

# Do imobiliário ao mobiliário

A caracterização de negócios imobiliários como contratos de investimento coletivo (CIC)

**Gustavo Gonzalez**

Diretor



**As opiniões expostas ao longo desta apresentação são de minha exclusiva responsabilidade e não necessariamente refletem o posicionamento oficial da Comissão de Valores Mobiliários – CVM**



# Os valores mobiliários na Lei nº 6.385/1976

A Lei nº 6.385/1976, depois de alterada no fim da década de 90, passa a se valer de uma dupla estratégia:

## Lista

- Ações
- Debêntures
- Bônus de subscrição
- Cotas de fundos de investimento em valores mobiliários
- Cotas de clubes de investimento
- Notas comerciais
- Contratos derivativos
- (...)



## Conceito aberto

- Contrato de Investimento Coletivo  
Art. 2º, IX. Quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.



# Decompondo o conceito de CIC

<b>Quando publicamente ofertados</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Oferta pública x oferta privada</li><li>▪ Os atos de distribuição pública</li></ul>
<b>Quaisquer outros títulos ou contratos</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ A ênfase, nessa parte, deve recair sobre o “quaisquer outros” – a natureza jurídica do instrumento pelo qual o investimento é feito não é determinante para a análise</li></ul>
<b>de investimento coletivo,</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ O <i>pool</i> de interesses</li><li>▪ Comunhão vertical x comunhão horizontal</li></ul>
<b>Que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Brindes x remuneração</li></ul>



# Decompondo o conceito de CIC

**Cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros**

- A participação pouco expressiva do investidor não descaracteriza o contrato de investimento coletivo, desde que os esforços do empreendedor ou de terceiros sejam os predominantes
- O lucro esperado pode estar associado tanto aos resultados do empreendimento a ser desenvolvido, quanto à valorização do título ou contrato que representa o investimento.
- Não se pode falar em contrato de investimento coletivo quando a expectativa de valorização é associada a fatores externos, que fogem do controle do empreendedor, mas apenas quando o promotor do empreendimento ou um terceiro indicam que envidarão esforços com o objetivo de – ou tendentes a – valorizar o investimento inicialmente realizado.



# A prevalência da substância econômica sobre a forma jurídica

## Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co. (1946)

- Oferta de pequenos terrenos nos quais seria desenvolvido o cultivo de laranja
- Oferta de um contrato de prestação de serviço para cultivo e operação da propriedade
- Contratos formalmente independentes
- Oferta destacava os possíveis retornos do investimento e que não seria economicamente viável que o proprietário explorasse diretamente o seu imóvel.

A Suprema Corte dos EUA destacou que o conceito de contrato de investimento demanda uma análise que sobrepõe a substância econômica à forma jurídica, concluindo que a oferta de terrenos era uma oferta de valores mobiliários.

## United Housing Foundation, Inc. v. Forman (1975)

- Venda de ações emitidas por uma sociedade sem fins lucrativos
- Emissora proprietária de moradias destinadas a pessoas de baixa renda
- As ações ofertadas ao público eram vinculadas a imóveis específicos.

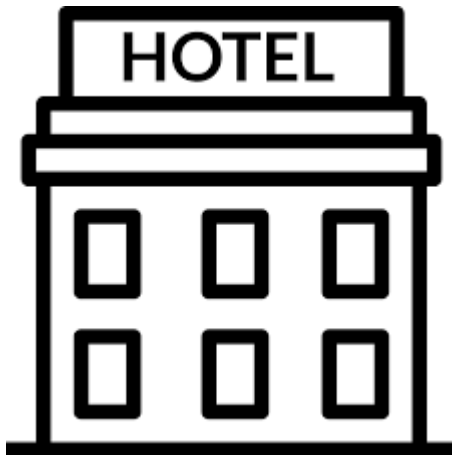
A Suprema Corte entendeu que a oferta de ações, em essência, envolveu a venda de imóveis para moradia e não uma oferta de contratos de investimento. Portanto, não deveria estar sujeita ao regime do mercado de capitais.

**Georgakopoulos: “Buyers of land in Howey were held to be buyers of securities; buyers of shares in Forman were held to be buyers of land.”<sup>[1]</sup>**

[1] GEORGAKOPOULOS, Nicholas. *The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2018, p. 23.



# Os condo-hotéis



Oportunidade de investimento...

em empreendimento hoteleiro...

administrado por operador com expertise na área...

que distribuirá os lucros do empreendimento entre os sócios do empreendimento.

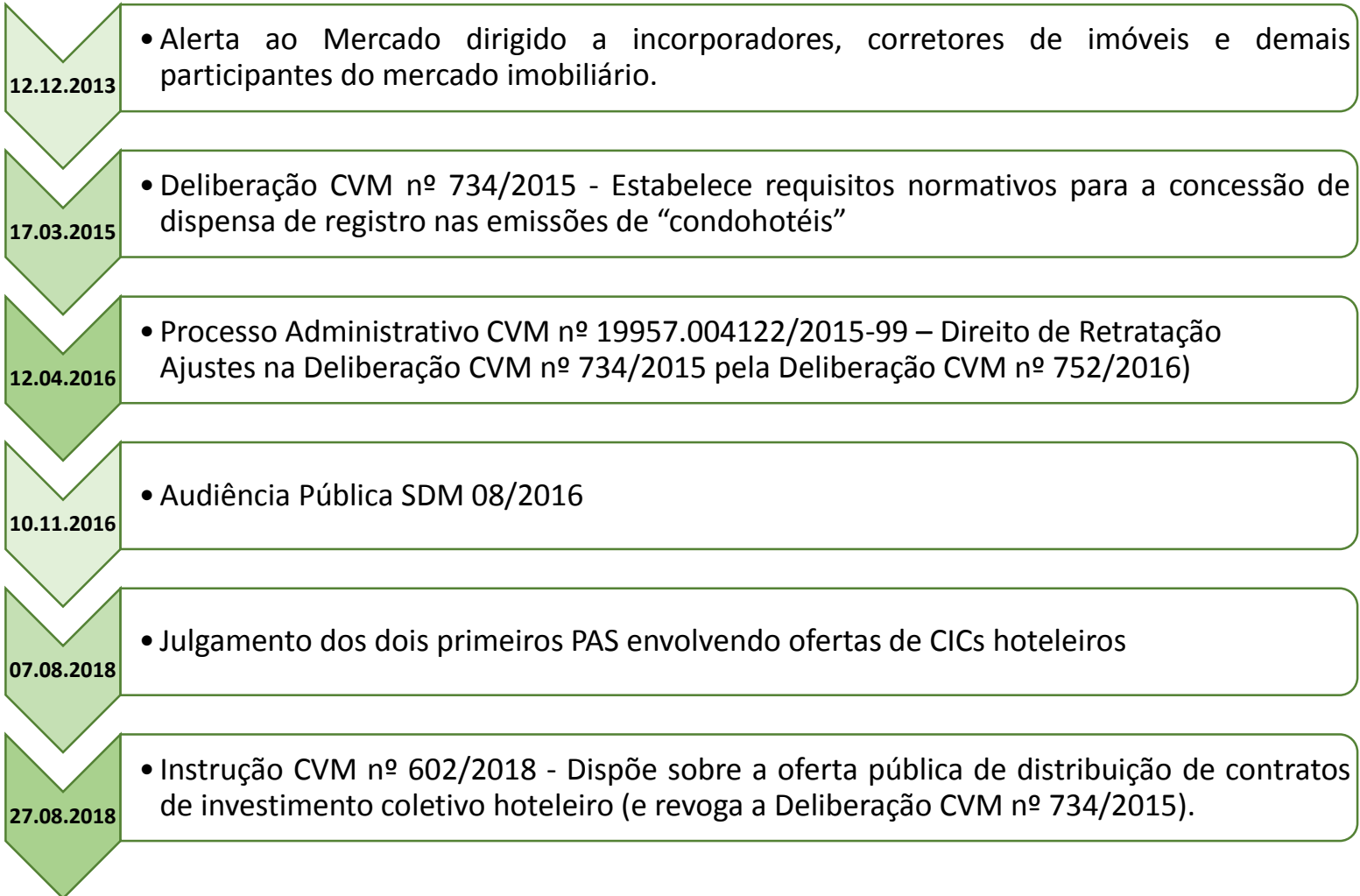
Produto divulgado na internet, em jornais e em outros canais.

**Ofertas de investimento com as características acima caracterizam uma oferta de CIC e, conseqüentemente, estão sujeitas ao regime mobiliário**

Diferentes estruturas jurídicas (unidades autônomas, cotas/ações, conta de participação...) podem ser utilizadas. Esse aspecto não é determinante para fins da análise quanto à existência de um CIC – a ênfase é sempre na substância econômica do negócio!



# Condo-hotéis: Visão Geral







# Jurisprudência da CVM: Oferta irregular de CIC hoteleiro

- Marcos temporais
  - Período anterior ao Comunicado ao Mercado
  - O “período de assimilação”
- Distinção entre os papéis desempenhados pela incorporadora e pela operadora hoteleira durante o processo
  - PAS CVM RJ2017/2225, j. em 28.08.2018: Operadora hoteleira absolvida da acusação de oferta irregular por não ter praticado qualquer ato de distribuição
- Registro/dispensa de registro posterior à oferta não sana as irregularidades passadas
- Penalidade fixada por oferta realizada
  - Capacidade econômica do ofertante deve ser considerada na fixação da pena-base
  - Número de unidades vendidas como circunstância atenuante ou agravante da pena-base



# A Instrução CVM nº 602/2018

- Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de CICs hoteleiros
- Aplicável somente para CICs hoteleiros de empreendimentos estruturados sob a modalidade de condomínios edilícios com unidades autônomas individualizadas
- Registro obrigatório, exceto nas hipóteses de dispensa automática (artigo 28)
- Distinção entre os papéis desempenhados pela incorporadora e pela operadora hoteleira durante o processo
  - Operadoras hoteleiras: dever de rever o prospecto e o estudo de viabilidade e de prestar declaração sobre a veracidade, consistência e suficiência das informações prestadas nos referidos documentos
    - A princípio, não pratica nenhum ato de distribuição: PAS CVM RJ2017/2225, j. em 28.08.2018
  - Incorporadoras devem fiscalizar a atuação das corretoras de imóveis



# A Instrução CVM nº 602/2018

- Prazo da oferta: 36 meses, prorrogável uma única vez por igual período
- Prospecto: Obrigatório. Conteúdo mínimo previsto no Anexo 6-I
- Estudo de viabilidade econômica e financeira: Obrigatório. Conteúdo mínimo previsto no Anexo 6-II
- Declaração do investidor: Obrigatório. Conteúdo mínimo previsto no Anexo 6-III
- Material publicitário: Aprovação facultativa
- Divulgação de DFs auditadas
  - Prazo: 90 dias
  - Pode ser dispensada pelos condôminos reunidos em assembleia, a partir do terceiro ano após a data de divulgação das DFs anuais auditadas em que se tiver reconhecido, pela primeira vez, receita operacional.



# A particularidade das ofertas de condo-hotel

“A caracterização de determinado produto como um contrato de investimento coletivo não depende de prévia manifestação da CVM, mas da sua subsunção aos requisitos do chamado Howey Test.

Na minha visão, **o caso dos chamados condohotéis é excepcional, pois a própria CVM em suas manifestações iniciais alimentou a dúvida que existia no mercado. Essa particularidade justifica que o Colegiado venha, nos casos que envolvem oferta irregular de CIC hoteleiro, reconhecendo que a análise da reprovabilidade da conduta deve atentar para certos marcos temporais específicos.** Ademais, em razão das especificidades daquele mercado, as penas cominadas têm sido fixadas a partir de um valor base próximo ao que vinha sendo praticado nos inúmeros termos de compromisso já celebrados, ajustados para refletir certas variáveis, tais como a quantidade de unidades efetivamente vendidas.

**Não me parece razoável que aquele regime, excepcional, seja interpretado de forma expansiva, abarcando todo e qualquer CIC que tenha um componente imobiliário.”**

**Voto vencedor – Diretor Gustavo Gonzalez – PAS CVM nº 19957.006343/2017-63, j. em 07.09.2019**



# Multipropriedade como CIC?

- Processo CVM nº 19957.009524/2017-41, j. 22.04.2019:
  - Consulta ao Colegiado sobre a caracterização de contratos de venda de frações de tempo em empreendimento imobiliário estruturado sob o modelo de multipropriedade (*time sharing*), como CIC se aliados a *pool* de locação voluntário e ofertados publicamente
- Foco na realidade econômica da transação: a forma jurídica desempenha um papel secundário
- O fato de a propriedade ser dividida em frações de tempo é a princípio indiferente para o exame em tela.
- A simples aquisição de uma unidade imobiliária com o objetivo de investimento não é suficiente para atrair o regime mobiliário. É necessário, dentre outros elementos, que a perspectiva de lucro esteja associada aos esforços do empreendedor ou de outro terceiro.
- O simples fato de o investidor ser demandado a tomar certas medidas não afasta o regime mobiliário. Os esforços de terceiros podem não ser exclusivos, contanto que sejam, ao final, preponderantes e decisivos para a expectativa de rentabilidade.



# Multipropriedade como CIC?

- Nem toda combinação entre a oferta de uma unidade imobiliária e de adesão a um *pool* hoteleiro caracterizará um contrato de investimento coletivo.
  - Quando a aquisição do imóvel ou da fração temporal é condicionada à celebração de contrato por meio do qual aquela unidade ou fração é colocada em um *pool* obrigatório de locação, se está diante de uma oferta de CIC
  - Quando a venda de imóveis e a adesão ao pool de locação não são indissociáveis – e essa indissociabilidade precisa ser analisada não só sob o aspecto jurídico, mas também sob o econômico –, outros elementos devem ser considerados. Deve-se, em especial, atentar para a motivação dos investidores em adquirir os imóveis e a ênfase dada pelo vendedor na promoção do investimento.
- Além do *pool* de locação, outros contratos ou circunstâncias podem caracterizar o produto, visto de forma integrada, como um contrato de investimento coletivo.
- Se os imóveis são vendidos com a finalidade primária de uso pessoal, não há que se falar em uma oferta de contrato de investimento coletivo.



**Gustavo Gonzalez**

Diretor



**(21) 3554.8250**  
**(11) 2146.2002**



**dgg@cvm.gov.br**



<http://www.cvm.gov.br/>



@cvmgovbr | @cvmeducacional



@cvmeducacional



/cvmeducacional

