

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 15

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da
Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2014

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares; Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

Coordenação: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

Conselho Editorial: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), Antônio José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

Conselho Executivo: Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto e Viviane Perez.

Pareceristas deste número: Adem Bafti (UNIVAP), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), Eduardo Takemi Kataoka (UERJ), Jacques Labrunie (PUC-SP), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Milena Donato Oliva (UERJ), Sergio Negri (UFJF).

PATROCINADORES:

**CAMPINHO**
ADVOGADOS

**MOREIRA MENEZES . MARTINS . MIRANDA**
ADVOGADOS

ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — nº 15 (julho/dezembro 2014)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Bocater, Camargo, Costa e Silva Advogados Associados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicada no segundo semestre de 2015.

FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO VIA MERCADO DE CAPITAIS¹

REAL ESTATE FINANCING BY MEANS OF CAPITAL MARKETS

Mauricio Moreira Menezes

Resumo: Dois problemas ligados, direta ou indiretamente, à atividade imobiliária sobressaem atualmente no Brasil: o grave déficit habitacional e a escassez de vagas na rede hoteleira em cidades brasileiras vocacionadas para o turismo. Este trabalho, apresentado por ocasião do 3º Congresso de Direito Empresarial Bahia, versa sobre os aspectos jurídicos do chamado “condo-hotel”, com destaque à relevante função de servir como fonte de financiamento imobiliário e, ainda, revisita a disciplina dos fundos de investimento imobiliário, cuja expansão nos últimos anos não foi ao acaso, mas sim fruto de aperfeiçoamentos normativos.

Palavras-chave: Atividade imobiliária. Financiamento. Mercado de capitais.

Abstract: Two problems, linked directly or indirectly to real estate activity, currently afflict Brazil: the serious housing deficit and the shortage of hotel rooms in cities that are noted as tourist destinations. This paper, presented at the Third Business Law Conference in Bahia, examines the legal aspects of the so-called condo hotel, with empha-

¹ Artigo recebido em 01.12.2015 e aceito em 08.12.2015.

sis on the relevant function of this mechanism as a source of financing projects. It also reviews the rules on real estate investment funds, whose expansion in recent years has been no accident, but rather fruit of key normative improvements.

Keywords: Real estate. Financing. Capital markets.

Sumário: 1. Introdução. 2. O condo-hotel. 3. Fundos de investimento imobiliário: uma nova onda. 4. Conclusões.

1. Introdução.

O Brasil é um país que apresenta grave déficit habitacional, como se vê da expansão crítica e generalizada da favelização nos centros urbanos.

Há décadas, sucessivos governos foram incapazes de criar e executar políticas públicas que garantam ou ao menos que criem mecanismos de acesso efetivo pelo cidadão à moradia, direito de hierarquia constitucional (art. 6º, da Constituição da República).

E a questão imobiliária não para por aí: indicadores mostram que há falta de vagas na rede hoteleira em cidades brasileiras vocacionadas para o turismo. Por outro lado, em cidades nas quais se verificou crescimento econômico nos últimos anos (por conta de ciclos extrativistas de *comodities*, como a exploração de petróleo), a falta de planejamento das Municipalidades (em igual afronta à Constituição Federal) levou ao inchaço urbano e à carência de vagas em hotéis para a acomodação de profissionais alocados transitoriamente em atividades locais.

O caminho eficaz para o desenvolvimento urbano parece ser aquele levado a efeito pela iniciativa privada. E, nessa ordem de ideias, o financiamento privado da atividade imobiliária reafirma seu caráter de elemento propulsor dessa indústria, ainda porque, a despeito da atual conjuntura econômica desfavorável no Brasil e da crise

que se instaurou no mercado imobiliário, há de se convir que o ambiente de negócios em muito melhorou, se comparado com o que se tinha nas décadas de 1960-1990.

Este trabalho, apresentado por ocasião do 3º Congresso de Direito Empresarial Bahia, para o qual o autor teve a honra e a satisfação de ser convidado, versa sobre os aspectos jurídicos do chamado “condo-hotel”, com destaque à relevante função de servir como fonte de financiamento imobiliário e, ainda, revisita a disciplina dos fundos de investimento imobiliário, cuja expansão nos últimos anos não foi ao acaso, mas sim fruto de aperfeiçoamentos normativos.

2. O condo-hotel.

No que diz respeito à atividade hoteleira, a fragmentação da propriedade imobiliária por meio da criação de unidades imobiliárias autônomas e, ainda, a instituição de condomínio *pro indiviso* com a atribuição de frações ideais a condôminos, correspondem a modelos de negócio próprios dessa indústria.

Cria-se, dessa forma, o chamado *pool* hoteleiro, fundado em um contrato ou convenção de condomínio, por meio da qual são criadas regras sobre a destinação a ser dada às unidades hoteleiras, cuja administração é contratada com empresa especializada, cabendo ao titular da unidade hoteleira a participação no resultado dessa gestão e, frequentemente, o direito de usar sua unidade por uma quantidade limitada de dias a cada ano.

Agrega-se ao empreendimento imobiliário um “pacote” de serviços hoteleiros, cujos efeitos imediatos são: (i) atrair, como adquirentes de unidades, investidores interessados em diversificar risco e auferir renda, ao invés de pessoas que desejam residir ou fazer uso do imóvel; (ii) a adesão pelo investidor a modelo contratual cujo sucesso em nada dele depende, porquanto a gestão do negócio é delegada a terceiro empreendedor, que aloca ao hotel sua “bandeira” (leia-se, marca) e seu *know how* em administração dessa categoria de estabe-

lecimento, para cuja execução goza de razoável autonomia, desde que cumpra com as metas estabelecidas no contrato de administração.

Nos casos em que essa dinâmica funciona por meio da congregação de esforços de poucos agentes, usualmente os próprios empreendedores imobiliários na posição de proprietários ou condôminos, lida-se com nada além do que um modelo privado de composição de interesses, uma comunhão formada entre empresários, que combinam o modo de condução da atividade, fiscalizando e controlando a pouca distância a administração hoteleira, não raramente executada por um dos integrantes do *pool*.

O problema muda diametralmente de contorno nas hipóteses em que o empreendedor busca terceiros interessados (indeterminados) em investir no negócio hoteleiro, por meio de sua divulgação ao público, seguindo uma prática bem-sucedida em outros países desenvolvidos, como os Estados Unidos da América.

Nesse sentido, ao se ofertar a público a aquisição de unidade hoteleira como opção de investimento, cujo resultado não depende do desempenho do investidor, o objeto da oferta aproxima-se da cláusula geral prevista no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, cuja redação, dada pela Lei nº 10.303/2001, estabelece as balizas do chamado “contrato de investimento coletivo”, enquadrando-o como valor mobiliário, nos seguintes termos:

Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

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.

Caracterizado o objeto da oferta como valor mobiliário, exige-se seu registro e o do ofertante perante a Comissão de Valores Mobi-

liários, tudo conforme determinado, respectivamente, pelos arts. 19 e 21, da Lei nº 6.385/76, além da contratação de entidade que preste serviços de intermediação da oferta (*underwriting*), integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 19, § 4º, da Lei nº 6.385/76).

Por sua vez, para que o esforço de colocação do valor mobiliário seja caracterizado como oferta pública, é necessário que o ofertante: (i) utilize folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; (ii) busque atrair adquirentes por meio de colaboradores, empregados, agentes ou corretores; e (iii) promova a negociação em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação (art. 19, § 3º, da Lei nº 6.385/76).

Em 12.12.2013, a Comissão de Valores Mobiliário divulgou em sua página eletrônica na internet o seguinte alerta:

CVM alerta para ofertas irregulares de investimento em empreendimentos imobiliários.

A CVM vem observando a ocorrência de situações que podem configurar captação irregular de poupança popular, promovidas, em regra, por incorporadores e corretores de imóveis, através da oferta pública de oportunidades de investimento em empreendimentos imobiliários.

Nessas situações, os investidores recebem propostas de investimento por diversos meios: TV, rádio, jornais, e também por correios eletrônicos enviados por corretores de imóveis ou outros representantes de incorporadores, onde são apresentadas tais oportunidades e sua virtual lucratividade. Nas situações mais comuns, os investimentos do público são direcionados a sociedades em conta de participação (SCP), por meio da compra e venda de frações ideais de imóveis que correspondem a cotas das sociedades, muito embora outros tipos de contrato e de sociedade também possam ser utilizados.

De todo modo, os contratos firmados sempre conferem aos investidores o direito de participação nos resultados – positivos ou negativos – do empreendimento imobiliário, resultados esses oriundos de atividades como hotelaria, locações comer-

ciais ou residenciais, dentre outras, configurando-se o que a Lei nº 6.385/76 chama de contratos de investimento coletivo.

Por força do disposto nos art. 2º, inciso IX, e art. 19, ambos da Lei nº 6.385/76, as ofertas de investimento que utilizarem a forma e os meios de divulgação aqui descritos devem ser previamente registradas na CVM e somente podem ser realizadas por sociedades também registradas na Autarquia. Assim, a CVM alerta os incorporadores, corretores de imóveis e demais participantes do mercado imobiliário que somente realizem tais operações mediante a fiel observância da legislação em vigor, com a necessária obtenção dos prévios registros na CVM.

O alerta da Comissão de Valores Mobiliários foi importante para colocar um freio em situações consideradas irregulares, principalmente naquelas em que os materiais de publicidade divulgavam a oferta de um bem imóvel com promessas de alta rentabilidade, quando, na prática, o adquirente aderiu a um contrato de sociedade em conta de participação, recebendo um pacote de direitos e deveres que nem de longe podiam ser equiparados à titularidade imobiliária.

Por outro lado, ao se generalizar o erro cometido por alguns, aquele alerta representou grave desincentivo às ofertas que vinham sendo realizadas por empreendedores imobiliários considerados sérios, os quais se viram carentes de uma padronização de regras que viessem a organizar a captação de poupança popular no âmbito da atividade hoteleira.

Em uma palavra, trouxe severa insegurança jurídica tanto para esses agentes, quanto para prestadores de serviços hoteleiros e, ainda, impactou o processo de tomada de decisões por interessados na aquisição das unidades imobiliárias, então já conhecidas como “condo-hotel”, por força da influência dos usos praticados nos Estados Unidos, onde a expressão é largamente difundida.

Nesse contexto, as sociedades denominadas Incortel Vitória Consultoria e Hotelaria Ltda. e Arpoador Fashion Hotel Empreendimento SPE Ltda., protocolaram em 03.02.2014 pedido de dispensa de

registro perante a Comissão de Valores Mobiliários, com referência à oferta de 445 frações ideais do imóvel situado na Rua Bulhões de Carvalho, nº 337, Arpoador, zona sul da Cidade do Rio de Janeiro, no qual será erigido empreendimento com 89 unidades hoteleiras, a ser operado pela rede “Best Western”, na categoria “Plus”. O valor de cada fração foi fixado em R\$ 220.000,00 (data base de março de 2014, sujeita à correção monetária pelo índice INCC/FGV) e o valor total da oferta em R\$ 97.900.000,00. A finalização das obras está prevista para dezembro de 2015 e a entrega do hotel em abril de 2016 (Processo nº RJ 2014-1053).

O caso é relevante por ter provocado o exame minucioso da Comissão de Valores Mobiliários, seguido de sua formal manifestação, funcionado como precedente a propósito do tema.

Sob o enfoque técnico, o contrato de investimento coletivo foi delimitado pela conjugação de dois contratos que serão ofertados em conjunto, denominados (i) “Instrumento Particular de Promessa de Cessão de Direitos Aquisitivos Sobre Fração de Terreno com Futuras Benfeitorias e Outras Avenças”, que tem como anexo uma “Minuta da Convenção de Condomínio”; e (ii) “Contrato de Administração Condominial e Locação do Empreendimento Best Western Plus Arpoador Fashion Hotel e Outras Avenças”.

Os argumentos apresentados pelas requerentes podem ser aqui resumidos em três diferentes categorias:

(i) quanto aos destinatários da oferta: propôs-se que houvesse uma qualificação prévia dos destinatários, chamados “investidores credenciados” (conceito próximo ao de investidor qualificado²), com

2 O conceito vinha estabelecido pelo art. 109 da Instrução CVM nº 409/2004, revogada pela Instrução CVM nº 555/2014, que dispõe sobre regras gerais a respeito dos fundos de investimento. Por sua vez, a Instrução CVM nº 554/2014 trouxe relevantes inovações sobre o tema, ao tratar de diferentes categorias de investidores, classificando-os em qualificados e profissionais, os quais têm acesso aos chamados “fundos restritos”. Nesse sentido, a Instrução CVM nº 554/2014 acrescentou os arts. 9º-A, 9º-B e 9º-C à Instrução CVM nº 539/2013, com os seguintes enquadramentos: (i) investidores profissionais: instituições financeiras e demais instituições

patrimônio e renda elevados, cuja situação socioeconômica os dota de melhores condições para avaliar as vantagens e os riscos do investimento;

(ii) quanto ao modo de divulgação da oferta: uso de veículos de comunicação, como internet, jornais e revistas, fazendo-se referência expressa à venda de fração imobiliária, sem destaque ao benefício econômico que pode advir da aquisição, com exceção à menção da possibilidade de inclusão do imóvel “em um acordo de aluguel”. Acresça-se que as requerentes propuseram mencionar como quatro principais fatores de risco: (ii.a) possíveis adversidades enfrentadas pelo setor hoteleiro (por diferentes motivos, desde a situação macroeconômica do País, até o crescimento da concorrência); (ii.b) má administração da empresa especializada contratada para realização da operação hoteleira; (ii.c) a demanda por vagas no setor hoteleiro pode não se sustentar nas mesmas bases após a realização dos grandes eventos esportivos previstos para os anos de 2014 a 2016 (em especial, na Cidade do Rio de Janeiro, as Olimpíadas de 2016); (ii.d) a venda de unidades imobiliárias e frações imobiliárias vinculadas a contratos de locação é uma espécie de valor mobiliário em desenvolvimento no Brasil e não há garantias de que haverá um mercado se-

autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; companhias seguradoras e sociedades de capitalização; entidades abertas e fechadas de previdência complementar; pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio; fundos de investimento; clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; investidores não residentes; e (ii) investidores qualificados: investidores profissionais; pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

cundário, dotado de liquidez, para sua futura negociação, de sorte que não se pode assegurar que o ativo irá manter a mesma valorização, tanto no mercado de valores mobiliários, quanto no imobiliário; e

(iii) quanto ao direito dos adquirentes: alargamento dos direitos dos adquirentes (se comparado com outras operações anteriores), para que passem a ter maior autonomia e melhores condições de usar sua fração ou unidade hoteleira. Por meio da convenção de condomínio (*pro indiviso*), os adquirentes poderão discutir as condições do contrato de administração hoteleira; poderão livremente constituir ônus reais sobre sua fração ou unidade; anualmente, os adquirentes poderão fazer uso da unidade hoteleira por um período determinado; os adquirentes terão acesso a relatório de auditoria independente a respeito das contas prestadas pela administradora do hotel; terão ainda direito à percepção de resultado, adotando-se como política a distribuição de 90% do resultado líquido operacional; recebimento pelos adquirentes de informações periódicas (trimestrais) sobre o desempenho da operação hoteleira e, ainda, os adquirentes terão o direito de substituir a administradora do hotel, em caso de administração não satisfatória.

Ponderou-se que, como se tratava de negócio imobiliário, com registro da transferência perante o Registro Geral de Imóveis competente, aquela operação não poderia ser vista como uma oferta de títulos mobiliários pura e simples, justificando-se, por todas essas razões, a referida dispensa de registro perante a Comissão de Valores Mobiliários.

Além do pedido de dispensa da oferta, aquelas entidades requereram a dispensa de contratação de entidade prestadora serviços de intermediação da oferta (*underwriting*), integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, sob o argumento que tal intermediação vinha sendo feita por corretores de imóveis, em observância aos usos do mercado.

Acresça-se que foram ainda apresentados os seguintes pedidos de dispensa:

(i) registro de companhia aberta, sob a alegação de que o risco do investidor se encontra relacionado ao empreendimento propriamente dito, a ser administrado por terceiro e não pelo ofertante;

(ii) prazo limite para a distribuição, uma vez que o esforço de venda das unidades imobiliárias seria “permanente”, sem prazo previamente determinável e a venda fragmentada seria inerente ao perfil do empreendimento; e

(iii) elaboração de prospecto, usando-se o material de publicidade para a instrução do investidor quanto aos detalhes da oferta e os fatores de risco inerentes a essa espécie de valor mobiliário.

A situação é nova no Brasil. Na prática, pode-se dizer que se trata de um paradoxo: imóvel vendido como valor mobiliário. Em uma reflexão preliminar, essa equiparação é possível não apenas pela desmaterialização dos valores mobiliários (emitidos e negociados sob a forma escritural), como também pela essência do objeto da aquisição.

Explica-se: o ofertado adquire muito mais um direito à fruição do imóvel, correspondente à percepção da renda obtida pela atividade hoteleira e muito menos um direito a seu uso. Aliás, frequentemente o uso do quarto de hotel é restrito a poucos dias no ano e, não obstante, recai sobre qualquer unidade *standard* do empreendimento hoteleiro e não necessariamente naquela adquirida, ainda porque, tal como verificado no caso acima comentado, os modelos mais adotados são aqueles em que o investidor adquire a fração ideal do imóvel e não uma unidade autônoma.

Embora seja uma inovação no mercado brasileiro, a questão do condo-hotel vem sendo debatida nos Estados Unidos da América desde a década de 1970, tendo a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) emitido parecer em 02.01.1973 (*Release n.º 33-5347*) com o objetivo de consolidar seu entendimento sobre a oferta ao público em geral de condomínios ou unidades imobiliárias relacionadas a contratos de locação ou a acordos de distribuição de renda, determinando o prévio registro da oferta perante a SEC.

Em 2002, a SEC acolheu pedido de dispensa de registro de oferta de venda de unidades imobiliárias hoteleiras, diante do comprometimento do ofertante com a adoção de certas medidas protetivas dos interesses de potenciais compradores, especialmente quanto à opção de adesão ao contrato de locação (leia-se, adesão ao *pool* hoteleiro), que seria absolutamente voluntária e segregada do negócio de compra e venda imobiliária. Essa condição deveria estar expressa nos materiais de propaganda, que não poderiam, por sua vez, enfatizar a rentabilidade do negócio hoteleiro, para que tal elemento não viesse a ser preponderante no processo de convencimento e tomada de decisão pelo investidor.

Voltando-se ao Processo CVM nº RJ 2014-1053, a área técnica da CVM, por intermédio da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários opinou pelo deferimento dos pedidos da Incortel Vitória Consultoria e Hotelaria Ltda. e Arpoador Fashion Hotel Empreendimento SPE Ltda., condicionando-o à prévia aprovação, pela área técnica da CVM, dos materiais de divulgação a serem utilizados na oferta.

Em 30.04.2014, o Colegiado apreciou e julgou os referidos pedidos, confirmando a decisão da área técnica, nos seguintes termos:

Trata-se de pedido de dispensa de registro e de requisitos de registro de oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo (“Oferta” e “CICs”, respectivamente), nos termos da Instrução CVM nº 400/03 (“Instrução CVM 400”), formulado por Arpoador Fashion Hotel Empreendimento SPE Ltda. e Incortel Vitória Consultoria e Hotelaria Ltda. (“Requerentes”) (...)

Conforme informado pelas Requerentes, a Oferta pretendida possui as seguintes principais características:

a. CICs compostos por dois contratos a serem ofertados em conjunto, denominados (i) “Instrumento Particular de Promessa de Cessão de Direitos Aquisitivos Sobre Fração de Terreno com Futuras Benfeitorias e Outras Avenças”, que tem como anexo uma “Minuta da Convenção de Condomínio”; e (ii) “Contrato de Administração Condominial e Locação do Empreendimento Best Western Plus Arpoador Fashion Hotel e Outras Avenças”;

b. oferta consistente na emissão de 445 frações imobiliárias hoteleiras representativas de 89 unidades hoteleiras (“Empreendimento”), no montante de R\$ 97.900.000,00;

c. investimento mínimo no valor de R\$ 220.000,00, equivalente a uma fração imobiliária hoteleira;

d. apenas investidores qualificados nos termos do art. 109 da Instrução CVM nº 409/04 (“Instrução CVM 409”) poderão adquirir as frações imobiliárias ofertadas;

e. intermediação do investimento será feita por meio de corretores e sociedades corretoras de imóveis; e

f. divulgação de informações relacionadas ao empreendimento imobiliário antes e após a Oferta, tais como: (i) Estudo de Viabilidade Econômica do Empreendimento; (ii) indicação dos principais fatores de risco da Oferta; (iii) modelos dos contratos que constituem os CICs; (iv) material publicitário produzido em observância ao art. 50 da Instrução CVM 400; e (v) informações financeiras trimestrais e anuais auditadas por auditor independente registrado na CVM, dentre outras.

Nesse contexto, as Requerentes solicitam as seguintes dispensas:

a. registro de oferta pública de valores mobiliários com base no art. 4º, § 1º, incisos V, VI e VII, da Instrução CVM 400, com a consequente dispensa da necessidade de elaboração de prospecto, formulário de referência e demonstrações financeiras na forma da lei societária;

b. necessidade de contratação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, na forma do art. 3º, § 2º e art. 4º da Instrução CVM 400, sendo as vendas realizadas por meio de corretores e sociedades corretoras de imóveis;

c. cumprimento dos prazos de duração da oferta, prescritos pelos arts. 17 e 18, da Instrução CVM 400, com base no art. 8º, inciso II, e art. 19, § 5º, da Lei nº 6.385/76; e

d. registro de emissor de valores mobiliários, tendo em vista precedentes favoráveis da CVM.

A SRE manifestou-se favoravelmente às dispensas solicitadas pelas Requerentes, com fundamento no MEMO/CVM/SRE/Nº 15/2014, de 24.04.2014.

O Colegiado da CVM, por unanimidade, decidiu deferir os pedidos de dispensa formulados, nos termos do Memorando da SRE, condicionando tal dispensa, no entanto, à realização de determinados ajustes no que se refere ao público alvo da

Oferta em questão.

No entendimento do Colegiado, a Oferta deve ser exclusivamente destinada a investidores que se enquadrem no conceito de investidor qualificado previsto no art. 109 da Instrução CVM 409, e, ainda, que: (i) possuam ao menos R\$ 1,5 milhão de patrimônio; ou, alternativamente, (ii) invistam ao menos R\$ 1 milhão na Oferta em questão.

O Colegiado esclareceu que os Requerentes serão responsáveis por verificar, quando for o caso, o atendimento ao requisito patrimonial de que trata o item (i) acima, podendo se utilizar, para tanto, de extrato ou comprovante emitido por instituições integrantes do sistema financeiro nacional, declaração de imposto de renda ou escritura de imóvel.

Por fim, o Colegiado esclareceu que os ajustes em questão devem ser exigidos apenas para futuros investidores no Empreendimento.

O assunto continuou gerando polêmica. Em 10.09.2014, a Comissão de Valores Mobiliários publicou o seguinte alerta:

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) determinou, por meio da Deliberação CVM nº 725/14, a imediata suspensão de oferta de contratos de investimento coletivo pela Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda., por Jaime Garcia Dias e por Aline Coutinho Cabral Garcia Dias.

A Autarquia constatou que a Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda. e seus sócios administradores Jaime Garcia Dias e Aline Coutinho Cabral Garcia Dias vêm oferecendo, por meio de página virtual <http://cabralgarcia.com.br>, de anúncios publicados em jornais, dentre outros, oportunidades de investimento (títulos ou contratos de investimento coletivo), utilizando-se de apelo ao público em geral. As ofertas são relacionadas aos empreendimentos “Townhouses COPA 5 by Ramada” (também nominado como “Ramada Hotel & Suítes Copacabana”), “Américas Townhouses Hotel by Ramada” e “Hotel Ibis Volta Redonda/Barra Mansa”.

A CVM esclarece que a Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda. não se encontra registrada na CVM como companhia aberta ou emissora de valores mobiliários. Além disso, as ofertas públicas realizadas por tal sociedade também não foram registradas nem dispensadas de registro por

esta Comissão, configurando, desta maneira, procedimentos irregulares. Assim, a Deliberação tem o objetivo de suspender essa atuação e alertar ao mercado quanto às ofertas irregulares.

O descumprimento dessa determinação enseja multa cominatória diária no valor de R\$ 5 mil, sem prejuízo da responsabilidade pelas infrações já cometidas, com a imposição das penalidades cabíveis, nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385/76.

Esta Comissão solicita aos investidores que recebam propostas de investimento por parte da Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda., de Jaime Garcia Dias e de Aline Coutinho Cabral Garcia Dias, que comuniquem o fato por meio do Serviço de Atendimento ao Cidadão (SAC), disponível na página da CVM (www.cvm.gov.br), em "Fale com a CVM". É importante que sejam prestadas informações que detalhem as condições da oferta de valores mobiliários e que permitam a correta identificação das pessoas envolvidas, inclusive para configurar o eventual descumprimento da determinação de suspensão das referidas condutas.

A CVM esclarece ainda que não tem o poder de determinar o ressarcimento de eventuais prejuízos de pessoas que aderiram às ofertas irregulares em questão. No entanto, a Autarquia pode aplicar as penalidades previstas no art. 11 da Lei 6.385/76 e, por exemplo, comunicar os fatos ao Ministério Público diante da existência de indícios da ocorrência de ilícito penal.

Em caso de eventual prejuízo individual, a indenização deve ser perseguida junto ao Poder Judiciário. Nessa hipótese, esta Comissão poderá ser intimada, pelo Juízo, a oferecer parecer ou prestar esclarecimentos sobre a questão, nos termos do art. 31 da Lei nº 6.385/76.

Reproduza-se adiante o texto da mencionada Deliberação CVM nº 725:

a. a CVM constatou que Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda., inscrita no CNPJ/MF sob o nº 06.913.472/0001-11, e seus sócios administradores, Sr. Jaime Garcia Dias, inscrito no CPF sob o nº 000.535.047-63 e Sra. Aline Coutinho Cabral Garcia Dias, inscrita no CPF sob o nº 087.998.557-71, vêm oferecendo, em página na rede mundial de computadores (

cia.com.br/), por meio de anúncios publicados em jornais, dentre outros, oportunidades de investimento relacionadas aos empreendimentos “Townhouses COPA 5 by Ramada” (também nominado na referida página como “Ramada Hotel & Suítes Copacabana”), “Américas Townhouses Hotel by Ramada” e “Hotel Ibis Volta Redonda/Barra Mansa”, utilizando-se de apelo ao público para celebração de contratos que, da forma como vêm sendo ofertados, enquadram-se no conceito legal de valor mobiliário;

b. em face da legislação em vigor, 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, somente podem ser ofertados publicamente mediante registro da oferta na CVM;

c. nem os ofertantes, tampouco as ofertas públicas de valores mobiliários, as quais vêm sendo feitas com a utilização de publicidade, foram submetidas a registro perante a CVM, o que configura infração aos artigos 19 e 21, § 1º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 4º, § 1º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976; e

d. a oferta pública de valores mobiliários sem prévio registro na CVM autoriza esta Autarquia a determinar a suspensão de tal procedimento, na forma do art. 20 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, sem prejuízo das sanções administrativas cabíveis, e constitui, ainda e em tese, o crime previsto no art. 7º, inciso II, da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986;

DELIBEROU:

I. alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral que a Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda., inscrita no CNPJ/MF sob o nº 06.913.472/0001-11, e seus sócios administradores, Sr. Jaime Garcia Dias, inscrito no CPF sob o nº 000.535.047-63 e Sra. Aline Coutinho Cabral Garcia Dias, inscrita no CPF sob o nº 087.998.557-71, não se encontram habilitados a ofertar publicamente quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo, conforme definição constante do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, tendo em vista tratar-se de pessoas não registradas como companhia aberta ou emissora de valores mobiliários, e de ofertas públicas sem registro (ou dispensa deste) na CVM;

II. determinar a todos os sócios, responsáveis, administradores e prepostos da pessoa jurídica aci-

ma referida que se abstenham de ofertar ao público quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivos sem os devidos registros (ou dispensas deste) perante a CVM, alertando que a não-observância da presente determinação acarretará multa cominatória diária, no valor de R\$ 5.000,00 (cinco mil reais), sem prejuízo da responsabilidade pelas infrações já cometidas, com a imposição da penalidade cabível, nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Como acima dito, o caso em tela é referente aos empreendimentos “Townhouses COPA 5 by Ramada” (também nominado como “Ramada Hotel & Suítes Copacabana”), “Américas Townhouses Hotel by Ramada” e “Hotel Ibis Volta Redonda/Barra Mansa”, realizados pela Cabral Garcia Empreendimentos Imobiliários Ltda., ofertados como oportunidade de investimento por meio da internet e anúncios publicados em jornais e outros veículos de comunicação, sem que houvesse prévio registro perante a Comissão de Valores Mobiliários ou, alternativamente, a dispensa específica do registro pela autarquia.

Outro caso, mais recente, foi o da oferta de condo-hotel realizada pela Trade Invest – Investimento e Desenvolvimento S/A (“Trade Invest”), em conexão com os empreendimentos denominados “Trade Plaza Limeira”, “Trade Plaza Hortolândia”, “Trade Plaza Ribeirão Preto”, “Hotel Encore Tatuí”, “Hotel Comfort Americana” e “Hotel Holiday Inn Jundiá”, que ensejou a instauração, em 06.03.2015, de processo pela Superintendência de Registro da Comissão de Valores Mobiliários, com o subsequente envio de “Alerta de Desvio de Conduta”, em 10.04.2015, por meio do Ofício nº 236/2015/CVM/SRE, tendo em vista estar ocorrendo, no entendimento daquela Superintendência, oferta pública irregular de contratos de investimento coletivo, realizada por meio do website da Trade Invest.

Após manifestações da Trade Invest, a Superintendência de Registro da Comissão de Valores Mobiliários propôs ao Colegiado, por meio do Memorando nº 30/2015-CVM/SER, a edição de deliberação de suspensão das ofertas de contratos de investimento coletivo, o que veio a ser afinal acolhido, dando origem à Deliberação CVM nº 737, de 01.07.2015, cujo teor é adiante resumido:

- I. alertar os participantes do mercado de valores mobiliários e o público em geral que a Trade Invest – Investimento e Desenvolvimento S/A, inscrita no CNPJ/MF sob o número 13.823.185/0001-86, e seus responsáveis: Sebastião Sussai, inscrito no CPF sob o nº 967.893.878-20 e Bernardo Caliente Gonçalves, inscrito no CPF sob o nº 333.874.328-95, não se encontram habilitados a ofertar publicamente quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo, conforme definição constante do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, tendo em vista tratar-se de pessoas não registradas como companhia aberta ou emissora de valores mobiliários, e de ofertas públicas não registradas ou dispensadas de registro pela CVM;
- II. determinar a todos os sócios, responsáveis, administradores e prepostos da pessoa jurídica acima referida que se abstenham de ofertar ao público quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivos sem os devidos registros (ou dispensas deste) perante a CVM, alertando que a não observância da presente determinação acarretará multa cominatória diária, no valor de R\$5.000,00 (cinco mil reais), sem prejuízo da responsabilidade pelas infrações já cometidas, com a imposição da penalidade cabível, nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

Por outro lado, a Comissão de Valores Mobiliários prontificou-se a editar norma geral de grave importância para o mercado imobiliário e hoteleiro, que teve por finalidade conferir maior celeridade aos pedidos de dispensa de registro das ofertas de condo-hotéis.

Assim, por meio da Deliberação CVM nº 734/15, que vem sendo chamada de “nova regulação da CVM para condo-hotéis”, foi delegada competência à Superintendência de Registros de Valores Mobiliários para a concessão de tal dispensa, não sendo mais necessário submeter o pedido ao Colegiado da autarquia. Essa medida demonstra a sensibilidade do órgão regulador a respeito do aumento significativo da utilização dos condo-hotéis como instrumento de financiamento da atividade imobiliária no mercado brasileiro.

Os principais aspectos da Deliberação CVM nº 734/15 podem ser assim resumidos:

(i) são definidos como 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 e, como contrato de investimento coletivo o conjunto de instrumentos contratuais ofertados publicamente no âmbito do empreendimento hoteleiro;

(ii) as dispensas incluem registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o registro de emissor de valores mobiliários, a contratação de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários e cumprimento dos prazos de duração da oferta estabelecidos nos arts. 17 e 18 da Instrução CVM nº 400, de 2003;

(iii) podem ser objeto das referidas dispensas as ofertas que apresentem as seguintes características: (iii.a) unidades imobiliárias autônomas destinadas exclusivamente a investidores que possuam ao menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) de patrimônio ou invistam ao menos R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) na oferta; (iii.b) partes ideais de condomínios gerais destinadas exclusivamente a investidores qualificados conforme definição dada pela CVM e, ainda, que possuam ao menos R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) de patrimônio ou invistam ao menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) na oferta;

(iv) é listada uma série de informações e documentos que devem ser providenciados e mantidos pelos ofertantes, dentre os quais os materiais de propaganda, que devem ser previamente aprovados pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários;

(v) por fim, durante o prazo de existência do empreendimento hoteleiro, os ofertantes, ou aqueles que assumirem a sua posição contratual perante os investidores, devem: (v.a) elaborar e colocar à disposição do público, em página na rede mundial de computadores, no prazo de 60 (sessenta dias) contados do encerramento do exercício, demonstrações financeiras anuais elaboradas de acordo com a Lei nº 6.404/76, e auditadas por auditor independente registrado na

CVM; e (v.b) elaborar e colocar à disposição do público, em página na rede mundial de computadores, no prazo de 45 (quarenta e cinco dias) contados da data de encerramento de cada trimestre, demonstrações financeiras trimestrais referentes aos 03 (três) primeiros trimestres de cada exercício, acompanhadas de relatório de revisão especial, emitido por auditor independente registrado na CVM.

De todo exposto, conclui-se que se está diante de uma nova espécie de valor mobiliário, enquadrado na categoria de contrato de investimento coletivo, cuja distribuição pública deve observar os termos da Lei nº 6.385/76, da Deliberação CVM nº 734/15 e, no que couber, da Instrução CVM nº 400/2003.

Para que seja deferida a aludida dispensa de registro, há que se observar o devido processo legal, por meio de requerimento formulado pelo interessado perante a Comissão de Valores Mobiliários, que o analisará de modo casuístico e em conformidade com a Deliberação CVM nº 734/15, considerando os elementos concretos apresentados pelo ofertante, em atenção ao imperativo de proteção ao público investidor e, mediatemente, ao próprio mercado de capitais.

Desde que observada a norma legal e regulamentar editada não apenas pela Comissão de Valores Mobiliários (em especial a Deliberação CVM nº 734/15), como também pela Municipalidade do local onde se situa o empreendimento imobiliário, o condo-hotel surge como relevante opção de investimento e, simultaneamente, eficiente meio de financiamento à atividade hoteleira, de cujo desenvolvimento as cidades brasileiras não podem prescindir.

3. Fundos de investimento imobiliário: uma nova onda.

Os Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”), objeto de disciplina legal própria, nos termos da Lei nº 8.668/93, nada tem de novidade quanto à estrutura jurídica de sua constituição, conhecida desde a década de 1990.

Com efeito, seu conceito continua o mesmo: trata-se de uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários, organizada sob a forma de condomínio fechado (no qual não se admite resgate de cotas), com o escopo de financiar o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários ou, ainda, investir em outros ativos imobiliários (inclusive direitos sobre imóveis ou participação em sociedades imobiliárias, tudo conforme dispuser seu regulamento), para fins de auferir renda resultante de sua exploração econômica, como aquela gerada, por exemplo, pela locação ou arrendamento de imóveis ou direitos sobre imóveis.

A novidade que cabe comentar diz respeito ao alcance de suas funções, que inclusive determinaram sua revisão no plano regulatório, consolidada por meio da Instrução CVM nº 472/2008 (que revogou as Instruções CVM nº 205/1994, nº 389/2003, nº 418/2005 e nº 455/2007), revisitada de tempos em tempos e alterada sucessivamente pelas Instruções CVM nº 478/09, nº 498/11, nº 517/11, nº 528/12 e nº 571/15³.

Dados da Comissão de Valores Mobiliários, que serão adiante expostos, são comprobatórios da expressiva expansão dos FII no mercado de capitais brasileiro, que não se limita ao aspecto quantitativo e, ao contrário, transborda para o lado qualitativo.

Nessa linha, pode-se afirmar que o FII consiste em uma das opções de investimento que mais cresce junto aos pequenos investidores. E uma das razões para tamanho sucesso resulta do incentivo fiscal instituído pela Lei nº 11.196/2005, que alterou a Lei nº 11.033/04.

3 Conforme divulgado pela Comissão de Valores Mobiliários, “O objetivo é aperfeiçoar aspectos do normativo quanto à divulgação de informações periódicas e eventuais pelos administradores de FII. Os informes periódicos previstos na Instrução CVM 472 foram aprimorados e, como consequência, ajustado o regime de informações prestadas no âmbito de ofertas públicas de cotas desses fundos, conforme disposto na Instrução CVM 400”. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Disponível em: <http://cvm.gov.br>. Acesso em: 1º dez. 2015.

Resumidamente, o benefício consiste em isentar a remuneração paga ao quotista do FII da tributação pelo Imposto sobre Renda (“IR”), desde que observadas certas condições.

Assim, o referido regime de isenção fiscal dos quotistas do FII é reconhecido à pessoa física que possua menos de 10% das quotas do FII que (art. 3º, parágrafo único, II, da Lei nº 11.033/04): (i) tenha as suas quotas negociadas exclusivamente em bolsas de valores ou mercado de balcão organizado (art. 3º, III, Lei nº 11.033/04); e (ii) possua, no mínimo, 50 quotistas (art. 3º, parágrafo único, I, da Lei nº 11.033/04).

Ressalte-se que o benefício fiscal é inerente à pessoa do quotista, excluindo-se aqueles que sejam titulares de quotas que representem 10% (dez por cento) ou mais da totalidade das quotas emitidas pelo FII ou cujas quotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento superior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo fundo (art. 3º, parágrafo único, II, da Lei nº 11.033/04).

Observe-se que o dispositivo não prevê a concessão do benefício a 10% das quotas detidas por qualquer pessoa física, mas à pessoa física que detiver menos de 10%. Portanto, se uma pessoa detiver, por exemplo, 40% das quotas, a base de cálculo do imposto de renda será o rendimento recebido pela totalidade de suas quotas, não de apenas 30%⁴.

Por outro lado, caso um dos quotistas detenha 40% das quotas, o benefício da isenção será concedido aos demais desde que o FII congregue, no total, pelo menos 50 quotistas.

Vale registrar que o regime de isenção, acima referido, abrange tão somente os valores recebidos a título de rendimento e, portanto, não contempla o imposto de renda incidente sobre o ganho de

⁴ Incidindo a tributação, a alíquota a ser aplicada é a de 20%, conforme previsto no art. 27, §1º, da Instrução Normativa RFB nº 1.022/2010, e o valor do tributo a ser pago será retido na fonte pelo administrador do FII.

capital com origem na operação de resgate da quota, em caso de liquidação do FII (ganhos estes tributados na alíquota de 20%).

Simultaneamente a esse regime fiscal benéfico, próprio dos cotistas de FII com dispersão de suas cotas no mercado de bolsa ou de balcão organizado, outras regras aplicáveis ao FII o diferenciam substancialmente de outros veículos de investimento, reforçando decisivamente sua vocação de servir como meio de captação pública de recursos para fins de financiamento de empreendimentos imobiliários.

Dentre elas, vale examinar duas: (i) perda da isenção fiscal do FII (prevista no art. 16, da Lei nº 8.668), caso aplique recursos em empreendimento imobiliário que tenha como incorporador, construtor ou sócio, quotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa a ele ligada, mais de vinte e cinco por cento das quotas do FII (art. 2º, da Lei nº 9.779/1999); e (ii) distribuição a seus cotistas de, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa (art. 10, p. único, Lei nº 8.668, incluído pela Lei nº 9.779/1999).

Quanto ao primeiro conjunto de normas, a equiparação do FII às demais pessoas jurídicas, para fins de tributação, tem por objetivo coibir desvios de finalidade e conflitos de interesse entre investidor e empreendedor. Logo, a ideia que está por trás da norma é no sentido de não permitir que o FII sirva como mero instrumento de planejamento fiscal e patrimonial do empreendedor (leia-se, construtor, incorporador ou sócio), de sorte que tal empreendedor, caso tenha interesse em investir no próprio negócio via FII e dele extrair renda (além daquela inerente à posição de construtor ou incorporador), deverá figurar como minoritário e limitar sua participação no FII a 25% do total das quotas. Evita-se, assim, uma espécie de “negócio consigo mesmo” (como seria o caso de o incorporador ser titular de 100% do FII), realizado para que se obtenha a isenção fiscal reconhecida ao FII, nos termos da lei (art. 16, da Lei nº 8.668/1993).

Confira-se nesse sentido importante decisão proferida pelo Conselho Administrativo de Recursos Fiscais do Ministério da Fazenda:

FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO. TRIBUTAÇÃO. EXCEPCIONALIDADE.

Constatado que o empreendimento imobiliário é integralmente explorado (100% do negócio) por quotista único (100% das quotas) do Fundo de Investimento Imobiliário, revelam-se presentes as circunstâncias autorizadoras da aplicação do disposto no art. 2º da Lei nº 9.779/99, ou seja, o referido Fundo sujeita-se à tributação aplicável às pessoas jurídicas.

DESPEASAS COM INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO. OBRIGAÇÕES TRIBUTÁRIAS. CUMPRIMENTO RESPONSABILIDADE.

Nos termos do art. 4º da Lei nº 9.779/99, ressalvada a responsabilidade das fontes pagadoras pelas retenções do imposto sobre os rendimentos submetidos à incidência tributária nas hipóteses previstas na legislação de regência, a responsabilidade tributária pelo cumprimento das demais obrigações tributárias (principais e acessórias), inclusive as decorrentes do disposto no art. 2º do referido diploma legal, é da instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário⁵.

O FII também pode servir como instrumento de composição de interesses de investidores qualificados, pré-selecionados pelo administrador para serem destinatários da oferta de cotas, aproveitando-se da desburocratização trazida pela Instrução CVM nº 476/2009, que trata da distribuição pública com esforços restritos, com dispensa de registro perante a CVM e a subsequente listagem de quotas em mercado de balcão organizado.

Nesse sentido, sendo o FII destinado à captação de disponibilidades detidas exclusivamente por investidores qualificados, seu regulamento poderá prever a emissão de quotas com direitos ou caracte-

5 BRASIL. Ministério da Fazenda. Conselho Administrativo de Recursos Fiscais. 3ª Câmara. 1ª Turma Ordinária. Processo nº 16327.001752/2010-25. Acórdão nº 1301-00.994. Relator: Valmir Sandri. Sessão de 07.08.2012.

terísticas especiais, podendo conferir tratamento desigual entre quotistas.

Dados da Comissão de Valores Mobiliários são comprobatórios da expressiva participação dos FII no mercado de capitais brasileiro, por meio dos quantitativos de ofertas públicas de distribuição de quotas de tais fundos:

(i) Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM em 2015⁶:

Tipo de oferta	Primárias		Secundárias		Total	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
Ações	1	16.107.285.058,80	1	602.800.013,70	2	16.710.085.072,50
Certificado audiovisual	33	31.252.739,00			33	31.252.739,00
Certificado de recebíveis imobiliários	14	3.800.550.504,36			14	3.800.550.504,36
Debêntures	8	19.453.831.000,00			8	19.453.831.000,00
Quotas de FIDC	7	2.937.646.780,51			7	2.937.646.780,51
Quotas de FIP	3	661.500.000,00	1	2.950.221.030,00	4	3.611.721.030,00
Quotas de FII	10	5.757.475.422,97			10	5.757.475.422,97
Título de investimento coletivo	1	960.840.190,30	1	2.950.221.030,00	2	3.911.061.220,30
Total	77	49.710.381.695,94	3	6.503.242.073,70	80	56.213.623.769,64

6 Posição em 1º de dezembro de 2015. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Disponível em: <http://sistemas.cvm.gov.br>. Acesso em: 1º dez. 2015.

(ii) Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM em 2014:

Tipo de oferta	Primárias		Secundárias		Total	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
Ações	1	14.992.074.685,74			1	14.992.074.685,74
Certificado audiovisual	31	26.609.204,00			31	26.609.204,00
Certificado de recebíveis imobiliários	9	1.088.837.575,86			9	1.088.837.575,86
Debêntures	6	2.828.632.000,00			6	2.828.632.000,00
Quotas de FIDC	10	1.647.475.500,00			10	1.647.475.500,00
Quotas de FIP	3	724.662.012,25			3	724.662.012,25
Quotas de FII	12	4.567.602.100,00			12	4.567.602.100,00
Total	73	25.875.893.077,85			73	25.875.893.077,85

(iii) Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM em 2013:

Tipo de oferta	Primárias		Secundárias		Total	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
Ações	16	6.223.202.789,64	8	13.392.848.412,78	24	19.616.051.202,42
Certificado audiovisual	47	56.354.781,00			47	56.354.781,00
Certificado de depósito de ações	2	993.105.230,00	2	3.288.398.937,00	4	4.281.504.167,00
Certificado de recebíveis imobiliários	13	2.458.728.359,36			13	2.458.728.359,36

Debêntures	16	10.944.760.000,00			16	10.944.760.000,00
Letras financeiras	2	550.200.000,00			2	550.200.000,00
Quotas de FIDC	11	3.541.326.000,00			11	3.541.326.000,00
Quotas de FIP	9	4.177.628.941,64			9	4.177.628.941,64
Quotas de FII	33		1		34	10.620.756.499,38
Quotas de outros fundos	1	170.000.000,00			1	170.000.000,00
Warrants	1	9.351.652,25			1	9.351.652,25
Total	151	39.621.413.558,27	11	16.805.248.044,78	162	

(iv) Ofertas primárias e secundárias registradas na CVM em 2012:

Tipo de oferta	Primárias		Secundárias		Total	
	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$	Nº de registros	Volume em R\$
Ações	10	7.364.983.976,05	6	1.523.279.337,50	16	8.888.263.313,55
Certificado audiovisual	121	143.550.536,00			121	143.550.536,00
Certificado de depósito de ações	2	4.680.000.000,00	1	731.250.000,00	3	5.411.250.000,00
Certificado de recebíveis imobiliários	31	3.353.496.862,76			31	3.353.496.862,76
Debêntures	21	50.047.485.000,00			21	50.047.485.000,00
Letras financeiras	3	200.100.000,00			3	200.100.000,00
Notas promissórias	2	670.000.000,00			2	670.000.000,00
Quotas de FIDC	16	3.917.750.000,00			16	3.917.750.000,00
Quotas de FIP	8	3.324.529.489,12			8	3.324.529.489,12

Quotas de FUNCINE	1	30.000.000,00			1	30.000.000,00
Quotas de FII	44	11.069.198.058,83	4	2.945.599.623,40	48	14.014.797.682,23
Quotas de outros fundos	1	711.796.442,00	1	302.503.558,00	2	1.014.300.000,00
Título de investimento coletivo	2	1.305.895.940,00	1	115.000.000,00	3	1.420.895.940,00
Total	262	86.818.786.304,76	13	5.617.632.518,90	275	92.436.418.823,66

No ano de 2014, a emissão de quotas de FII apenas perdeu para a emissão de ações de companhia aberta. Por uma razão especial: houve em 2014 apenas uma oferta pública de ações, a da Oi S.A., no contexto da operação de combinação de negócios com a Portugal Telecom. Algo completamente fora da curva.

Em 2015, ocorreu cenário semelhante: uma oferta pública de ações, da Telefônica Brasil S.A., contra dez ofertas públicas de quotas de FII. A diferença consistiu no elevado volume de emissão de debêntures, que superou o das quotas de FII, valendo ressaltar que muito colaboraram as emissões realizadas pelo Santander Leasing S.A. Arrendamento Mercantil, no valor de R\$ 10.000.000.000,00, e pela Cielo S.A., no valor de R\$ 4.600.000.000,00.

Ainda segundo dados da Comissão de Valores Mobiliários, há 264 FII em atividade, com patrimônio líquido total de R\$ 61.753.517.120,80⁷.

Com efeito, por qualquer ângulo que se olhe, os FII figuram lado a lado, em termos de importância, às companhias abertas, que constituem, sem dúvida, os mais tradicionais emissores de valores mobiliários.

⁷ Fonte: BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br>. Acesso em: 7 dez. 2015.

Melhor: além de servirem como importantíssimo meio de financiamento à atividade imobiliária, os FII colaboram, na atual perspectiva, para um cenário impensável no Brasil de décadas atrás: a democratização da titularidade da propriedade imobiliária.

Nesse sentido, permite-se que a poupança popular seja alocada em ativos imobiliários, de tal sorte a absorver os bônus que o direito de propriedade sobre imóveis pode produzir, antes objeto de um restrito grupo de pessoas, com capacidade econômica e financeira de adquirir e se remunerar com renda imobiliária.

4. Conclusões.

Por todo exposto, podem ser inferidas as seguintes conclusões:

(i) indicadores mostram que há grave déficit habitacional no Brasil, assim como falta de vagas na rede hoteleira em cidades brasileiras vocacionadas para o turismo;

(ii) o caminho eficaz para o desenvolvimento urbano parece ser aquele levado a efeito pela iniciativa privada. E, nessa ordem de ideias, o financiamento privado da atividade imobiliária reafirma seu caráter de elemento propulsor dessa indústria;

(iii) no que diz respeito à atividade hoteleira, a fragmentação da propriedade imobiliária se dá por meio da criação de unidades imobiliárias autônomas e, ainda, a instituição de condomínio *pro indiviso* com a atribuição de frações ideais a condôminos;

(iv) ao se ofertar a público o chamado condo-hotel, ou seja, a aquisição de unidade hoteleira como opção de investimento, cujo resultado não depende do desempenho do investidor, o objeto da oferta aproxima-se da cláusula geral prevista no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/76, cuja redação, dada pela Lei nº 10.303/2001, estabelece as balizas do chamado “contrato de investimento coletivo”, enquadrando-o como valor mobiliário;

(v) a Comissão de Valores Mobiliários prontificou-se a editar norma geral de grave importância para o mercado imobiliário e hoteleiro, por meio da Deliberação CVM nº 734/15, que vem sendo chamada de “nova regulação da CVM para condo-hotéis”, que teve por finalidade conferir maior celeridade aos pedidos de dispensa de registro das ofertas de condo-hotéis;

(vi) conclui-se que se está diante de uma nova espécie de valor mobiliário, enquadrado na categoria de contrato de investimento coletivo, cuja distribuição pública deve observar os termos da Lei nº 6.385/76, da Deliberação CVM nº 734/15 e, no que couber, da Instrução CVM nº 400/2003;

(vii) para que seja deferida a aludida dispensa de registro, há que se observar o devido processo legal, por meio de requerimento formulado pelo interessado perante a Comissão de Valores Mobiliários, que o analisará de modo casuístico e em conformidade com a Deliberação CVM nº 734/15, considerando os elementos concretos apresentados pelo ofertante, em atenção ao imperativo de proteção ao público investidor e, mediatamente, ao próprio mercado de capitais.

(viii) desde que observada a norma legal e regulamentar editada não apenas pela Comissão de Valores Mobiliários (em especial a Deliberação CVM nº 734/15), como também pela Municipalidade do local onde se situa o empreendimento imobiliário, o condo-hotel surge como relevante opção de investimento e, simultaneamente, eficiente meio de financiamento à atividade hoteleira, de cujo desenvolvimento as cidades brasileiras não podem prescindir;

(ix) os Fundos de Investimento Imobiliário (“FII”) são objeto de disciplina legal própria (Lei nº 8.668/93) e, recentemente, ampliaram o alcance de suas funções, que inclusive determinaram sua revisão no plano regulatório, consolidada por meio da Instrução CVM nº 472/2008 (que revogou as Instruções CVM nº 205/1994, nº 389/2003, nº 418/2005 e nº 455/2007), revisitada de tempos em tempos e alterada sucessivamente pelas Instruções CVM nº 478/09, nº 498/11, nº 517/11, nº 528/12 e nº 571/15;

(x) dados da Comissão de Valores Mobiliários são comprobatórios da expressiva expansão dos FII no mercado de capitais brasileiro, que não se limita ao aspecto quantitativo e, ao contrário, transborda para o lado qualitativo;

(xi) uma das razões para tamanho sucesso resulta do incentivo fiscal instituído pela Lei nº 11.196/2005, que alterou a Lei nº 11.033/04, que consiste em isentar a remuneração paga ao quotista do FII da tributação pelo Imposto sobre Renda (“IR”), desde que observadas certas condições;

(xii) por qualquer ângulo que se olhe, os FII figuram lado a lado, em termos de importância, às companhias abertas, que constituem, sem dúvida, os mais tradicionais emissores de valores mobiliários;

(xiii) assim, além de servirem como importantíssimo meio de financiamento à atividade imobiliária, os FII colaboram, na atual perspectiva, para um cenário impensável no Brasil de décadas atrás: a democratização da titularidade da propriedade imobiliária.