



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

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

**PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM SEI Nº 19957.009570/2018-21**

Reg. Col. nº 1404/2019

- Acusados:** Henrique Borenstein  
Henry Borenstein  
Hesa 112 – Investimentos Imobiliários Ltda.
- Assunto:** Apurar a responsabilidade pela realização de oferta pública de contratos de investimento coletivo 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, §5º, do artigo 19 da Lei nº 6.385/76 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03.
- Diretor Relator:** Henrique Machado

**VOTO**

**I. INTRODUÇÃO**

1. Trata-se de processo administrativo sancionador instaurado pela SRE para apurar eventual responsabilidade de sociedade incorporadora e de seus respectivos administradores por uma oferta pública irregular de CICs<sup>1</sup> hoteleiros referentes ao Empreendimento.
2. 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 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.
3. Nada obstante, considerando as especificidades do presente caso, importa reafirmar que a primeira manifestação da CVM no que se refere à natureza jurídica dos CIC hoteleiros ocorreu em 12.12.2013, com a divulgação de um comunicado ao mercado a respeito de “situações que podem configurar captação irregular de poupança popular, promovidas, em regra,

---

<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

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

por incorporadores e corretores de imóveis, através da oferta pública de oportunidades de investimento em empreendimentos imobiliários” (“Alerta ao Mercado”)<sup>2</sup>.

4. Foi somente com a publicação desse Alerta ao Mercado que a CVM informou àquele segmento da economia e ao mercado, de forma ampla, o seu entendimento de que aqueles investimentos, por “conferirem 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,” consubstanciavam-se no que “a Lei nº 6.385/76 chama de contratos de investimento coletivo” e que, por isso, quando ofertados publicamente, “devem ser previamente registradas na CVM e somente podem ser realizadas por sociedades também registradas na Autarquia”.

5. O Alerta ao Mercado de 2013 consiste, portanto, em uma manifestação objetiva e institucional da Autarquia quanto à natureza jurídica dessa espécie de investimento, que por sua vez teve como base o conceito de valor mobiliário previsto no art. 2º inciso IX da Lei nº 6.385/76. Dessa forma, não é possível falar que a existência de uma “intensa discussão no mundo jurídico” teria o condão de afastar posicionamento institucional da CVM sobre o assunto. Importante notar que o Alerta ao Mercado não se restringia apenas a um modelo específico de estruturação de negócio imobiliário, pois embora fizessem referência a cotas de sociedades, apresentava ressalva expressa quanto a que “outros tipos de contrato e de sociedade também possam ser utilizados”.

6. A par da necessidade de observância ao disposto no Alerta ao Mercado, há de se reconhecer, em linha com os precedentes da Autarquia, a existência de um período de assimilação das normas do mercado de capitais pelo setor imobiliário. No âmbito do PAS CVM SEI nº 19957.008081/2016-91 (“Precedente”), no qual foram apuradas as ofertas públicas de CIC hoteleiros realizadas por empresas do Grupo Setin (e entre as quais figurava empreendimento objeto de sociedade sujeita a controle compartilhado entre o Grupo Setin e o Grupo Helbor<sup>3</sup>), o Colegiado desta Autarquia definiu a data limite para essa adaptação, tomando por base os parâmetros objetivos apresentados.

7. Em primeiro lugar, aduziu-se que, a partir do fim do primeiro trimestre de 2014, matérias a respeito do posicionamento da Autarquia foram publicadas em portais de comunicação de grande alcance, como a Agência Estado e o Portal Exame, ambos em 01.04.2014, e a página de economia e mercado do Site de Notícias IG em 22.04.2014.

8. Tais matérias noticiavam, “com razoável grau de detalhamento, que a CVM entendia que a venda de cotas de empreendimentos hoteleiros configurava um contrato de investimento coletivo, valor mobiliário submetido à regulação da Autarquia, e que havia publicado Alerta ao Mercado, exigindo o registro prévio desse tipo de oferta e da empresa responsável pelo contrato, e que estava analisando pelo menos 30 processos envolvendo a venda de cotas por empresas

<sup>2</sup> Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131212-1.html>.

<sup>3</sup> A sociedade de propósito específico (“SPE”) denominada Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda. (“Hesa 84”).



## 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

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

imobiliárias. As matérias também noticiavam discussões e posicionamentos de relevantes entidades do setor imobiliário, como o Sindicato da Habitação (‘Secovi’), a Associação de Dirigentes do Mercado Imobiliário (Ademi) e a Associação Brasileira de Hotéis (ABIH) de São Paulo e de Pernambuco”.

“Assim, a partir de abril de 2014, a grande imprensa já havia dado razoável publicidade ao assunto e setores significativos do mercado imobiliário dele já tinham conhecimento e estavam, inclusive, externando publicamente seus posicionamentos e discussões sobre o tema. A difusão do Alerta, portanto, não pode ter passado despercebida, em especial para um grande “player” do mercado imobiliário, do qual se supõe que tenha acesso às informações atualizadas sobre o seu ramo de atividade e que participe das principais entidades de classe do setor. E este é certamente o caso das Acusadas e do Grupo Setin”.

9. Não bastasse a ampla publicidade, verificou-se no Precedente que a CVM havia enviado ofício ao Grupo Setin informando-o do entendimento de que o investimento ofertado pelas acusadas poderia “se enquadrar no conceito de valor mobiliário definido no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76” e, por conseguinte, a sua distribuição pública poderia estar sujeita a registro prévio junto à CVM. Dessa forma, considerou-se o intervalo entre a publicação do Alerta ao Mercado (12.12.2013) e a data do recebimento do ofício pelo Grupo Setin (14.05.2014) como o período no qual o posicionamento da CVM sobre a matéria ainda não teria sido assimilado pelas empresas do segmento imobiliário, à época distantes da regulamentação e atuação da Autarquia.

## II. ANÁLISE DE RESPONSABILIDADE

10. No caso em tela, a Acusação logrou demonstrar que os CIC referentes ao Empreendimento, cujos contratos previam a possibilidade de geração de renda decorrente de aluguéis de unidades autônomas e dividendos de sociedade em conta de participação, foram ofertados publicamente por meio de material publicitário divulgado em jornais e na internet entre agosto e setembro de 2014. Em resposta aos ofícios enviados pela CVM, os Acusados reconheceram que foram comercializados 38 condohoteis em 14.09.2014, data de lançamento do Empreendimento, antes da obtenção de dispensa.

11. Assim, verifica-se que a oferta foi realizada meses após o final do primeiro trimestre de 2014, ou seja, bem depois do período de assimilação apontado no Precedente, não podendo ser reconhecido o alegado desconhecimento ou erro de proibição da Incorporadora quanto à caracterização da oferta pública de valor mobiliário por se tratar de um agente integrante de grupo relevante nesse mercado que, já no segundo semestre de 2014, certamente não estava alheio a tudo o que divulgado e discutido pelos *players* relevantes do referido mercado até então.

12. Como bem pontuado pela SRE, a Helbor Empreendimentos S.A. (“Helbor”) é companhia aberta com registro na CVM e ações negociadas na B3. Henry Borenstein e Henrique Borenstein são administradores da Hesa 112 (bem como de diversas outras SPEs) e são,



## 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

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

respectivamente, Presidente e Diretor da Helbor. Trata-se, assim, de um grande *player* do mercado imobiliário, que está inserido e, portanto, tem familiaridade com a dinâmica de captação de recursos no mercado de valores mobiliários e que não pode alegar desconhecimento da matéria, após a divulgação do alerta pela CVM e a ampla repercussão pública de seu conteúdo após mais de oito meses da divulgação do Alerta ao Mercado. Ao contrário do que afirma a defesa esse tratamento não se dá de forma discriminatória apenas por ser a Incorporadora, neste caso, uma companhia aberta. O elemento fundamental é o porte e a relevância do *player* no mercado, que poderia ser inclusive uma companhia fechada. O fato de ser companhia aberta apenas ilustra, com ainda maior clareza, a sofisticação da empresa no que tange ao conhecimento do mercado de valores mobiliários brasileiro e da atuação da CVM.

13. Em leitura mais restritiva do Precedente e de julgados posteriores desta CVM, os Acusados afirmam que o período de assimilação só poderia ser formalmente considerado como encerrado após o recebimento de um ofício da área técnica, como se apenas assim se pudesse concluir pelo conhecimento, pela Incorporadora, quanto ao entendimento da CVM. Esse ofício, segundo a defesa, seria o remetido à Hesa 100<sup>4</sup> em 15.09.2014, razão pela qual não poderia ser aventada a realização de oferta pública irregular nos meses anteriores e tampouco qualquer irregularidade nas vendas realizadas no dia do lançamento do empreendimento, qual seja, 14.09.2014.

14. Sobre esse argumento, ainda que eu considere irrelevante, para fins de configuração da oferta irregular, a data do recebimento de ofício pela Hesa 100, pelas razões já detalhadas nos termos dos itens 10 a 12 deste Voto, importa consignar que outra oferta envolvendo empreendimento sujeito a controle compartilhado entre o Grupo Setin e a Helbor já havia sido alvo de atuação anterior da SRE. Com efeito, no julgamento do Precedente acima citado, restou demonstrado que a oferta do empreendimento conduzido pela *joint venture* Hesa 84<sup>5</sup> já havia sido notificada pela CVM em 14.05.2014. Segundo os registros públicos perante a Junta Comercial do Estado de São Paulo (“Jucesp”), a Helbor é sócia e Henrique e Henry Borenstein são administradores da Hesa 84 desde a constituição dessa empresa em 2008 até os dias atuais<sup>6</sup>.

15. Com relação à responsabilidade de Henrique e Henry Borenstein, os elementos constantes dos autos, bem como os pontos aqui tratados apontam de forma clara que a Hesa 112

---

<sup>4</sup> Incorporadora citada como referência pela defesa, nos termos do Relatório.

<sup>5</sup> Conforme Notas Explicativas das Demonstrações Financeiras (“DFs”) da Helbor referentes ao período encerrado em 31.12.2018 (o que já constava também das DFs de 2014), a Hesa 84, Hesa 100 e Hesa 112 são empresas controladas pela Helbor, sendo as suas participações em tais sociedades consolidadas nas DFs da Helbor.

<sup>6</sup> A Ficha Cadastral Completa e o Contrato Social são documentos públicos acessíveis pelo site da Jucesp. A sociedade é formada pela Helbor (que detém 40% das quotas), a Sei Incorporação e Participações Ltda. (também detentora de 40% das quotas), MPD Investimentos Imobiliários Ltda. (com 18%) e M.S. (com 2%), sendo que a administração é composta por Antonio Setin e outro (denominados, no respectivo Contrato Social, como “Administradores do Grupo A”) e pelos Acusados neste processo (denominados “Administradores do Grupo B”). Há previsão expressa no contrato social de que a sociedade será sempre e obrigatoriamente representada por dois administradores em conjunto, sendo necessariamente um dos Grupo A e outro do Grupo B ou por procurador constituído por administrador do Grupo A e do Grupo B, refletindo o caráter de *joint-venture* da referida SPE.



#### 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

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

efetuou, por esses administradores, atos de distribuição dos CIC hoteleiros. A condição de administradores é apontada nos autos pelos dados cadastrais da Receita Federal<sup>7</sup> e reforçada pelo fato de ambos terem assinado documentos importantes, tais como o Contrato de Promessa de Compra e Venda, o Contrato de Constituição de Sociedade em Conta de Participação e o pedido de dispensa de oferta de CIC relacionado ao Empreendimento<sup>8</sup>.

16. Tenho, portanto, como demonstrada a responsabilidade de Hesa 112, bem como de seus administradores, Henrique Borenstein e Henry Borenstein, por realização de oferta de condohotéis sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976 e no art. 2º da Instrução CVM nº 400 de 29 de dezembro de 2003 e sem a dispensa prevista no art. 19, §5º, I, da Lei nº 6.385/76, e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03.

### III. DOSIMETRIA

17. No julgamento dos Processos SEI nº 19957.0003266/2017-90 e SEI nº 19957.008081/2016-91, consignou-se que as penalidades a serem cominadas aos envolvidos em ofertas irregulares de CIC hoteleiros fossem aplicadas por oferta, atenuadas ou agravadas em razão do período em que a irregularidade foi praticada e o número de unidades vendidas.

18. Em linha com a decisão do Colegiado no Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.008081/2016-91, voto pela utilização da pena-base de R\$240.000,00 (duzentos mil reais), considerando a gravidade em abstrato da conduta e o fato de a Hesa 112 integrar grupo econômico de grande porte. Considerarei como circunstância atenuante os bons antecedentes da Acusada, de modo a diminuir a penalidade em 15%.

19. Em relação aos administradores da Incorporadora, voto pela aplicação de uma multa de R\$ 120.000,000 (cento e vinte e mil reais), equivalente à metade da penalidade pecuniária aplicada à Incorporadora, em linha com a decisão no Processo Administrativo Sancionador CVM SEI nº 19957.0003266/2017-90. Considerarei igualmente como circunstância atenuante os bons antecedentes dos Acusados, de modo a diminuir a penalidade em 15%.

### IV. CONCLUSÃO

20. Diante de tudo que foi exposto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/76, voto:

- a) pela **condenação de Hesa 112 – Investimentos Imobiliários Ltda.**, à penalidade de **multa pecuniária no valor de R\$ 204.000,00 (duzentos e quatro mil reais)**, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 2º da Instrução CVM nº 400/2003 e sem a dispensa prevista no

<sup>7</sup> Formulário Cadastral – Serpro (Doc. Sei 0672662)

<sup>8</sup> No mesmo sentido, PAS CVM nº 19957.003331/2018-68, Rel. Dir. Gustavo Gonzalez, j. 1º.10.2019.



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

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

inciso I do §5º do artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 4º da Instrução CVM nº 400/2003; e

b) pela **condenação** de **Henrique Borenstein** à penalidade de **R\$ 102.000,000 (cento e dois mil reais)**, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 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; e

c) pela **condenação** de **Henry Borenstein** à penalidade de **R\$ 102.000,000 (cento e dois mil reais)**, pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no artigo 19 da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 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; e

21. Finalmente, proponho que o resultado desse julgamento seja comunicado ao Ministério Público do Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 50/2019/CVM/SGE, de 15.02.2019 (Doc. SEI nº 0692712).

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de dezembro de 2019.

**HENRIQUE BALDUINO MACHADO MOREIRA**  
DIRETOR RELATOR