



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 RJ2017/3091

Reg. Col. 0831/17

Acusados: Blue Tree Hotels & Resorts do Brasil S.A.
Enoch Construtora e Incorporadora Ltda.
Enoch de Paula Junior
Jonas Takayoshi Koda Nakamoto

Assunto: Apurar eventual responsabilidade de operador e incorporador hoteleiro por oferta irregular de CIC hoteleiro.

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Senhor Presidente, gostaria de aproveitar esta oportunidade para revisitar – agora de forma minuciosa – a questão da efetividade da instauração de Processo Administrativo Sancionador após concedida a dispensa de registro de oferta que, anteriormente, qualificava-se como irregular, tema em relação ao qual já havia me manifestado, ainda que brevemente, por ocasião do julgamento do PAS CVM nº RJ2017/5471, de relatoria do Presidente Marcelo Barbosa¹.
2. Ademais, entendo relevante reafirmar a metodologia que vem sendo adotada nas decisões do Colegiado em casos da espécie, com base nos precedentes mais recentes.
3. Inicialmente, para bem compreendermos a importância da previsão legal de dispensa de registro de emissores e das ofertas públicas dos valores mobiliários de sua emissão, é necessária uma breve análise deste instituto, assim como de seu papel no mercado de capitais.
4. Nessa linha, o registro revela-se como base da política de *disclosure* instituída pela regulação do mercado de capitais, a qual pressupõe a disponibilização ampla, completa, transparente e adequada, por parte das companhias e demais emissores, das informações necessárias aos potenciais investidores para avaliação da qualidade e do risco das oportunidades de investimento ofertadas, sendo assim essencial ao bom funcionamento do mercado.

¹ PAS CVM nº RJ2017/5471 (Proc. SEI 19957.011093/2017-83), Rel. Presidente Marcelo Barbosa, julg. em 11.12.2018.



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

5. Essa opção regulatória foi adotada a partir do *English Companies Act* (no Reino Unido) de 1929 e do *Securities Act* de 1933 (nos Estados Unidos), em oposição a um sistema no qual o Estado avaliaria não a completude das informações disponibilizadas, mas o efetivo mérito dos empreendimentos subjacentes aos investimentos ofertados ao público (como acontecia, por exemplo, em alguns estados norte-americanos).

6. Do modo como pensadas, há de se considerar as modalidades de registro também como ferramentas normativas, já que, tendo sido estipuladas pela Lei nº 6.385/76 – diploma legal que disciplinou o funcionamento do mercado de valores mobiliários e criou a CVM – impõem aos emissores os deveres jurídicos de prestação de informações (em bases contínuas e eventuais) e, no caso das ofertas públicas, a observância de determinados procedimentos e regras de conduta quando da realização da operação.

7. Mais do que isso, os registros de companhia aberta (emissor) e de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, que figuram como os principais instrumentos desse sistema de *disclosure*, devem ser tomados como previsões normativas complementares, haja vista que, quando em conjunto, possibilitam a efetiva e plena divulgação de informações².

8. Nesse sentido, ao analisar as disposições contidas nos artigos 19³ e 21⁴ da Lei nº 6.385/76 na obra “Comentários à Lei do Mercado de Capitais”, André Pitta reafirmou a opção do legislador por efetivar a implementação do regime de *disclosure* por meio de um sistema de registros administrado pela Autarquia, de modo que sua concessão atestaria que as informações exigidas pelas normas de regulação foram devidamente prestadas e que os atos constitutivos e demonstrações financeiras das companhias foram elaborados conforme as prescrições legais aplicáveis.

9. E é dessa opção legislativa que decorre a natureza eminentemente instrumental dos registros administrados pela CVM, tanto o de companhias quanto o de ofertas públicas, uma vez que seria este o expediente por meio do qual os ofertantes e emissores procedem a prestação de informações ao regulador, visando a divulgação aos investidores e ao mercado em geral⁵.

² Cf. DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006, pp. 51-70.

³ Art.19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

⁴ Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19:

I - o registro para negociação na bolsa;

II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não.

⁵ Cf. PITTA, André Grunsprun. *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 428-431.



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

10. Do mesmo modo afirma Nelson Eizirik em “A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários”. Segundo o autor, as normas que impõem a obrigatoriedade do registro na CVM apresentam caráter instrumental, o que teria sido destacado pela própria Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76, quando menciona que o sistema de registros teria seu propósito em colocar à disposição de todos os investidores as informações sobre a companhia emissora ou sobre a oferta pública realizada⁶.

11. Ademais, no passado, ao dissertar sobre a concepção de registro em seu trabalho “Princípio da Divulgação de Informações”⁷, esta Autarquia já teria evidenciado seu entendimento quanto à função e à necessidade do sistema de registros.

12. Nesse sentido, asseverou que, não sendo as forças de mercado e os interesses particulares suficientes para assegurar a existência de um sistema de informações eficientes, recairia sobre o registro o papel de garantir que as devidas informações fossem disponibilizadas ao público investidor, para que este tomasse suas decisões de investimento de modo informado e refletido, ao mesmo tempo que desincumbiria a CVM do ônus de analisar as informações prestadas e, a partir delas, determinar as companhias elegíveis para a captação de recursos junto ao público – o que representaria grande interferência no mercado.

13. Conforme consta do referido documento,

“a) A sistemática de registro estabelecerá os elementos mínimos de informação com base nos quais decisões de investimento possam ser adequadamente tomadas. (...) d) O propósito da regulação específica sobre o registro é o de prover uma certa proteção ao investidor, inclusive através da verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários que lhe deram origem, sem, porém, impedir o mercado de funcionar adequadamente, contrabalançando os direitos do investidor e as obrigações dos emissores e demais agentes de mercado”⁸.

⁶ “A Exposição de Motivos da Lei nº 6.385/76 – que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários – enfatizou que a finalidade da norma que trata do registro é precisamente a de proteger os investidores mediante a prestação de informações. Essa lei regula a emissão pública de valores mobiliário no mercado e expressamente proíbe qualquer atividade de distribuição (oferta, subscrição, venda, etc.) sem que a emissão esteja registrada na Comissão de Valores Mobiliários. Objetiva-se, com tal registro, obrigar a companhia emissora a revelar, ao mercado, fatos relativos à sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos” (EIZIRIK, Nelson. *A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários*. In: *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais: Homenagem ao Prof. Osmar Brina Corrêa-Lima*. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2011).

⁷ Comissão de Valores Mobiliários, *Políticas de divulgação de informações*. Rio de Janeiro, 1979

⁸ Brasil. Comissão de Valores Mobiliários. *Princípio da Divulgação de Informações*. Rio de Janeiro, 1979.



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. Por sua vez, em se tratando de dispensa de registro, confere-se à CVM, nos termos do inciso I, do §5º do art. 19⁹ e do inciso I, do §6º do art. 21¹⁰ da Lei nº 6.385/76, a prerrogativa de, a seu critério, dispensar o registro ou alguns de seus requisitos caso verifique que a ausência de registro ou a inobservância de determinado requisito não prejudica os objetivos perseguidos pela norma, qual seja, a proteção do investidor pela adequada prestação de informações¹¹.

15. A meu ver, haja vista que a concessão do registro ou a sua dispensa tem como condição, no arcabouço regulatório atual, o cumprimento dos procedimentos e requisitos específicos previstos na legislação aplicável (seja para a concessão do registro, seja para o enquadramento nas hipóteses de dispensa), uma vez deferido o registro ou concedida a dispensa (automática ou mediante ato específico), haverá uma presunção relativa de regularidade da operação realizada e de que as informações prestadas acerca da operação são suficientes para a tomada de decisão pelo investidor.

16. Isso porque a concessão do registro ou o enquadramento da operação nas hipóteses de dispensa opera uma espécie de saneamento em relação à operação, no que diz respeito à suficiência das informações prestadas e ao atendimento dos procedimentos aplicáveis à realização da oferta.

17. Assim, não subsistiria, a priori, justificativa para a atuação sancionadora pela CVM em relação àquelas operações, diante do pressuposto de que foram legitimamente realizadas, pois observaram os requisitos impostos pela própria CVM.

18. Essa presunção é fundamental inclusive para conferir segurança jurídica aos ofertantes e respectivos intermediários, resguardadas, por certo, as situações de fraude, simulação, omissão ou imprecisão dolosa de informações ou outras ilicitudes que se tornem conhecidas posteriormente à realização do ato de concessão ou dispensa de registro.

19. Feitas essas observações acerca do papel do registro – e da dispensa do registro – no âmbito da política regulatória de *disclosure* e antes de adentrar a análise do caso concreto, julgo importante delimitar os marcos temporais que vêm sendo adotados em casos similares ao presente para aferir o grau de assimilação do mercado quanto ao

⁹ Art. 19. § 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; (...).

¹⁰ Art. 21. §6º Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, especificando: I - casos em que os registros podem ser dispensados, recusados, suspensos ou cancelados; (...).

¹¹ Cf. DUBEUX, Julio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro*. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Ed., 2006, pg. 69.



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

entendimento da CVM a respeito de ofertas de investimento em empreendimentos condohoteleiros e, por conseguinte, orientar a atuação sancionadora desta autarquia na análise de ofertas irregulares de CIC condohoteleiros.

20. Tais marcos temporais foram muito bem descritos no voto do Presidente Relator Marcelo Barbosa no âmbito do PAS CVM nº RJ2017/5471 e consistem: (i) no Alerta ao Mercado de 12.12.2013 (“Alerta”), ocasião em que a CVM apresentou entendimento no sentido de que os empreendimentos condohoteleiros restariam caracterizados como CIC; e (ii) na edição da Deliberação CVM nº 734/15, responsável por definir o procedimento e os requisitos para obtenção da dispensa do registro de oferta de CIC condohoteleiros¹².

21. Como analisado pelo Presidente Relator em seu Voto no referido PAS, uma vez definidos tais 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 Mercado; (ii) é incontroversa a responsabilização dos ofertantes se tal conduta for praticada após a edição da Deliberação CVM nº 734; 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 concreto”.

22. Adentrando nos fatos do presente PAS, é fundamental ter em mente as datas nas quais cada uma das “situações-chave” para a análise de sua materialidade e autoria tomou lugar, examinando-as frente aos marcos temporais definidos, como consta da tabela abaixo.

<u>Fato</u>	<u>Data</u>
<u>Primeira Venda de Unidades</u>	<u>29.11.2012</u>
<u>Alerta ao Mercado</u>	<u>12.12.2013</u>
<u>Edição da Deliberação CVM nº 734/15</u>	<u>17.03.2015</u>
<u>Primeira Comunicação da CVM</u>	<u>02.06.2015</u>
<u>Suspensão das Vendas de CIC</u>	<u>02.06.2015</u>
<u>Concessão da Dispensa do Registro</u>	<u>04.07.2016</u>

23. Por conseguinte, à luz do entendimento definido por esta autarquia, é possível aferir que a conduta da Enoch e de seu administrador, Enoch de Paula Junior, seria passível de responsabilização, uma vez que a oferta pública do Empreendimento teria

¹² Definidos pelo Colegiado conforme o Processo Administrativo SEI nº 19957.004122/2015-99, j. em 12.4.2016 e o PAS CVM SEI nº 19957.008081/2016-91, j. em 10.4.2018 e 7.8.2018.



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

perdurado ao longo do período de 18.3.2015 a 1.6.2015, posterior à edição da Deliberação CVM nº 734/15.

24. Há que se considerar, por outro lado, que, no presente PAS, a área técnica competente posteriormente concedeu a dispensa do registro da oferta de CIC.

25. Em se tratando de oferta pública de CIC condohoteleiros, como exposto anteriormente, o procedimento para a concessão da dispensa de registro foi definido a partir da edição da Deliberação CVM nº 734/15, a qual descrevia os requisitos a serem observados pelos ofertantes que desejassem requerer a referida dispensa junto à CVM. Entre os requisitos exigidos pela regulamentação, passou-se a impor a concessão do direito de retratação aos investidores que tenham adquirido o CIC sem o registro ou dispensa de registro previsto na Lei nº 6.385/76.

26. Neste cenário, a concessão da dispensa de registro atestaria a outorga do direito de retratação aos adquirentes de CIC ofertados irregularmente e, por conseguinte, a reparação de eventuais danos, restando comprovada a boa-fé dos ofertantes no desempenho de suas atividades. Nestes termos, entendo que restaria demonstrado o saneamento da oferta irregular, não subsistindo justificativa para a atuação sancionadora desta CVM em hipóteses como a descrita.

27. Tal conclusão quanto ao saneamento da oferta vale, inclusive, em relação às unidades do empreendimento condohoteleiro comercializadas antes do registro ou de sua dispensa, haja vista que o próprio arcabouço regulatório passou a prever proteção específica aos adquirentes de CIC que se enquadravam nessa situação. Dito de outro modo, a dispensa de registro não se restringiria somente ao período da oferta realizado após tal concessão, mas à totalidade de unidades comercializadas desde o início da oferta.

28. Ocorre que o direito de retratação só passou a figurar como requisito para a concessão da dispensa de registro após a entrada em vigor da Deliberação CVM nº 752/16, normativo responsável pela alteração da Deliberação CVM nº 734/15. Deste modo, até a alteração da norma, os ofertantes que intencionassem solicitar a dispensa de registro da oferta de CIC condohoteleiros teriam que observar tão somente os requisitos originalmente previstos na Deliberação CVM nº 734/15.

29. Este foi justamente o caso da oferta de CIC do Empreendimento ora em análise. Conforme indicado no Termo de Acusação¹³, o pedido de dispensa de registro foi protocolado antes da entrada em vigor da Deliberação CVM nº 752/16, de modo que não foi concedido aos adquirentes de unidades do Empreendimento o direito de revogar a sua

¹³ Doc. SEI nº 0318338, item 30.



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

decisão de adquirir o CIC distribuído irregularmente. Diante desta circunstância específica, entendo que a dispensa de registro concedida pela SRE não teria sido suficiente para sanear integralmente a oferta, haja vista a situação dos investidores iniciais, que não tiveram a oportunidade de rever a sua decisão de investimento.

30. Por esta razão e considerando que os esforços de venda dos CIC foram mantidos mesmo após a edição da Deliberação CVM nº 734/15, acompanho a conclusão do Diretor Relator Gustavo Gonzalez quanto à responsabilização da Incorporadora e de seu administrador pela realização de oferta irregular de valores mobiliários.

31. No que diz respeito à dosimetria, peço licença para divergir do voto do Diretor Relator. A meu ver, muito embora a concessão da dispensa de registro no presente caso não seja suficiente para afastar a responsabilidade destes acusados – haja vista as circunstâncias expostas anteriormente –, entendo que ela deva ser considerada, ao menos, como atenuante de suas condutas. Também como circunstância atenuante deve ser ponderada, ainda, a ausência de antecedentes dos acusados.

32. Por todo o exposto, voto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76:

- i. pela **absolvição** de Blue Tree Hotels & Resorts do Brasil S.A. e Jonas Takayoshi Koda Nakamoto; e
- ii. pela **condenação** de Enoch Construtora e Incorporadora Ltda. e Enoch de Paula Junior à **penalidade de advertência**, pela realização de oferta pública irregular de contratos de investimento coletivo hoteleiros sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/76 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400/03.

É como voto.

Rio de Janeiro, 21 de maio de 2019.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho
Diretor