

9. Início a análise a partir da conduta das Operadoras Hoteleiras porque, desde a decisão proferida em 28.08.2018 no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2017/2225, o Colegiado construiu o entendimento, reiterado em decisões posteriores¹⁵, de que as atividades ordinariamente desempenhadas pelas operadoras hoteleiras em ofertas públicas de contratos de investimento coletivo relacionados a empreendimentos hoteleiros não correspondem a verdadeiros atos de distribuição, nos termos da regulamentação aplicável¹⁶.

10. Assim, embora tenha reconhecida a centralidade do papel das operadoras no contexto dessas ofertas, já que são as responsáveis pela administração do negócio quando em funcionamento e, sobretudo, pelas atividades tendentes a gerar os rendimentos a que farão jus os investidores, o Colegiado concluiu ser inadequado condenar operadoras hoteleiras por ofertas de distribuição de valores mobiliários realizadas de forma irregular nas quais tenham se limitado a exercer as atribuições que lhe são próprias e que são alheias aos esforços de oferta.

¹⁴ Conforme parágrafos 53 a 93 do termo de acusação.

¹⁵ Conforme PAS CVM nº RJ2018/324, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez e PAS CVM nº RJ2017/4412, Dir. Rel. Pablo Renteria, ambos julgados em 30.10.2018.

¹⁶ Art. 19, §1º da Lei nº 6.385/76 e art. 3º da Instrução CVM nº 400/03.



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

11. Esse posicionamento, aliás, é coerente com postura que já vinha sendo adotada pelo Colegiado ao menos desde 2017, quando se decidiu que as operadoras hoteleiras não deveriam ser incluídas nas *stop orders* relativas a ofertas irregulares, salvo se existissem indícios suficientes de sua efetiva participação nos esforços da oferta irregular¹⁷.

12. Deve-se esclarecer, porém, em linha com o exposto pelo Diretor Gustavo Gonzalez no voto que proferiu no PAS CVM nº RJ2017/2225 antes referido, que manifestações anteriores da CVM atribuíram às operadoras hoteleiras o *status* de coofertante¹⁸ e estas vinham sendo incluídas pela área técnica no rol de acusados em processos sancionadores, como, aliás, ocorre neste PAS. Esta postura, contudo, buscou atender a demanda dos próprios operadores hoteleiros¹⁹, que pretendiam um papel que lhes conferisse legitimidade para interferir no processo de elaboração dos documentos da oferta.

13. Entretanto, ao longo da análise empreendida para regular a realização de ofertas de distribuição de CICs hoteleiros, e considerando a experiência acumulada nos últimos anos nas rotinas de supervisão da CVM sobre essa modalidade de oferta, esse entendimento acabou sendo superado. Como consequência, a Instrução CVM nº 602/18, fruto de detida reflexão por parte desta CVM e de discussão pública, estabeleceu um regime que impõe à operadora os deveres de colaborar no processo de elaboração dos documentos da oferta²⁰ e prestar contas durante a operação do empreendimento²¹ sem, contudo, lhe atribuir as responsabilidades que, em regra, cabem apenas àqueles que efetivamente atuam na distribuição pública dos valores mobiliários. Portanto, a edição da citada norma representa um marco importante, e traz maior clareza quanto aos papéis dos diversos agentes envolvidos no desenvolvimento de projeto de condo-hotel financiado por meio de oferta pública de CICs.

¹⁷ Conforme Processos CVM nº SEI 19957.006895/2017-71 e nº SEI 19957.009101/2017-21, analisados respectivamente em 29.08.2017 e 19.09.2017.

¹⁸ Como, por exemplo, o item I, “a” da Deliberação CVM nº 734/2015, que regulava as ofertas de condo-hotel até a edição da Instrução CVM nº 602/2018: “*Para fins desta Deliberação, consideram-se: a) ofertantes: a sociedade administradora do empreendimento hoteleiro em conjunto com a sociedade incorporadora ou, na falta desta, a sociedade responsável pela oferta das partes ideais do condomínio geral; (...)*”.

¹⁹ Os operadores envolvidos nos casos em referência.

²⁰ Conforme o art. 6º, VI e Anexo 6-VI, que exigem que a operadora revise o Prospecto e o Estudo de Viabilidade Econômica e Financeira e declare que as informações fornecidas nesses documentos, especificamente relacionadas ao empreendimento hoteleiro e aos riscos a ele associados, são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.

²¹ Conforme o art. 31, que exige que a operadora, durante a operação do empreendimento, elabore e disponibilize ao público demonstrações financeiras trimestrais e anuais do empreendimento hoteleiro.



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

14. Não há indícios, neste caso, de que as Operadoras Hoteleiras tenham tomado parte nos esforços de venda dos CICs relativos aos Empreendimentos. Ao contrário disso, os contratos que formalizam os investimentos evidenciam que as atividades por elas desempenhadas não estavam associadas à distribuição dos CICs hoteleiros²², relacionando-se exclusivamente às funções de administração e operação hoteleira.

15. Note-se, ainda, que, em nenhum dos documentos reunidos nos autos, as Operadoras Hoteleiras figuram como proprietárias dos imóveis vinculados aos Empreendimentos ou como vendedoras das unidades autônomas. Tampouco há contraindícios que infirmem as alegações trazidas pela defesa da Allia e Orgbristol no sentido de que não tiveram qualquer envolvimento na venda das unidades autônomas relacionadas aos Empreendimentos.

16. Por não ter identificado qualquer ato de distribuição dos CICs hoteleiros por parte das Operadoras Hoteleiras, e diante do posicionamento prevalecente neste Colegiado, que reflete a recente regulamentação sobre o tema (Instrução CVM nº 602/18), não vejo como responsabilizá-las, tampouco a seus administradores, por condução de oferta pública irregular dos CICs relativos aos Empreendimentos.

IV. Análise da responsabilidade das Incorporadoras e de seus administradores

17. Inicialmente, indefiro o pedido de produção de provas formulado pela defesa dos acusados²³. Trata-se de pedido genérico que, consoante jurisprudência pacífica desta CVM²⁴, não merece ser acolhido.

²² Os Contratos de Compra e Venda fazem referência às Operadoras Hoteleiras para estabelecer que serão responsáveis pela exploração dos Empreendimentos, sem prever qualquer ingerência da Orgbristol ou da Allia na distribuição de contratos de investimento. Confira-se, nesse sentido, a cláusula XII.3 do Contrato de Compra e Venda – Itaparica (fls. 46/47), as cláusulas 3.3 e 17.3 do Contrato de Compra e Venda – Cachoeiro (fls. 53 e 64) e as cláusulas 19.5, 19.6 e 20.3 do Contrato de Compra e Venda – Campos (fls. 30/31). Além disso, os contratos de administração referentes aos empreendimentos Bristol Easy Hotel – Praia de Itaparica e Bristol Easy Hotel – Cachoeiro (fls. 236-245 e 246-255, respectivamente), que estabelecem os serviços a serem prestados pela Orgbristol no âmbito desses empreendimentos, definindo seus deveres e atribuições, não contêm nenhuma previsão de ingerência da operadora na distribuição dos contratos de investimento. Isso evidencia que as atividades a serem desempenhadas pela Orgbristol dizem respeito à execução da administração dos empreendimentos, sendo iniciadas, inclusive, somente depois da instalação do condomínio, conforme item 4 do preâmbulo de ambos os contratos. Da mesma forma, o Contrato de Locação – Campos é claro na definição das atribuições da Allia como operadora hoteleira, estabelecendo que foi “*contratada para administrar*” o empreendimento (fl. 178) e que “*realizará a exploração sublocatícia (...) da unidade autônoma ora recebida em locação*” (fl. 179).

²³ A defesa protestou a “*produção de todas as provas cabíveis em direito*” (doc. SEI nº 0537277).

²⁴ Conforme PAS CVM nº RJ 2014/13977, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 03.04.2018 e PAS CVM nº RJ 2015/2666, Dir. Rel. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. em 13.09.2016.



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

18. Adentrando no mérito das condutas ora apreciadas, a SRE propôs a responsabilização das Incorporadoras por figurarem como “*Promitente Vendedora*” nos Contratos de Compra e Venda vinculados a cada um dos Empreendimentos (fls. 33, 38 e 66).

19. Não há dúvidas sobre a realização de atos de distribuição pública dos CICs pelas Incorporadoras. Afora o elemento trazido pela Acusação, há que se considerar que, nas correspondências trocadas com a SRE, SPE Cachoeiro, Itaparica e SPE Campos afirmaram que comercializam “*propriedade imobiliária de unidades autônomas em empreendimentos*” (fls. 16, 36 e 50). As Incorporadoras constam, ainda, dos memoriais de incorporação correspondentes a cada um dos Empreendimentos na qualidade de proprietárias dos imóveis e responsáveis por promover a incorporação dos Empreendimentos (fls. 73, 79 e 83).

20. Com relação às pessoas físicas, Rubia Karla era a administradora das Incorporadoras (fls. 115-117) e as representou na celebração do Contrato de Compra e Venda – Cachoeiro (fl. 66), no Contrato de Compra e Venda – Campos (fl. 33) e nas respostas ao Ofício SRE nº 696/2015 (fls. 17, 37 e 51)²⁵. A sua função de representante é reforçada pelo fato das comunicações encaminhadas pela CVM às Incorporadoras também terem sido enviadas pessoalmente à Rubia Karla²⁶. Resta incontroverso, portanto, que cabia a ela a responsabilidade pelo cumprimento das obrigações impostas às Incorporadoras pela Instrução CVM nº 400/03, nos termos do seu art. 56-B.

21. É bom esclarecer que essa responsabilidade não se confunde com a de promover as ofertas em si, como deu a entender Rubia Karla nos esclarecimentos que prestou a esta autarquia em resposta ao Ofício SRE nº 696/2015²⁷. Como assinalado pelo então Diretor Gustavo Borba no voto que proferiu no âmbito do PAS CVM nº 19957.0003266/2017-90²⁸, a CVM atribui responsabilidade aos administradores pessoas físicas pelo cumprimento e fiscalização das normas legais e regulamentares que recaem sobre as pessoas jurídicas com o propósito de

²⁵ Bem como em outras correspondências enviadas pela área técnica (fls. 120 e 177).

²⁶ Como, por exemplo, o Ofício SRE nº 130 (fl. 88), o Ofício SRE nº 83 (fl. 118) e o Ofício SRE nº 106 (fl. 176).

²⁷ Nesses esclarecimentos, Rubia Karla afirmou que não havia “*pessoa física responsável pela oferta*”, sendo os Empreendimentos de “*inteira responsabilidade*” das Incorporadoras, que eram por ela representadas (fls. 17, 37 e 51).

²⁸ Destaco a seguinte passagem do voto: “*Trata-se, por certo, de hipótese de criação de centro de imputação de responsabilidade, já reconhecida pelo Colegiado em outras oportunidades como parte de estratégia regulatória adotada pela CVM em determinadas situações com o objetivo de evitar a diluição da responsabilidade no âmbito da pessoa jurídica e estimular a adoção de conduta diligente pelos administradores designados para ocupar certas funções, atribuindo-se a estes últimos a responsabilidade pelo cumprimento e fiscalização das normas legais e regulamentares*” (j. em 10.04.2018).



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

garantir que tais regras sejam cumpridas. Assim, na medida em que restar comprovado que os administradores não asseguraram o cumprimento, pelas pessoas jurídicas, das disposições previstas na Instrução CVM nº 400/03, eles deverão ser responsabilizados.

22. Verificada a autoria das Incorporadoras e de sua administradora Rubia Karla, passo a analisar o argumento da defesa de que a conduta dessas acusadas não poderia ser interpretada como irregular já que, “*na data de início da oferta*”, anterior à publicação do Alerta ao Mercado, a CVM ainda não havia se manifestado sobre o tema. A defesa sustentou, com isso, que não havia qualquer previsão legal ou interpretação por parte desta autarquia que permitisse a conclusão, pelas acusadas, de que as ofertas tal como realizadas eram irregulares.

23. Nessa mesma linha de raciocínio, a defesa também alegou que as Incorporadoras não poderiam ser punidas pelas unidades comercializadas após a publicação do Alerta ao Mercado por conta do seu “*raio de eficácia limitado apenas às entidades que tinham alguma intimidade com as normas desta I. CVM*”, o que não era o caso daquelas empresas, que eram “*puramente imobiliárias*” e por isso “*não tinham como hábito se atentar para o site da CVM*” e nem qualquer experiência no mercado de capitais. Alternativamente, a defesa preconizou que a aplicação de penalidades deveria se limitar “*às unidades cujas promessas de compra e venda [tivessem] data posterior à nova interpretação/nova norma*”.

24. Enfrentarei esses argumentos no exame que farei da responsabilidade das Incorporadoras e de Rubia Karla em vista dos marcos temporais segundo os quais é possível aferir o grau de assimilação, pelos agentes que atuam no mercado “condo-hoteleiro”, do posicionamento da CVM acerca da natureza dessa categoria de ofertas e, a partir disso, determinar sua sujeição às normas e às penalidades relativas ao registro e dispensa de registro de ofertas públicas.

25. Esses marcos temporais foram estabelecidos pelo Colegiado²⁹ e consistem no Alerta ao Mercado divulgado pela CVM em 12.12.2013, ocasião em que esta autarquia manifestou-se institucionalmente a respeito da caracterização dos empreendimentos “condo-hoteleiros” como contratos de investimento coletivo, e na Deliberação CVM nº 734 editada em 17.03.2015, que definiu o procedimento e os requisitos para obtenção da dispensa de registro dessa modalidade de oferta.

²⁹ Conforme o Processo Administrativo SEI nº 19957.004122/2015-99, apreciado em 12.04.2016 e o PAS CVM SEI nº 19957.008081/2016-91, apreciado nas sessões de julgamento realizadas em 10.04.2018 e 07.08.2018.



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

26. Definidos esses eventos, o Colegiado consolidou o entendimento de que: (i) não há como se cogitar da responsabilização dos agentes por atos de distribuição pública de CICs de condo-hotéis sem a obtenção de registro prévio ou de dispensa de registro praticados até a publicação do Alerta ao Mercado³⁰; (ii) é incontroversa a responsabilidade dos ofertantes se tal conduta for praticada após a edição da Deliberação CVM nº 734³¹; e (iii) entre esses dois marcos temporais, há um período de incerteza, em que a conduta dos agentes deverá ser analisada à luz das circunstâncias específicas do caso concreto³².

27. Tendo isso em vista e tomando como base as informações disponibilizadas pelas Incorporadoras e reproduzidas nos parágrafos 9º a 18 do termo de acusação, é possível constatar que os esforços de venda dos CICs relativos aos Empreendimentos perduraram mesmo após o Alerta ao Mercado e a edição da Deliberação CVM nº 734³³.

28. Consoante o acima exposto, ressalto que os atos de distribuição verificados antes do Alerta ao Mercado não são passíveis de punição. Observo, ainda, que, conforme consta dos autos, o primeiro ofício da SRE a respeito da possível irregularidade relacionada à oferta dos CICs foi enviado às Incorporadoras meses depois da edição da Deliberação CVM nº 734, em 20.10.2015 (fls. 13-15)³⁴. Antes desta data, não há nos autos qualquer evidência de que as Incorporadoras pudessem ter conhecimento acerca da possibilidade de que suas atividades

³⁰ Entendeu-se que, antes dessa data, sobretudo em vista das características específicas do segmento imobiliário (que tradicionalmente mantinha-se alheio ao mercado de valores mobiliários) e do histórico da atuação da CVM no mercado “condohoteleiro” (até o final de 2013, não se identifica qualquer atuação consistente da CVM na fiscalização, punição ou alerta ao mercado em relação a tais ofertas), não era possível assumir que os agentes tivessem assimilado a nova sistemática decorrente da inclusão do contrato de investimento coletivo no rol de valores mobiliários. Assim, em prol dos valores de segurança jurídica, confiança e boa fé, o Colegiado, com razão, decidiu que a inobservância por esses agentes das normas de registro e dispensa de registro incidentes sobre tais ofertas não deve ser passível de penalização.

³¹ Isso porque referida Deliberação estabeleceu de forma clara e objetiva as regras sobre dispensa de registro que incidem sobre as ofertas de CICs hoteleiros, não deixando margem para dúvidas acerca da interpretação da CVM sobre o tema.

³² O Colegiado adotou o entendimento de que não é possível exigir dos agentes que atuam no mercado “condo-hoteleiro”, mesmo após a divulgação do Alerta ao Mercado, a assimilação automática da interpretação da CVM a respeito da natureza dos CICs hoteleiros e, por conseguinte, submetê-los de forma imediata ao regime legal que incide sobre essas ofertas. Afinal, tratava-se de setor que, até aquele momento, havia permanecido alheio à regulação do mercado de valores mobiliários, fator que se agravou com a ausência de atuação consistente por parte da CVM até a publicação do Alerta ao Mercado.

³³ Conforme a relação disponibilizada pelas Incorporadoras contendo a data em que as unidades foram alienadas, é possível constatar que os esforços públicos de venda das unidades relativas aos empreendimentos All Inn Campos, Bristol Easy Hotel – Praia de Itaparica e Bristol Easy Hotel – Cachoeiro perduraram, respectivamente, até janeiro de 2016, junho de 2015 e abril de 2015.

³⁴ Ofício SRE nº 696/2015.



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

estivessem sujeitas à regulação do mercado de valores mobiliários e à atuação fiscalizadora e sancionadora desta autarquia.

29. Destaco, quanto a isso, que, até o envio do referido ofício, não há registros de quaisquer correspondências trocadas entre as Incorporadoras ou Rubia Karla e a CVM ou mesmo de que esses agentes tivessem sido objeto de *stop orders* editadas pela autarquia ou alertados por outros meios. Este aspecto é relevante porque diferencia o presente caso dos demais processos envolvendo condo-hotéis apreciados pelo Colegiado em sede sancionadora, em que as interações entre os indiciados e a SRE tiveram início bem antes da edição da Deliberação CVM nº 734, inclusive por conta da edição de *stop orders*, o que autorizou, naqueles casos, a conclusão de que os acusados conheciam a posição da CVM a respeito da natureza dos CICs hoteleiros mesmo antes da edição da Deliberação.

30. Dessa forma, considerando o entendimento do Colegiado a respeito do grau de assimilação, pelos regulados – no período entre o Alerta ao Mercado e a edição da Deliberação CVM nº 734 – da interpretação da CVM em relação a essa modalidade de ofertas e, por conseguinte, das normas que incidem sobre elas, entendo que os atos de distribuição realizados nesse período tampouco podem ensejar qualquer sanção.

31. Noto, ademais, que a ausência de qualquer interação entre as Incorporadoras ou sua administradora e a CVM estendeu-se até o envio do Ofício SRE nº 696, em 20.10.2015. Diante disso, a meu ver, é plausível que, até o envio desse ofício, as Incorporadoras e Rubia Karla não tivessem ciência sobre a posição da autarquia acerca do tema, o que, de acordo com a lógica construída pelo Colegiado³⁵, não autoriza a responsabilização dessas acusadas pelos esforços de venda dos CICs mesmo depois da edição da Deliberação CVM nº 734.

32. Por essa razão, concluo que a atuação irregular das Incorporadoras e de Rubia Karla resulta dos atos de distribuição por elas empreendidos a partir do recebimento do Ofício SRE nº 696/2015, data após a qual foram alienadas, no total, 7 (sete) unidades, todas relativas ao empreendimento All Inn Campos.

33. Feitas essas considerações, passo à dosimetria das penas.

³⁵ Especialmente quanto ao reconhecimento das dificuldades inerentes à assimilação da interpretação da CVM sobre o assunto por agentes que, tradicionalmente, não participavam do mercado de capitais.



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

V. Dosimetria

34. Consoante os precedentes recentes sobre o tema³⁶, a fixação das penas será feita em face da oferta realizada e será modulada de acordo com as circunstâncias agravantes e atenuantes do caso concreto.

35. Em que pese a gravidade em abstrato da conduta da SPE Campos e de sua administradora, Rubia Karla, considero como elementos atenuantes de suas condutas o pequeno número de unidades comercializadas, bem como o fato de que 6 (seis) delas foram vendidas cerca de apenas 1 (um) mês após o recebimento do Ofício SRE nº 696/2015.

36. Dessa forma, observando os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, voto pela aplicação à SPE Campos e à sua administradora da penalidade de advertência pela realização da oferta irregular de CICs hoteleiros no período que sucedeu o recebimento do Ofício SRE nº 696/2015.

VI. Conclusão

37. Por todo exposto, voto:

i. pela absolvição da Orgbristol e de seu administrador, José Adalto Silva, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I do §5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03;

ii. pela absolvição da Allia e de seus administradores, Luiz Antonio Fantin e André Monegaglia, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I do §5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03;

iii. pela absolvição da SPE Cachoeiro pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 2º da

³⁶ Conforme manifestação de voto apresentada pelo Diretor Henrique Machado, e acompanhada pela maioria do Colegiado, no âmbito do PAS CVM nº 19957.008081/2016-91, julgado em 07.08.2018 e o PAS CVM nº RJ2018/324, Dir. Rel. Gustavo Machado Gonzalez, julgado em 30.10.2018.



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

Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I do §5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03;

iv. pela absolvição de Itaparica pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I do §5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03; e

v. com fundamento no art. 11, I, da Lei nº 6.385/76, pela condenação da SPE Campos e de sua administradora, Rubia Karla, à penalidade de advertência pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/03, e sem a dispensa prevista no inciso I do §5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de dezembro de 2018.

Marcelo Barbosa

Presidente Relator