



## 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 Nº 19957.011318/2017-00

Reg. Col. nº 1233/18

**Acusados:** HMA Consultoria Empresarial Ltda.

Elialdi G. Melo

Luís Antônio Lopes da Silva

**Assunto:** Apurar eventual responsabilidade da operadora hoteleira e de seus administradores por oferta irregular de CIC hoteleiro (condo-hotel).

**Diretor Relator:** Gustavo Machado Gonzalez

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Neste Processo Administrativo Sancionador julgamos a responsabilidade de uma operadora hoteleira e de seus administradores por uma oferta pública irregular de contratos de CIC<sup>1</sup> hoteleiros referentes ao Empreendimento.

2. A incorporadora e seus administradores também foram acusados pela SRE, mas apresentaram proposta de termo de compromisso que foi aprovada pelo Colegiado, fazendo com que o processo fosse suspenso em relação a eles.

3. Em benefício da síntese, não irei aqui me estender na discussão acerca da caracterização do condo-hotel como um contrato de investimento coletivo e da consequente necessidade de que as ofertas públicas de distribuição de tais contratos sejam feitas de acordo com as disposições da Lei nº 6.385/1976 e dos normativos e

---

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



## 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)

pronunciamentos editados pela CVM. Ressalto somente que os defendentes não trouxeram qualquer argumento que indique que os contratos referentes ao Empreendimento se distinguem daqueles utilizados em outros empreendimentos hoteleiros já examinados pela CVM, não havendo, portanto, razão para revisitarmos a discussão há muito superada.

4. Os fatos aqui analisados são, em seus aspectos nucleares, bastante similares aos dos precedentes. Assim como nos casos já examinados, a realização de oferta pública irregular encontra-se, a meu ver, bem caracterizada nos autos<sup>2</sup>.

### **II. O PAPEL DOS OPERADORES HOTELEIROS NAS OFERTAS DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA DE CONTRATOS DE INVESTIMENTO COLETIVO HOTELEIROS**

5. Dito isso, a decisão de imputar responsabilidade requer que se analise a atuação de cada acusado no caso concreto. No contexto das ofertas públicas de CIC hoteleiro, a CVM vem reconhecendo que os papéis desempenhados pelas incorporadoras e pelos operadores hoteleiros em um condo-hotel são substancialmente distintos. Mais ainda, há hoje consenso que as atividades ordinariamente desempenhadas pelos operadores hoteleiros no contexto de uma oferta de condo-hotel não correspondem a verdadeiros atos de distribuição<sup>3</sup>.

6. Essa conclusão, é importante que se diga, decorreu de uma evolução das discussões acerca da matéria ao longo dos últimos anos. Com efeito, as primeiras manifestações da CVM que buscaram organizar um processo para realização de distribuições públicas de cotas de condo-hotel, mediante dispensa de registro, atribuíam à operadora hoteleira o status de co-ofertante<sup>4</sup>. A opção então tomada foi discutida com o

---

<sup>2</sup> V. os anúncios veiculados na internet nos sites [www.investmaraba.com.br](http://www.investmaraba.com.br) (fls. 02 a 05), [www.youtube.com](http://www.youtube.com) (fls. 08 e 130) e [www.luizcavalcante.com.br](http://www.luizcavalcante.com.br) (fl. 131) e [www.netimoveis.com](http://www.netimoveis.com) (fls. 09 e 129) na Internet, oferecendo oportunidades de investimento no Empreendimento.

<sup>3</sup> Sobre o conceito de ato de distribuição, cf. artigo 19, §1º, da Lei nº 6.385/1976, e o artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003.

<sup>4</sup> V. 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; (...)”.



## 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)

mercado e, em certa medida, buscou atender a uma demanda dos próprios operadores hoteleiros, que pretendiam ter reconhecido um papel que lhe conferisse legitimidade para interferir no processo de elaboração dos documentos da oferta.

7. Esse breve esclarecimento é importante, em primeiro lugar, para esclarecer a razão pela qual as deliberações anteriormente editadas pela CVM davam às operadoras hoteleiras o status de ofertante. Ademais, elucida as razões pelas quais a área técnica as vinha incluindo, bem como seus administradores, no rol de acusados nos processos sancionadores instruídos para apurar responsabilidades por ofertas irregulares de *condo-hotéis*.

8. Ressalto, contudo, que ao menos desde 2017 o Colegiado vem reconhecendo os diferentes papéis desempenhados pelas incorporadoras e pelos operadores hoteleiros nas distribuições públicas de CIC hoteleiro em casos de *stop orders* decorrentes da oferta irregular desses valores mobiliários. Assim, em mais de uma oportunidade, restou decidido que os operadores não deveriam ser incluídos nas *stop orders*, salvo se existissem indícios de que esses estavam efetivamente participando da oferta irregular<sup>5</sup>.

9. A nova orientação cristalizou-se com a edição da Instrução CVM nº 602/2018, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro. A nova regra define como ofertante “a sociedade incorporadora ou qualquer outra pessoa que realize atos de distribuição pública de CIC hoteleiro” (artigo 2º, II). Assim, a operadora hoteleira não é, a princípio, considerada ofertante, ao menos que venha a praticar ato de distribuição. De acordo com o Relatório da Audiência Pública:

“[O]fertante é aquele que, de fato, realiza esforços de distribuição do CIC hoteleiro. De ordinário, é a sociedade incorporadora que desempenha esse papel, embora seja possível, a depender das circunstâncias do caso, que outra pessoa venha a ser ofertante (e.g., aquele que permuta o terreno por CIC hoteleiros que são, em seguida, distribuídos publicamente).

Diante disso, a Minuta passou definir Ofertante como ‘a sociedade incorporadora ou qualquer outra pessoa que realize atos de distribuição pública de CIC hoteleiro’. Com

---

<sup>5</sup> V. Processo CVM nº SEI 19957.006895/2017-71 e Processo CVM nº SEI 19957.009101/2017-21, analisados respectivamente em 29.08.2017 e 19.09.2017.



## 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)

relação especificamente à operadora hoteleira, a CVM reconhece, inclusive em virtude da experiência acumulada nas suas rotinas de supervisão, que ela, usualmente, não é a responsável pelos esforços de venda dos CIC hoteleiros e, por consequência, não se enquadra no conceito de ofertante. Nada obstante, dada a sua importância para o empreendimento hoteleiro, a operadora deverá, nos termos da Minuta, atestar que considera corretas as informações que serão prestadas ao público durante a oferta.”

10. Note-se que a Instrução CVM nº 602/2018 não ignora a importância da participação da operadora hoteleira no processo de elaboração dos documentos que serão utilizados na oferta pública de CIC hoteleiro. Por esse motivo, a nova norma, ao mesmo tempo em que diferencia os atos desempenhados pela operadora hoteleira dos atos de distribuição, exige 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 (artigo 6º, VI, e Anexo 6-VI).

### III. ANÁLISE DO CASO

11. Segundo a SRE, dois fatos comprovariam a participação da HMA na realização da oferta irregular e, conseqüentemente, justificariam a sua responsabilização, bem como de seus administradores, pela prática do ilícito. Em primeiro lugar, a Acusação aponta que a operadora hoteleira assinou o pedido de dispensa de registro apresentado à CVM. Adicionalmente, a HMA era parte do contrato de administração hoteleira.

12. Ora, a participação das operadoras hoteleiras no processo de dispensa de registro decorria, como visto, da orientação da CVM então em vigor, que naturalmente não tem o condão de atrair para esses agentes as responsabilidades próprias daqueles que praticam atos de distribuição. Com relação ao contrato, trata-se do instrumento concebido, sobretudo, para estabelecer os termos e condições através dos quais a operadora hoteleira administrará o empreendimento quando em funcionamento.

### IV. CONCLUSÃO



## 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)

13. Em resumo, não existe qualquer indicação de que a HMA tenha praticado qualquer ato de distribuição na oferta pública irregular dos CICs hoteleiros relacionados ao Empreendimento.
14. A toda evidência, o simples fato de a CVM ter, em manifestações anteriores, dado aos operadores hoteleiros o status de ofertante não é suficiente para condenar a operadora hoteleira e, conseqüentemente, seus diretores.
15. Ainda que assim não fosse, fato é que, como visto acima, a Instrução CVM nº 602/2018 alterou a definição de ofertantes nas ofertas públicas de CIC Hoteleiro, que hoje inclui apenas aqueles que realizem atos de distribuição pública. Por esse motivo, deve-se reconhecer também a extinção da punibilidade por retroatividade de norma punitiva mais benéfica, à luz do princípio da retroatividade da lei mais favorável, consagrado no inciso XL do artigo 5º da Constituição Federal.
16. Diante desse fato e por todo o exposto, voto pela absolvição de todos os acusados. É como voto.

Rio de Janeiro, 15 de janeiro de 2019

**Gustavo Machado Gonzalez**

Diretor Relator