

## III Mesa Redonda FGV: Condo-Hotel e Legislaçao de Mercado de Capitais

Local: FGV, Praia de Botafogo, RJ

Data: 24.11.2014

### Participantes:

- Jose Ernesto Marino Neto (FGV);
- Airton Pereira (FGV);
- Paulo Ferreira (CVM);
- Alexandre Almeida (CVM);
- Maury Bernardes (ADEMI-RJ);
- Rodrigo Bicalho (SECOVI-SP);
- Dalton Boechat Filho (ANBIMA);
- Luis Wielewicki (IBRADEMP);
- Otacvio Yazbek (FOHB);
- Luiz Fernando Coimbra (FOHB);
- Juliana Brandt (FOHB);
- Andre Pitta (BM&FBOVESPA);
- Diogo Canteras (SECOVI-SP);
- Eduardo Golin (Ministério do Turismo);
- Marcio Vantil (Ministério do Turismo);
- Daniela Sanchez (convidada FGV);

**José Ernesto Marino Neto (JEMN):** Antes de dar início aos nossos trabalhos de hoje acredito que seria adequado oferecer uma introdução, inclusive para justificar porque estamos reunidos aqui hoje.

Como todos sabem, no final de 2013 a CVM publicou um alerta ao mercado por conta de haver detectado que agentes do mercado imobiliário estavam ofertando valores imobiliários sem autorização. Na sequência, alguns empreendedores imobiliários foram notificados para prestar esclarecimentos sobre ofertas públicas que estavam realizando. Em defesa de seus interesses alguns indicaram que se tratava de prática corrente no mercado imobiliário brasileiro, indicando inclusive outras ofertas públicas que estavam no mercado. Isso permitiu à CVM que desse início a uma série de notificações tanto para os empreendedores que haviam sido indicados pelos já notificados, quanto para os empreendimentos/ofertas públicas que se verificava em anúncios de jornais, e-mails de corretores imobiliários, dentre outras formas de publicidade.

O grupo de turismo da FGV, do qual sou integrante, resolveu que o tema merecia tratamento apropriado, já que o mercado imobiliário não reconhecia a CVM como autoridade reguladora e porque a CVM não deveria conhecer as quatro décadas de Condo-Hotéis e suas características.

Como a disciplina de Investimentos Hoteleiros é minha especialidade então recaiu sobre meus ombros a responsabilidade de conduzir o assunto. Aí então promovemos a I Mesa Redonda, utilizando a mesa redonda como metodologia para aproximar as partes, permitir que cada uma entenda as necessidades da outra e, assim, se enderece resolução de problema de forma a atender os interesses de todos, obedecendo-se a lei.

Com base na I Mesa Redonda o tema ganhou musculatura da CVM. Sua equipe técnica adquiriu conhecimentos e passou a entender as necessidades dos participantes do mercado imobiliário-hoteleiro e verificar como aplicar a Instrução 400. Daí surgiu o entendimento de se utilizar do art 4º e caminhar com dispensa de registro de oferta pública, incluindo dispensa de intermediário financeiro. Na sequência houve a primeira manifestação do Colegiado da CVM com a dispensa de registro oferecida no caso Incortel, seguindo o parecer da área técnica.

A II Mesa Redonda foi realizada na sequência desse julgamento tendo como tônica a dispensa de registro de oferta pública como caminho, como regra geral, para os Condo-Hotéis. Além disso ficou claro que era sonho de consumo da área técnica da CVM e dos participantes desse encontro que houvesse uma Deliberação Genérica permitindo a dispensa de registro de oferta pública de Condo-Hotéis.

Na sequência os casos passaram a ser apreciados pela CVM e várias dispensas foram oferecidas e uma nova vida, dessa Indústria, passou a existir. Obviamente, novos problemas surgiram. Porque é assim que funciona. Então, o objetivo dessa terceira mesa redonda é poder olhar para o passado, ver o que foi feito ao longo desse período, desde o momento em que foi dado o primeiro alerta ao mercado, qual foi a jurisprudência, que de uma certa forma se consolidou, no colegiado da CVM, de que forma é que se pode esperar a continuidade desses juízos de valor, que se consolidaram. Eu acho que é importante, nós do lado de cá, quero dizer... não mencionando a CVM especificamente, mas ter os players que interagem com a CVM, ter a visão de qual seria a melhor forma para o regramento, no sentido de se ter rapidez de tomadas de decisão. Afinal de contas, não é apenas dispensar ou aprovar registro de ofertas, mas quanto tempo que isso acaba levando e as consequências que acabam sendo trazidas, principalmente para o setor privado, para aqueles que estão desenvolvendo os empreendimentos e

estão gerando empregos e riqueza. E alguns outros pontos que fazem parte da nossa pauta. Então, esse é o objetivo da nossa terceira mesa redonda.

Queria agradecer aqui a presença de todos.

Vou passar a palavra para o Professor Airton para abrir, vamos dizer, formalmente, os nossos trabalhos, e antes eu só queria dar um anúncio. Pedir um favor para vocês. Toda vez que alguém for falar, antes, dizer o seu nome, porque está tudo sendo gravado, para facilitar o trabalho de transcrição e, se possível, não ter duas pessoas falando ao mesmo tempo, por que isso atrapalha. Pensando nos garotos que já trabalharam nas transcrições anteriores, as dificuldades que eles tiveram quando os debates ficaram mais acalorados, ficava difícil de identificar. Então, por favor.

**Airton Pereira (AP):** Boa tarde a todos! Sou coordenador de projetos aqui da FGV Projetos. Temos acompanhado o trabalho do Prof. José Ernesto. Eu queria dar boas vindas a todos vocês aqui na fundação. A fundação continua a disposição com suas instalações, de seus espaços aqui ou em São Paulo, para que esse debate, como tantos outros, que acontece nas nossas escolas, e da nossa FGV Projetos... Da nossa parte de consultoria, para que possamos com isso contribuir com este tema em especial e outros temas possam avançar e melhorar o nosso processo... Nossos programas de desenvolvimento em todo o Brasil... Queria agradecer a presença em especial do Márcio e do Eduardo. O Márcio, trabalhamos durante um bom tempo no Ministério do Turismo, então se integrando aí, para que também esse método de debate... Essa forma de conversar, que estamos desenvolvendo, possa ocorrer também com outros temas. Então, mais uma vez, sejam bem vindos, e tenham um bom proveito nessa Terceira Mesa de debates.

**JEMN:** Bom, então dando início aos nossos trabalhos, seguindo a pauta, vamos falar sobre a jurisprudência que, de certa forma, se consolidou até agora na CVM. Acho que temos que passar a palavra para o Paulo relatar esses últimos meses de discussões no colegiado. Enfim, recapitular. Foram quatro casos, não é!? Até agora, apreciados pelo Colegiado.

**Paulo Ferreira (PF):** Foram cinco.

**JEMN:** Cinco? Incortel...

**PF:** Incortel...

**JEMN:** Odebrecht, STX

**PF:** Odebrecht, STX

**JEMN:** Even.

**PF:** Even! ... e PDG

**JEMN:** E PDG... Bom, desse eu não li a ata ainda...

**PF:** É mais ou menos a mesma coisa... Estamos dividindo em duas grandes categorias: o empreendimento que oferta uma unidade imobiliária independente. Chamamos de independente aquele quarto que tem uma matrícula individual no registro de imóveis. E aquele outro empreendimento que oferta frações ideais de um terreno com benefício, que é o caso da Incortel. Desses cinco que foram julgados, que obtiveram dispensa de registro da CVM, a Incortel é de fração, e os outros quatro são de unidade imobiliária independente. Amanhã vai ter uma reunião de colegiado e vamos propor ao colegiado mais duas dispensas. Então a partir de amanhã vai ter sete. Se tudo correr bem, claro.

**JEMN:** E são todos de unidades autônomas?

**PF:** São sim. Também são de unidades autônomas. Temos um pedido em análise de fração. Essas frações, em regra são empreendimentos aqui do Rio, em função de uma norma legal que impede a negociação hotéis de unidades imobiliárias e autônomas em algumas regiões do Rio... Zona Sul, Barra...

**JEMN:** Em grandes linhas, quais são as exigências que tem sido feitas pelo colegiado para a dispensa de registro? Apenas para recapitular...

**PF:** Bom, pela norma da CVM a área técnica tem a competência de conceder registros, que é a forma como nós chamamos a autorização do poder público para a realização de determinada operação de oferta pública de valores mobiliários. Essa autorização é dada na forma de registro, porque são documentos que são depositados na CVM que se tornam públicos. Então o registro recebe um nome adequado. A área técnica concede registros. Agora, a dispensa, como é uma excepcionalidade, a área técnica leva para o colegiado tomar essa decisão de conceder a dispensa, que geralmente se diferencia do registro. Não há pagamento de taxas, não há o atendimento de todos os requisitos de registro. Então, em função disso, cabe uma dispensa. O Colegiado tem acolhido as propostas da área técnica. Então, em regra, falando no estrito senso, as exigências seriam objeto do trabalho da área técnica. Quando entendemos que se chegou a uma boa qualidade de documentos levamos o processo para o Colegiado. Bom, hoje temos cinco casos públicos e julgados... Nesses cinco casos, que estão publicados na página da CVM na internet, há uma ata da decisão, um extrato da ata da decisão e o documento da área técnica, em anexo, que é um memorando. Nesse memorando é possível verificar os documentos que foram apresentados para a área técnica. Consegue-se perceber nos cinco memorandos que a lista de documentos é muito parecida. Praticamente a mesma. Elas só divergem, por exemplo, nos contratos. Se aquele modelo de negócio utilizado, ele utiliza dois contratos, tem lá as duas minutas de contrato; três contratos, os três contratos... Mas em regra a lista é mais ou menos a mesma, que é: (i) apresentação de um prospecto resumido, (ii) de um estudo de viabilidade econômica e financeira, (iii) um compromisso, que em regra está num contrato, de apresentação para o público investidor de demonstrações financeiras do empreendimento, depois de iniciado o seu funcionamento, (iv) declarações confirmando a responsabilidade do ofertante pelas informações fornecidas ao mercado durante a oferta; (v) declaração do investidor de que ele recebeu as informações necessárias e tem capacidade de avaliar o risco, de avaliar e suportar o risco existente no negócio.

Sobre os contratos. Se no modelo se utiliza a sociedade em conta de participação, então tem sempre um contrato de compra e venda do imóvel, promessa de compra e venda, alguma modalidade de compra e venda do imóvel, da fração. Um segundo contrato, que pode ser um contrato de locação, um contrato de constituição de sociedade em conta de participação, um contrato de prestação de serviço. Isso é uma construção mesmo, das decisões em função desse trabalho, feito pela CVM, em conjunto com os empreendedores. Chega-se a um ponto razoável em que esses são os documentos necessários. E isso foi uma inspiração da regulação que temos vigente para ofertas em geral. A instrução 400, a instrução 476. Não foi algo aleatório. Foi um trabalho desenvolvido com a ajuda das pessoas que estão aqui, o José Ernesto, o Dr. Maury, o manual de melhores praticas do SECOVI para o conteúdo do estudo de viabilidade econômico e financeiro. Para o prospecto, o conteúdo dele, usamos a experiência da regulação no conteúdo do prospecto e mais o que vemos que era informação importante para o investidor. Os fatores de risco, que é uma parte importante do prospecto, mudamos um pouco o que viamos lá nas ofertas em geral, de valores mobiliários e começamos a pedir que os fatores de risco fossem apresentados em ordem do mais passível de incidência para o menos, exatamente o contrário do que vemos hoje nos prospectos. Eu acho que váamos, não sei como está agora, inclusive porque não tem tido muita oferta pública em 2014, mas eu lembro que eu costumava ver nos prospectos, a sessão de fatores de risco, começar falando sobre riscos de força maior, inflação, terremoto. E deixava o risco forte mesmo lá para o meio. Percebemos que talvez fosse mais importante para o investidor ele ler primeiro o risco mais específico. Então é uma orientação que colocamos, que os riscos sejam apresentados do mais específico ao mais genérico. E é isso. A lista de documentos é facilmente deduzível das decisões que estão publicadas. Apesar de não haver uma regulação específica nesse sentido, as decisões estão bastante homogêneas nesse aspecto.

**JEMN:** Paulo, você comenta que o colegiado tem aceito, de forma genérica, os pareceres que tem sido oferecidos pela área técnica. Até agora foram cinco processos que passaram, tem mais dois que vão passar agora, mas deve ter mais algumas dezenas, não é? Com base em todos esses processos que vocês têm hoje, vocês acreditam que esses mesmos requisitos que até agora foram elencados como importantes para a dispensa devem se manter? Vocês têm visto coisas novas que demandariam eventualmente cuidados novos, por parte,... enfim, dos novos pedidos de dispensa?

**PF:** Só complementando... O colegiado tem aceitado na íntegra o parecer da área técnica, mas tem acrescentado alguns pontos. Então vale colocar, porque acaba se tornando realmente a regra que estamos perseguindo. No caso da Incortel, que foi fração, o colegiado estabeleceu que as frações, por ter uma dificuldade maior de liquidez, e com as questões que já foram debatidas em outras Mesas Redondas, o colegiado estabeleceu que a fração pode ser vendida para um investidor que comprove patrimônio de R\$ 1,5 milhão ou que faz investimento mínimo de R\$ 1 milhão. O valor de R\$ 1 milhão, no caso concreto seria de umas cinco frações. Se ele não quer comprovar patrimônio, ele tem a alternativa de fazer um investimento maior. Isso, só para as frações. As outras quatro ofertas que foram aprovadas pelo colegiado vieram sem essa restrição. Mas o colegiado aproveitou para fazer alguns comentários, reiterando a necessidade de se informar o investidor, disponibilizar para o investidor as demonstrações financeiras anuais e trimestrais auditadas por auditor independente. Também vale ressaltar a importância de se deixar muito claro o fator de risco, tido com um dos mais importantes, que é aquele

que alerta o investidor de que ele pode ter necessidade de fazer aportes se o hotel começar a dar prejuízos. Ele pode vir a aportar recursos além da cessão do imóvel para uso do hotel. E, claro, que se você tem que fazer aportes, pode chegar uma hora inclusive que você faça aportes num valor superior ao valor de mercado do imóvel.

**Alexandre Almeida (AA):** As companhias abertas têm demonstrações financeiras auditadas por alguém que é registrado na CVM. Pessoa jurídica ou pessoa física.

**JEMN:** Entendi!

**AA:** Então só...

**PF:** Então, essa é uma regra, e como fizemos? Pedimos que isso venha exposto num contrato. Isso já foi até questionado, nas conversas no colegiado, já que o contrato pode ser modificado. Então, consta da Ata da Decisão do Colegiado que essa obrigação vale por toda a vida do empreendimento. É o que estamos pedindo por enquanto. Uma pergunta sobre os cuidados novos? Por exemplo, as decisões amanhã, vamos apresentar basicamente a mesma coisa, sem nenhum acréscimo. Agora, tem algumas questões que estão nos preocupando no âmbito da área técnica, e inclusive sugerimos que fossem colocadas aqui na...

**JEMN:** E faz parte da nossa Pauta!

**PF:** Na pauta. ... Mas acho que a mais saliente é a questão da atuação dos corretores de imóveis, porque às vezes a atuação dos corretores fica em desacordo com o que é estabelecido na dispensa, que é a utilização de material publicitário seguindo as regras da CVM, que indica que a oferta foi dispensada de registro pela CVM e alerta para os riscos, recomendando a leitura do Prospecto Resumido e dos Fatores de Risco. Basicamente essas regras. Diz que a oferta está dispensada, recomendando a leitura do prospecto... Fatores de risco... Quer dizer, o material publicitário usado por um corretor de imóveis fora desses parâmetros é, nos termos da regulação da CVM, uma infração grave. O material publicitário irregular é uma infração grave na regulação de valores mobiliários, desde o advento da Instrução CVM nº 400, de 2003, por razões óbvias. É o documento de apelo mais direto ao investidor. É o primeiro momento que o investidor toma conhecimento da oportunidade de investimento. E isso gerou, inclusive agora, no limite, uma suspensão de uma oferta, que já tinha sido objeto de dispensa de registro pela CVM. Infelizmente tivemos que suspender, o que significa, não só a impossibilidade, no período da suspensão, de fazer a propaganda, como também acaba sendo um desgaste para a imagem daquele negócio. É uma coisa extremamente desagradável. Que tem que ser feita por parte da CVM e de ser sentida por parte do empresário, então é uma coisa que precisa realmente ser evitada.

Com relação a esse ponto é importante lembrar que a dispensa tem alguns pilares. Algumas dispensas específicas por exemplo... Essa dispensa de registro inclui a dispensa de contratação de intermediário financeiro. Sabemos que a regra com relação a ofertas públicas de valores mobiliários em geral é ter um intermediário contratado. Um intermediário financeiro... são basicamente os bancos de investimento e as corretoras de valores. Entendendo a CVM que se tratava de um mercado que tinha uma tradição, uma índole imobiliária muito forte, uma tradição de uso dos corretores de imóveis para a negociação

dessas unidades nesse modelo de investimento, a CVM, respeitando isso, através da área técnica, propôs ao colegiado a dispensa da contratação do intermediário financeiro, tendo em vista esse caráter.

Mas está registrado em todos os memorandos que o ofertante afirma a sua condição de responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência de todas as informações fornecidas ao mercado durante a oferta. É claro que nesse conjunto se inclui o material publicitário, ou seja, todas as informações que vão para o investidor. Então essas informações são de responsabilidade do ofertante, que assina uma declaração nesse sentido, e tem que haver um dispositivo, há uma regra que diz isso, que é o artigo 56 (da Instrução CVM 400). Quer dizer, foi com base nisso que a CVM optou por dispensar o corretor de valores, e agora temos essas situações de materiais publicitários irregulares. Então isso me parece ser o melhor exemplo de cuidado novo para ser tomado diante desse quadro atual.

**JEMN:** Esse tema de corretores, eu acho que é bastante relevante, porque eu acho que não é um tema novo, inclusive para a indústria imobiliária, não é? Recentemente, não vou dizer que fizemos uma pesquisa qualitativa, mas passamos a mão no telefone e conversamos com alguns incorporadores para ouvir a opinião deles a respeito deste assunto e, de uma certa forma, meio que unânime, todos diziam o seguinte: “O corretor imobiliário via de regra é um sujeito independente e que está relacionado com alguma empresa de imóveis. Essas empresas não fazem investimentos nos negócios, mas sim utiliza verbas que são alocadas pelos incorporadores para promover a venda, como que se não houvesse muito compromisso, não é?”

E foram além. Alguns até chegaram a dizer que, para faturar a comissão, chegam a dizer para compradores que podem rescindir o contrato que é fácil. Não sei se vocês chegaram a ler nos jornais, mas houve um volume muito grande de rescisões de contrato de compra e venda imobiliária recentemente, aliás, foi matéria, acho que da Folha ou do OESP de ontem, mostrando que o volume de rescisões voltou ao normal.

Até que ponto o incorporador é responsável pelo que faz o corretor de imóveis? Quer dizer, qual é o nível de responsabilidade do incorporador? Será que o corretor imobiliário também não deveria ser punido se por acaso ele faz parte de uma cadeia? Se aquele registro obteve dispensa, dentro de determinada circunstância, será que por uma questão de adesão o corretor imobiliário já não está vinculado também a toda essa decisão que foi tomada pela CVM? Será que a CVM não poderia punir o corretor?

**PF:** Você está fazendo essa pergunta para mim? (Risos)

**JEMN:** Eu estou fazendo uma pergunta para a mesa, quem quiser opinar, por favor... É esse o objetivo... Eu já sei qual é o seu pensamento. (Risos) Mas de qualquer forma, eu acho que vale a pena...

**PF:** Eu acho que esse é um ponto em que seria muito importante a opinião das outras pessoas que aqui estão...

**JEMN:** Dr. Maury...

**Maury Bernardes (MB):** A vinculação é a declaração do ofertante, no sentido de que ele responde por tudo que acontecer, em relação aquele produto, inclusive pelos atos praticados pela Imobiliária e pelos corretores por ela credenciados. Se o corretor avançar o sinal, quem vai pagar a conta é o ofertante. Nesse caso aí, ao que me consta, o negócio está suspenso até hoje.

**PF:** É... A suspensão foi revogada, mediante a exclusão da empresa corretora, entre outras coisas,. Foi a solução que achamos para esse caso concreto. Foi uma coisa que foi negociada, porque é uma questão, não é, José Ernesto? Essa resposta, nos casos concretos até agora, é dada, tanto pela regra, mas acho que mais do que a regra, pelo contrato, porque a dispensa foi dada porque o ofertante fez uma declaração dizendo que ele era responsável pelos corretores, e responsável pelo que os corretores fizeram,. Se você pegar o nosso documento da área técnica, que está na decisão, o memorando da SRE (Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM), diz: "Dispensamos a contratação de intermediário financeiro porque o ofertante está nesse momento se responsabilizando por todas as informações que os investidores vão receber." Então, isso foi vinculado... Só pode usar o corretor de imóveis, sem um intermediário financeiro, porque o ofertante está assumindo essa responsabilidade. Se ele vem e diz, como eu tive a oportunidade de ouvir varias vezes, que não tem condições de controlar essa quantidade enorme de corretores, com essa cultura de independência... Nessa independência não seria caso da CVM interferir, sabe? Isso é uma cultura do mercado. Os corretores são independentes mesmo. A vinculação poderia ser contratual, já que hoje ela parece ser muito informal e me parece que, se o ofertante assumir a responsabilidade dele, não teria por que a CVM atuar sobre um profissional que já responde por uma regulação específica, a uma entidade específica que regula essa atividade...

**JEMN:** Mas Paulo, deixa eu aproveitar que temos aqui vários profissionais do direito, e não são apenas grandes profissionais em número, mas são grandes profissionais também em gabarito. Eu queria aproveitar então, e lhes estender essa pergunta, que é a seguinte: Uma vez que a oferta foi dispensada, o corretor imobiliário, ou a empresa de corretagem imobiliária, que foi contratada pelo incorporador, não estaria sendo também abrangida por essa dispensa? Ele não seria co-reponsável, se eventualmente algum corretor individual vier a infringir?

Porque imaginemos a seguinte situação: o incorporador imobiliário foi punido pela CVM por conta de um ato de terceiros, não é!? Esse terceiro não deveria ser também punido, pelo fato de estar participando da mesma relação contratual? Uma coisa é, perante a CVM, o incorporador está assumindo a responsabilidade de terceiros, mas existe uma outra relação que é entre ele, incorporador, e esse outros terceiros.

**PF:** Sem dúvida! É uma relação de natureza civil, não é!? .... A responsabilidade que eu estou me referindo aqui, e a que eu me referi até esse momento, é a responsabilidade administrativa perante a CVM. Nós estamos falando dessa, qualquer outra responsabilidade já...

**JEMN:** Perfeito, mas a minha sugestão é a seguinte: uma vez que nós estamos aqui reunidos, uma vez que o objetivo é poder discutir a melhor forma dessa indústria progredir, e isso é um fato incontestável, não só de hoje, deste negócio, mas também de outros negócios imobiliários que vemos...



**MB:** Eu acho que, (para vocês mesmos depois considerarem), isso é um fato novo, é uma forma nova de comercializar imóveis, um produto de base imobiliária., É para os pools, que os corretores querem vender. As incorporadoras contratam as imobiliárias, que por sua vez têm dois grupos principais de corretores: os que são com relação de emprego com eles (um número menor), tem aqueles “zangões”, aquelas pessoas que gravitam ali, são pessoas que as vezes comentamos, de certa forma jocosa, que corretor de imóveis desse tipo é uma pessoa eternamente desempregada. Então a primeira oportunidade que ele tem de fazer uma venda de manhã, ele faz... Se a oportunidade só chegar de noite, ele faz... O negócio dele, a sua atividade é vender. Então, o que eu acho, é que essa questão que surgiu da oferta pública de valor mobiliário dentro de um produto de base imobiliária, ela exige que nós, muito velozmente, revisitemos os modelos de contratos que as incorporadoras assinam com as imobiliárias, de forma a colocar a posição da imobiliária, não tão confortável, como dizer: “Pera aí, eu não tenho nada com isso!” Não é!? Fechar mais o cerco, no sentido de que se eu, ofertante, como diretor presidente da incorporadora estou assumindo a responsabilidade, na verdade eu estou assumindo este compromisso, porque o diretor da imobiliária, está me dizendo que vai cumprir isso aqui, que seus corretores irão cumprir o que está aqui. Então, vamos colocar isso bem colocado no contrato, por que essa questão, a meu ver, só se resolve com alguma coisa que o incorporador possa dividir com a imobiliária, sendo que nesse mercado, essa relação entre as incorporadoras e as imobiliárias, é uma relação muito elétrica. Quero dizer, as grandes imobiliárias dominam a habilidade de vender com velocidade, se o incorporador for exigente demais: pode eventualmente inviabilizar a contratação da imobiliária.. E essa questão precisa passar pelo entendimento de que o negocio é bom, interessa a todos e queo momento é propicio. Eu falo aqui do Rio de Janeiro, me refiro à questão dos projetos de Hotéis aprovados, , para darem suporte à demanda de quartos para as Olimpíadas que precisam ficar prontos até dezembro de 2015. Então, eu entendo que seria o caso sim, de revermos isso. Eu não vejo como atribuir à imobiliária, um vínculo com a CVM com a qual, ela não estabeleceu nenhum tipo, nem de entendimento, muito menos de compromisso. O problema está dentro de casa e certamente os nossos jurídicos, têm a capacidade de criar alguma blindagem para evitar que atos de terceiros possam colocar o nosso negócio em risco. E estabelecer com a CVM procedimentos de comercialização e publicidade que dêem segurança ao comprador. No caminho do que já vem sendo feito, mas com maior celeridade.

**JEMN:** Luiz...

**Luiz Wielewicki (LW):** Eu estou plenamente de acordo com essa postura. E do ponto de vista prático, nós temos recomendado de forma a trazer os corretores, mais próximos da realidade desse novo processo de aprovação e de pedido de dispensa. É justamente assim que se faz concluído o processo de autorização das peças publicitárias, não é!? Que ocorrem paralelo, com o pedido de dispensa, que haja uma formalização com os corretores, de modo em que eles recebam o material publicitário e recebam informação em ciência de que aquele é o único material pré-aprovado pela CVM para a veiculação dos anúncios relativos ao imóvel. Com isso... primeiro lugar: uma demonstração ainda que estejamos discutindo em que medidas as corretoras podem ou não ser responsabilizadas por um ato, uma relação entre o incorporador ou o operador hoteleiro de um lado e de outro lado a CVM. Mas com essa medida há uma aproximação dos processos e isso demonstra pelo menos a boa fé dos ofertantes que agora são

dois, não é agora somente a incorporadora, e por outro lado, há sim essa possibilidade de um amadurecimento e uma responsabilização dos corretores, para que não possam alegar: “Olha, eu não tinha conhecimento do material publicitário”. Foi tomada uma medida que não foi previamente aprovada pela CVM. Então a cadeia fica um pouco mais amarrada e coesa, não é!? E também, esse argumento, ainda que seja uma questão, que tenhamos que discutir a penalidade, então, mas se mostra... Demonstra boa fé do incorporador e dos ofertantes nesse processo, não é!? Que tomou a diligência no sentido de levar ao conhecimento dos corretores, todo o material e dar toda informação de como essa operação de oferta tem se dado.

**JEMN:** Juliana, deixa eu te fazer uma pergunta, já que o Luiz advoga usualmente para incorporadores mobiliários, e ele comentou algo que é relevante, que é o fato de que as ofertas não são feitas mais apenas pelo incorporador; pelo incorporador junto com a companhia hoteleira, não é? Você gostaria de acrescentar alguma coisa no que diz respeito a esse aspecto do corretor!?

**Juliana Brandt (JB):** O corretor é uma preocupação, posso dizer, por parte da Accor, empresa da qual sou gerente jurídica, mas sei que isso se discute muito no FHOB. Então, é preocupação das outras operadoras também. É algo que nos deixa bastante desconfortáveis porque o vínculo dos corretores normalmente é assumido diretamente pela incorporadora e alguns incorporadores também tem manifestado esse desconforto. Eles fazem a contratação, fazem o treinamento adequado, explicam qual é o único material que vai ser autorizado, muitas vezes tem até colhido, como se fosse um termo de responsabilidade desses corretores contratados. Mas temos nos deparado com umas propagandas bem esdrúxulas. A ultima que eu vi traz responsabilidade para a própria CVM, dizendo que a CVM estava garantindo aluguel ... A CVM endossava a garantia de um aluguel, que sabíamos que nem existia no caso. Então, temos sentido que é, que tem faltado na verdade, é uma ferramenta de controle. Eu acho que não é nem o primeiro grupo de corretores, é mais o pulverizado, que divulga o que bem entende para o seu interesse único e pessoal. Então, é uma coisa que nos coloca desconfortável sim. Posso falar em nome da Accor e das outras operadoras do FHOB. Por mais que o treinamento seja dado sabemos que os incorporadores têm dado treinamento, sempre deram, e agora tem intensificado isso. Assim que o lançamento acontece vemos propagandas variadas com conteúdos bem preocupantes. Que não condizem nem com a realidade dos contratos firmados.

**JEMN:** Você quer complementar?

**Luiz Fernando (LF):** Sou advogado do FOHB. Discutimos isso internamente. Acho que o Bicalho vai chegar também... do SECOVI...

**JEMN:** Eu estou torcendo pra ele chegar... É que hoje está complicado pelo problema do aeroporto.

**LF:** Nós, a priori, o que entendemos é que não é um problema da CVM. Quer dizer, a CVM não tem que se preocupar com isso. Quem tem que se preocupar com o corretor efetivamente são os ofertantes e a nossa primeira ideia, quer dizer... Se lá no fim da cadeia, você tem algum independente, tentaremos amarrar todos os elos contratualmente para chegar naquele sujeito, para ele não ficar tão independente assim. Então estamos estudando, mas é um problema que, a priori, entendemos que está no nosso colo e precisamos resolver. A idéia realmente é amarrar, fazer contratos mais firmes atribuindo

responsabilidades para as imobiliárias, para os corretores delas, atribuindo-lhes a responsabilidade pelos atos dos terceiros com que eles se relacionarem, porque eu acho que é a única forma de não deixar isso solto...

**JEMN:** Agora, como fazer isso se no caso específico você fala por parte das operadoras, mas os contratantes dos corretores são os incorporadores, ainda que o operador hoteleiro e o incorporador sejam os ofertantes?

**LF:** É isso que estamos discutindo. Mas a principio, se a oferta é conjunta e nós vamos responder por isso, quer dizer, estamos no mesmo time, e vamos ter que trabalhar juntos, porque vamos ofertar tanto quanto a operadora. Então, parece razoável exigir dos incorporadores esse tipo de medida, com relação a quem eles contratam.

**JEMN:** OK! Alguém gostaria de fazer algum comentário adicional a respeito desse tema? ... Podemos passar para o próximo?

**MB:** Eu só queria acrescentar uma coisa!

**JEMN:** Diga Maury!

**MB:** É basicamente, como se exigissemos deles (imobiliárias) a mesma declaração de responsabilidade que os ofertantes (incorporador e operadora hoteleira) assinarem perante a CVM. Então, na medida em que eles se declararem cientes do mesmo teor que o ofertante assinou, teremos fechado o círculo de responsabilidades. Está certo? Eu acho que é mais ou menos por aí.

**JEMN:** Perfeito! Bom... Um outro tema que aparentemente vem trazendo um desconforto, acho que no âmbito da área técnica da CVM, é o tema dos estudos de viabilidade. Aparentemente existem muita criatividade acontecendo nesses estudos. Então, eu gostaria de passar a palavra para vocês, Paulo e Alexandre, para que vocês pudessem comentar dos eventuais desconfortos, o que que vocês têm visto, e que, enfim, trouxe esse tema para fazer parte da pauta também. Por favor.

**PF:** O Alexandre é especialista e professor da UERJ, de finanças. Esse assunto realmente demandou um convite a ele. Nós temos orientado, até o momento, os ofertantes, no sentido de eles utilizarem o manual de melhores práticas do SECOVI-SP para pautar o conteúdo do seu estudo de viabilidade. Porque nós recebemos o material. Com esse material, antes do começo dos primeiros pedidos de dispensa, e conversando com vocês (especialistas do mercado), acabamos tendo um nível razoável de segurança para fazer isso. Não é uma regra, não é uma obrigação, existe uma norma já positivada nesse sentido, mas é uma orientação que vimos dando e, aparentemente, está dando certo. O manual, há uma indicação de metodologia de cálculo de taxa interna de retorno e, em algumas ofertas mais recentes, nós percebemos que, a despeito dessa orientação, constava uma metodologia diferente. Então, em função disso, e a parte que utilizou essa outra metodologia também teve as suas razões, sempre no âmbito de uma conversa de alto nível, então eu pedi para o José Ernesto colocar esse tema em discussão. Como o Canteras está presente e foi o coordenador desse manual, se ele puder dar para uma explicação do porque se utiliza, qual é a metodologia indicada pelo manual e a razão, e eu não sei... Eu

tinha pedido até pro Wielewicky, sugerir que os técnicos responsáveis por essa metodologia diferente viessem até aqui, mas...

**LW:** O próprio José Ernesto pode falar sobre isso...

**JEMN:** Eu acho que vocês precisariam primeiro falar desses confortos. Porque metodologia de estudo de viabilidade não é nenhum bicho papão, nada de outro planeta. Inclusive, se formos pegar próprios documentos da CVM, ainda que não seja a melhor instrução. Se formos pegar a instrução para fundo imobiliário, quando o ativo, ele passa a fazer parte do fundo, ele necessariamente precisa ser avaliado de acordo com uma determinada metodologia, que é a aprovada pela ABNT, e no caso específico, acho que é a instrução 473, não é isso!? Do fundo imobiliário!?

**PF:** 472.

**JEMN:** 472! Desculpe-me, estou adiantado! (risos) Que a 472 te obriga a gerar alguns anexos. Se não me falha a memória, a declaração de quem são os avaliadores, a metodologia utilizada, onde que os dados foram coletados, quando é que foi efetivada aquela pesquisa, enfim, já existe uma normatização que não deveria ser nada de outro planeta, entendeu!?

**AA:** Uma característica que vemos também em outros segmentos, não apenas no segmento de mercado imobiliário, mas principalmente no de valor mobiliário, é que as informações sejam dadas de uma maneira clara para os investidores, de forma que eles possam manipular aquelas informações, para chegar às próprias conclusões. Então um exemplo disso são as demonstrações financeiras publicadas para o investidor do mercado de ações. Essas demonstrações têm uma série de normas. Você estava falando da metodologia e todos esses critérios de decisão são baseados no fluxo de caixa. As demonstrações financeiras, estão baseadas no princípio de competência. Mas há informações adicionais para se tomar a decisão de investimento. O desconforto que a CVM tem não está relacionado a este ou aquele método de avaliação. No caso específico aqui existia uma divergência. O pedido de dispensa de registro, com a apresentação deste estudo de viabilidade econômica. A princípio estávamos entendendo que havia uma divergência por conta da utilização de índice inflacionário. Aí olhando mais a fundo concluímos que não era isso mas sim do uso adequado, ou não, da metodologia. Tem uma questão aí que nós gostaríamos de entender melhor, por isso seria bastante importante a participação de mais gente, mas a CVM sempre vai exigir isso, que haja ampla transparência no processo para (acredito eu, e vocês me corrijam se eu estiver errado) possibilitar ao investidor decidir com base nas informações que são divulgadas e que elas não possam induzir a erro. Então isso é bastante sensível para nós seja em que mercado for. Isso é o que nós vamos mais atentar ao fazer qualquer tipo de análise nessas peças. Em relação aos estudos de viabilidade econômica, o principal não é se está usando VPL, se está usando TIR, se está usando fluxo inflacionado. Enfim, a metodologia que é utilizada tem que ser demonstrada de uma maneira clara para o investidor. De onde veem os dados que são utilizados? Nesse mesmo caso eu ouvi algumas coisas que podemos aprimorar um pouquinho para a análise. Por exemplo, por que se coloca um prêmio de risco de 10%? De onde saiu aquele prêmio de risco? É preciso que isso esteja claro nesses estudos e nos materiais divulgados ao investidor para ele fazer seus próprios cálculos, descontar o fluxo de caixa como quiser e tomar a melhor decisão. Temos que entender todos os elementos

necessários para que essas informações sejam adequadamente manipuladas pelo investidor, possibilitando sua tomada de decisão. Não é uma questão de critérios, mas de como a metodologia foi utilizada.

**JEMN:** É... Temos visto também, um outro tema que eu acho também que valeria a pena ser objeto de preocupação . Não é apenas o estudo da viabilidade econômica e financeira, mas também o estudo da viabilidade mercadológica. Vou dar um exemplo para vocês, sem citar nomes, mas recentemente tivemos acesso a um determinado estudo de mercado. Peço desculpas aos advogados que não estão acostumados com certos temas... Como é que você, por exemplo, projeta a ocupação de um determinado mercado? Você confronta a oferta com a demanda. O confronto de um com o outro é que gera uma tendência de comportamento mercadológico. Nós chegamos a ter acesso a um estudo que por acaso, no momento em que o hotel entrava no mercado, naquele ano, de repente, a demanda crescia 40%. Justificativa era demanda não atendida. Espera aí! Eu acho que é importante ficar claro também que existe responsabilidade civil e criminal para quem assina os estudos avaliatórios e de viabilidade econômica e financeira. Eu acho que estamos vivendo o início de um período bem mais profissional que essa Indústria já teve, e talvez faça sentido alardear os quatro ventos, a esses profissionais que estão envolvidos com estudos de mercado e viabilidade, que existe responsabilidade civil e criminal, não é!? Aliás, Diogo, me corrija se eu estiver errado. A empresa que, de uma certa forma, fez com que a consultoria hoteleira se espalhasse pelo mundo a fora foi Horwath & Horwath, na década de 70. A empresa que foi a falência, por causa de processos judiciais de clientes , que reclamaram de imperícia, imprudência... Todos aqueles fatores que a lei criminal acaba trazendo como responsabilidade grave. Então, talvez existam profissionais no mercado que não saibam que é assim. Mas, a meu ver, não é algo que assusta, porque, eu acho que quanto mais profissional o mercado se tornar, melhores os profissionais se tornam e tendem a ser mais demandados do que outros. É um processo de seleção natural. E eu acho que dentro da autarquia, da CVM, uma vez que vocês são bastante cuidadosos em todos os processos, eu acho que vocês tem condições de barrar, inclusive, e virar para aquele que está pedindo ou dispensa da oferta ou eventualmente até o registro de uma oferta, e devolver o documento dizendo: “Desculpa, nós não aceitamos esse documento pela má qualidade da sua produção” Certo, ou não!?

**PF:** Antes de dar a palavra para o...

**JEMN:** Pro Diogo!

**Diogo Canteras (DC):** Eu estou louco pra falar! (Risos)

**PF:** Só rapidinho... Para passar essa coisa da CVM. Como você mesmo observou José Ernesto, a tradição da regulação da CVM é deixar a regra do jogo clara, mas sem dizer qual é a regra. Melhor explicando, você pode usar a metodologia que você achar melhor, a que o ofertante bem entender desde que ele deixe muito claro no documento porque esta é a metodologia que ele está escolhendo e quem são os responsáveis pelo documento. Essa é índole registral da CVM. Nada mais é que um grande contrato que deixamos público com os documentos disponíveis para os interessados, se precisarem, irem buscar os seus direitos, inclusive junto ao Poder Judiciário. Você citou a 472. Eu cito a 400. Ela tem uma regra de

estudo de viabilidade e diz simplesmente que tem que incluir a taxa interna de retorno. Como vai ser calculada? Não temos uma regra específica para estudos de viabilidade de condo-hotéis, porque não temos uma regra específica para condo-hotéis, mas a regra genérica, que é a nossa inspiração para tratar dos casos concretos, já tem esse grau de liberdade. Utilizamos o manual de melhores práticas como uma referência. Não significa que há obrigação... E não significa mesmo! Não há norma e nem nada que impeça, nesse caso concreto, a solução que demos para esse caso foi pedir ao ofertante que suprimisse a menção ao manual de melhores práticas e apresentasse a justificativa do porque adotou outra metodologia.

**JEMN:** Diogo, a palavra é tua.

**DC:** É, deixa eu falar um pouquinho. Bom, primeiro, estou absolutamente de acordo com as duas coisas, tanto que o Alexandre e que o José Ernesto comentaram. O Alexandre, enfatizando a necessidade de clareza e deixar absolutamente claro as informações para que o público possa efetivamente tomar a decisão, e o José Ernesto que comentou que estudo de viabilidade não é nenhum bicho de sete cabeças. Estudo de viabilidade: as metodologias dos estudos de viabilidade hoteleira são clássicas e especificamente a metodologia recomendada pelo manual de melhores práticas, é a metodologia internacionalmente aceita, a mesma metodologia do Appraisal Institute dos Estados Unidos, é a metodologia internacionalmente aceita, é a metodologia que se usa nos Estados Unidos para se fazer estudos de viabilidade de hotel, que os bancos usam para aprovar financiamento para hotel, que se usa na Europa, que se usa no Japão, e que é ensinada nas escolas hoteleiras do Brasil desde... 30 anos...

**JEMN:** Desde quando o David Lord Tuch chegou ao Brasil.

**DC:** Pois é... Eu estava tentando fazer as contas, de quando é que foi que o David começou a fazer isso, mas eu acho que dá trinta anos já. Então, já tem 30 anos, que essa metodologia é ensinada nas escolas de hotelaria no Brasil. E quando desenvolvemos o manual de melhores práticas, um dos temas que achamos que era importante constar no manual era que o estudo deveria, quer dizer... Que quando você oferta condo-hotel, que você deveria deixar a público o estudo de viabilidade (Isso pra mim era claro) e era importante que houvesse uma metodologia que fizesse com que a análise dos diversos estudos de viabilidade fossem consistente. Senão, se acaba comparando laranja com banana e quer dizer... Você acaba medindo coisas com metros diferentes. Então falamos: "Vamos usar a metodologia internacionalmente aceita que é a metodologia do Appraisal Institute". E o que que é essa metodologia? Na verdade, é uma metodologia de construir o fluxo de caixa esperado pro hotel. Então, é um pouco aquilo que o José Ernesto mencionou. Você projeta a oferta, você projeta a demanda, você projeta qual é o crescimento, você projeta qual é a inserção deste teu produto hoteleiro neste mercado, através de empreendimentos comparáveis, você vê quais são os custos, e daí você chega ao fluxo de caixa que esta propriedade muito provavelmente vai gerar nos primeiros anos de operação. E com esse fluxo de caixa... daí você faz com ele a análise que você quiser: você traz para valor presente, você calcula a taxa interna de retorno, etc e etc. Uma coisa importante nesse fluxo de caixa... Primeiro: toda essa metodologia está disponível academicamente para todo mundo que quiser e no final do período de análise você tem todo o fluxo de caixa operacional e você analisa um fluxo de caixa tipicamente de 10 anos. Então você tem todo o investimento que foi feito, você tem toda a rentabilidade operacional, e como ele termina em 10

anos, você tem que colocar um valor no final do período de análise (valor terminal). Outra vez dentro da metodologia, esse valor parte do princípio que é, digamos muito típico do negócio hoteleiro, que o negócio hoteleiro vale o fluxo de caixa que ele gera. Então o mercado tipicamente, quando ele precifica um produto hoteleiro, quando ele precifica um empreendimento hoteleiro, ele precifica em função do fluxo de caixa que ele gera. Então, por exemplo, hoje em São Paulo quem compra um condo-hotel faz uma conta muito simples: pega o fluxo de caixa dos últimos 12 meses e multiplica esse fluxo de caixa hoje por um fator tipo 16, mais ou menos. Multiplica por 16 vezes e é o preço que ele paga. Na verdade o que está por trás desse raciocínio? Qual é o custo de oportunidade deste investidor. Se ele está oferecendo um multiplicador de 16, tipicamente ele tem um custo de oportunidade de 6% ao ano. Esse custo é muito baixo. No mercado paulista hoje é muito baixo porque de certa maneira há aí embutido uma perspectiva de valorização desses empreendimentos. Tradicionalmente, esse custo é um pouquinho mais alto, não é!? 6% de Cap Rate que é o que agente chama, é clássico para propriedade chamamos de “trophy properties”. O Copacabana Palace, por exemplo, se for vendido, é vendido por um Cap Rate de 6%. Vamos por um teto mais simples, o Ibis Santos Dumont, por exemplo, tem um Cap Rate mais próximo de 9%, dentro de um mercado estabilizado. Mas então, isto é a metodologia do Appraisal Institute. Não tem segredo nenhum. Ele te ensina construir o fluxo de caixa inteirinho. E uma vez construído esse fluxo de caixa, a análise que você quiser fazer com esse fluxo de caixa, trazendo a valor presente, calculando taxa interna de retorno e etc, você pode. Especificamente, em um dos empreendimentos que eu analisei, em um dos empreendimentos aprovados, eu verifiquei o seguinte: o fluxo de caixa estava todo correto, todo o cálculo da taxa interna de retorno estava correta, só que no cálculo do valor terminal, se partia do pressuposto, que o empreendimento era um imóvel e que, por esse motivo, era razoável você supor que um imóvel valorize 6,5% ao ano! Então, se ele valoriza 6,5%, no final do período de análise, ele vai estar com um determinado valor, aí deste valor, você usa para fazer a taxa de retorno. Bom... Qual é o problema? Primeiro: você parte de uma premissa, neste caso específico, que no mercado hoteleiro, neste caso agente estava falando de um empreendimento do mercado hoteleiro, em São Paulo. Mas especificamente no mercado hoteleiro de São Paulo é verdade que se você pega os últimos cinco anos, especificamente no segmento de condo-hotéis, houve valorização de mais ou menos 28% ao ano em média, e os imóveis de condo-hotel nos últimos 5 anos valorizaram 28,5% em média. Em termos nominais, eu acho que dava 32%, descontando a inflação, 28% real. Só que tem que entender se existe a perspectiva de essa valorização continuar. Porque se não existe, você não consegue projetar, e especificamente, mesmo no mercado de São Paulo, quando você vai 5 anos para trás, o que aconteceu, no período por exemplo de 2000 a 2007, os imóveis de condo-hotel caíram de valor, 70%! Então, você teve uma queda de 70%, depois um aumento de outros 70%... 80% porque a base é menor. Mas o fato é que tem toda uma gangorra, que ela não te permite fazer essa projeção de uma perspectiva de valorização linear, que nesse caso específico, operava a taxa interna de retorno, que é, digamos um elemento muito bom para você tomar a decisão, pensar de 5 a 10, não é!? Então, o cara fala: “Poxa vida! Esse empreendimento está me dando 5% de taxa interna de retorno! Não, 5% eu não quero!” Então, ele está me dando uma perspectiva de 10% real. Tá, 10% real, é melhor do que uma aplicação bancária. 10% real, eu acho que é factível. Isto, no meu entendimento, induz a erro, e é por isso que eu acho tão importante agente, digamos, focar, e ser bastante restrito, no uso da metodologia até porque é a metodologia que todo mundo usa. E a metodologia que se usa

internacionalmente, que os bancos internacionais usam e o mercado hoteleiro, ele é internacional. Então, quanto mais parecido com o mercado internacional agente deixa, melhor.

**AA:** Isso é bastante parecido com o que a CVM hoje regulamenta para as demonstrações financeiras, em que procura ficar alinhada com a normatização internacional. É o caso da adoção do IFRS, as práticas internacionais de contabilidade. Você pode dar um passo mais adiante e pensar, em termos de regulação, em admitir que se apresente a metodologia do manual do SECOVI como uma referência. Uma vez eu li um estudo americano do USPAP que usava a mesma estrutura. Enfim, poderíamos regulamentar a obrigação da atuação de profissionais que atestem a correta utilização dessa metodologia. Agora, o mais importante é que essa informação esteja divulgada de uma maneira clara, amplamente transmitida ao investidor, para que ele possa fazer esse juízo de valor. Gostaria de ressaltar o que o Paulo falou sobre o contrato. O investidor assinou lá dizendo: “Olha, tive acesso às aquelas informações e sou capaz de entender essa divulgação”. Não é à toa que as dispensas de registro são concedidas para aqueles investidores que aplicam mais de um milhão e meio no contrato e têm um patrimônio grande, quer dizer não é alguém que precisa ser tutelado pela CVM de uma maneira mais próxima. É alguém que tem essa condição, que pode tomar sua decisão através de um processo mais bem elaborado. Por exemplo, que nesse processo fizesse uma perguntinha: se nessa metodologia, esse valor terminal está baseado numa perpetuidade com o uso de taxas de retorno que são muito superiores às taxas de juros. É uma coisa que chamaria atenção.

**DC:** É, no caso você pode considerá-lo de 2 formas: ou você considera como perpetuidade ou você considera como um valor no final do período. Tipicamente, o que a metodologia do Appraisal Institute mais enfatiza é que você sugere que o hotel esteja sendo vendido no final do período, e tanto é assim, que ele pede também, para que quando você faça o cálculo do valor de venda, não só você faça este “calculozinho” dizendo o quanto é que ele gerou no último ano, divide pelo Cap Rate para saber qual que é o valor real dele, mas também você considera os custos de venda desta propriedade no final do período de análise. Porque vai ter custo de venda, vai ter intermediação, vai ter impostos. Todos esses custos... o que vai entrar no fluxo de caixa é o líquido.

**JEMN:** Bom senhores... Só para anunciar a presença do Rodrigo Bicalho,

**Rodrigo Bicalho (RB):** desculpem o atraso, eu faço um esforço grande para chegar, mas...

**JEMN:** Sabemos das dificuldades aqui do Santos Dumont. Otávio Yazbek também acaba de chegar. O Rodrigo Bicalho é representante do SECOVI e o Yazbek é também representante do FOHB. Anuncio para registrar a presença deles. E para vocês dois que chegaram agora, a única instrução que temos, é que antes de falar, digam quem está falando para efeitos de registro da gravação.

**Otávio Yazbek (OY):** Obrigado.

**JEMN:** Para tentarmos encerrar então esse ponto, e pensando no leitor desse documento, posso perguntar para você Paulo, de que forma que você resumiria esse tema então de estudos de viabilidade?



**PF:** José Ernesto, antes de resumir, eu queria propor uma pergunta...

**JEMN:** Então vamos lá...

**PF:** Se vocês entendem que seria caso do regulador do mercado estabelecer, definir o uso de uma determinada metodologia para o cálculo da taxa interna de retorno, pelo que eu pude entender, da proposta do Canteras, esse método dado por ele, é um método muito usado nos mercados mais desenvolvidos que o nosso, são usados pelos bancos quando vão avaliar financiamentos de hotéis, tendo em vista essas questões. Temos esse método que é um método sugerido pelo manual de melhores práticas do SECOVI. Se vocês entendem que seria caso do regulador definir isso, inclusive, esse exemplo do Alexandre, bem lembrado, de que as demonstrações financeiras, elas necessitam de poder ser comparadas. É um objetivo que está sendo perseguido por essa regulação dessa demonstração financeira. Agora, considerando um outro aspecto, que é ser a regulação tradicionalmente, não... Quer dizer, você trouxe o exemplo da 472 e trouxe um exemplo da 400 que pega a apresentação de taxa interna de retorno, sem dizer que vai ser calculado pela forma A ou B. Pedimos que se excluísse a menção ao manual de melhores práticas e que se justificasse o uso da metodologia diferente. Voltando à pergunta de uma forma resumida: vocês creem que seria caso de se utilizar qualquer metodologia, em prol da liberdade, ou sob pena da dificuldade de comparação seria o caso de se estabelecer uma metodologia?

**JEMN:** A Palavra está disponível... Se alguém quiser fazer algum comentário!

**DC:** Eu não posso opinar, certo!?

(Risos)

**PF:** Você já deu a sua opinião... Você acha que se deve definir uma metodologia.

**DC:** Já dando a minha opinião, sem poder dar... Eu realmente acho que é o caso de se definir uma metodologia, primeiro porque essa é a grande metodologia usada universalmente e depois por que existe uma especificidade no negócio hoteleiro e essa especificidade tem haver com essa previsibilidade do fluxo de caixa, que é uma característica muito interessante do negócio hoteleiro, que é essa possibilidade de você poder prever com grande precisão o fluxo de caixa do hotel. Lógico, que você tem sempre possibilidades de eventos de força maior que podem causar impactos, mas, acontecendo tudo conforme o previsível, o fluxo de caixa é bastante fácil de prever. Essa metodologia te permite prever isto com segurança e o meu medo de deixar isso livre é exatamente transmitir para o mercado uma informação que não ajude a decidir. Porque quando você tem um estudo de viabilidade, assinado por um profissional, para todos os efeitos, você tem que confiar nele, e aquele profissional fala que aquele empreendimento, vai dar 15%, de repente, fazendo por outro método daria 6%. Eu acho que você está passando para o mercado uma informação errada. Então, por isso, eu realmente sou bastante favorável aqui, que se uniformize isso, mesmo porque de fato, é uma metodologia que todos os consultores mais tradicionais do mercado, usam. Eu lembro que o primeiro estudo que eu pedi para o Ricardo Mader, por exemplo, há 20 anos atrás, ele já fez por essa metodologia. Então, é uma metodologia bastante difundida no mercado, mas...

**JEMN:** Bom... Eu gostaria de oferecer também uma opinião a esse respeito, afinal de contas também estou profissionalmente envolvido com esse tema regularmente. Eu acho que temos que levar em consideração alguns aspectos. Primeiro aspecto: conforme o Reginaldo e você (Paulo) deixaram claro nas mesas anteriores, a CVM é um regulador cujo objetivo é deixar claro para o investidor o que ele está comprando e o que o investidor precisa ter. Na verdade a CVM não tem por objetivo fazer juízo de valor a respeito das ofertas que são feitas, mas a CVM tem por objetivo, permitir que as ofertas tenham atendido minimamente certas características que permitam ao investidor, que deve ser um ser adulto, responsável pelos seus atos, tomar a decisão se ele quer fazer aquele investimento ou não quer fazer aquele investimento. Então, primeiro aspecto. Considerando isso, e tendo em vista que existem regras claras, por exemplo, se você vai fazer uma avaliação hoje, para qualquer entidade, até de governo por exemplo, você é obrigado a seguir a regulamentação da ABNT. E você precisa indicar, se a sua avaliação segue o método da renda, segue o método comparativo ou segue o método de reposição. Parece-me que não seria caso da CVM interferir nisso. Acho que o profissional que realiza a avaliação, e veja que também utilizamos o mesmo método que foi mencionado aqui, ainda que nós utilizemos o mesmo método, acho que é uma questão de responsabilidade profissional do avaliador utilizar o método que acha mais conveniente, adequado. Acho que o contratante desse trabalho, que no caso é o incorporador, o ofertante de uma certa forma, ele é o maior responsável e o maior interessado nesse processo. Acredito que ele vai acabar escolhendo o profissional que ele acha adequado para o seu trabalho, que tenha a reputação, a credibilidade, a história, e tudo mais que considere importante. Eu acho que a partir daí não será apenas o valor dos honorários que vai guiar esse mercado. Afinal de contas o mercado está ficando cada vez mais profissional. Minha opinião pessoal é de que não é necessário definir uma determinada metodologia. A legislação civil já coloca responsabilidade para quem é profissional. Existem metodologias que estão aí disponíveis para serem utilizadas. Acho que precisa ficar muito claro é qual a metodologia utilizada e quais são os “disclaimers” que o consultor precisa oferecer. Então, se ele está realizando o estudo utilizando o método da renda, e o fluxo de caixa está inflacionado, é necessário estabelecer que está sendo utilizado fluxo de caixa inflacionado, de forma que quando se venha aferir a TIR, se saiba que ali dentro tem inflação, que aquilo não é juro real. Ou, se ele não está utilizando a inflação, que esteja calculando juro real, que isso seja informado ao investidor para que ele (o investidor) tome a sua decisão. Pessoalmente não acho que seria o caso de descer a esse nível de detalhe. Acho que a CVM não precisaria estabelecer a metodologia. Acho que precisa ficar claro que o profissional envolvido naquele estudo é responsável civil criminalmente pelo que ele está fazendo e deixar muito claro aquilo que está sendo exposto. Essa é a minha opinião.

**OY:** Inicialmente, boa tarde! Boa tarde Paulo! Boa tarde Alexandre! Boa tarde a todos os presentes! Peço desculpas pelo atraso, também acabei ficando preso nessas confusões desse Santos Dumont e Congonhas, eu achei que estava acostumado com isso, depois de 5 anos de idas e vindas entre São Paulo e Rio, e fui pego novamente hoje. Mas eu gostaria só... Eu não tive a oportunidade de discutir isso ainda, mas o assunto mais aprofundadamente, com os meus contratantes, que são o FHOB basicamente, mas tenho uma simpatia pelo ponto que o José Ernesto assim citou, ele me parece, eu queria só deixar isso registrado... Coerente, inclusive com algumas questões que nós tendemos a propor mais para frente, relativas a procedimento de registro, e ao tipo de responsabilidade. Se nós considerarmos a responsabilidade do incorporador, a responsabilidade do operador hoteleiro, como com

ofertantes, e toda a metodologia que a CVM historicamente usa para criar responsabilidade para ofertante, emissores, acho que já dá para marcar de maneira suficiente essa cadeia de responsabilidades, em princípio sem definir uma metodologia em regra. Tendo a ficar preocupado com a definição a priori da metodologia na regra, por causa da rigidez para a regra em si. Então, talvez nós possamos discutir alguns controles sobre esse processo, ou uma cadeia de responsabilidades com foco especificamente nesse ponto, mas sem definir a metodologia. Eu só pedi a palavra então, para dizer que eu tenho simpatia por essa posição.

**PF:** Eu ia pedir exatamente a sua opinião, por ter essa experiência de regulador. Acho que sua contribuição seria muito importante.

Só lembrar de dois pontos. De um princípio muito antigo da regulação da CVM, que me veio a mente agora, que é o “pratique ou explique”. Quer dizer, ou você bem usa uma metodologia, ou você usa outra e explica o porque que você está usando. Foi o que adotamos agora. Com relação ao termo de comparação, e aí é lógico que pensando um pouco na frente, temos essa tradição de maior liberdade e não definir metodologias, regras, e aí com relação a comparação... Quer dizer, com o desenvolvimento do mercado, as metodologias tendem a ser utilizadas, mas uma deve se consagrar, e aí aquele produto que vem com uma metodologia diferente tende também a estar no prejuízo, porque as pessoas veem: “Todo mundo usa uma aí vem alguém e usa outra”. Acho que a tendência é seguir o próprio mercado. Poder se adaptar com esse tipo de coisa e talvez os ofertantes acabarem optando por seguir uma metodologia mais consagrada.

**JEMN:** Luiz Fernando, por favor, use da palavra.

**LF:** Essa questão, para mim lá do FOHB, tem uma certa semelhança com a questão da corretagem, porque da mesma forma que o incorporador contrata um corretor, também é o incorporador que encomenda o estudo de viabilidade. Então, para vocês entenderem melhor como o FOHB funciona, um assunto desse, precisamos colocar em pauta em assembleia e votar. Porque temos redes maiores, redes menores, quer dizer, que tem práticas e interesses diversos. Então eu não consigo responder hoje, apesar de particularmente também ser simpático com a ideia do José Ernesto, e a forma como está funcionando hoje. Quer dizer, pratique ou explique, eu precisaria conversar com todos os associados, para ver o que é que eles entendem. E como é uma questão que surgiu agora, ainda não discutimos internamente. O que podemos fazer é muito parecido com a questão da corretagem, é uma questão que tratamos internamente: “Vamos sentar e o nosso contrato com o incorporador vai pedir determinadas cautelas. Não podemos propor diretamente sobre quem faz o estudo de viabilidade porque é contratado pelo incorporador. Mas precisamos negociar com o incorporador”. Precisaria sentar e votar e deliberar para estar trazendo a resposta mais completa.

**JEMN:** Luiz Wielewicki.

**LW:** Eu só gostaria de destacar o que foi dito aqui. Acho que o importante fato é de tutelar a simetria de informações, independentemente da metodologia, dos critérios e até um detalhe a maior, dos estudos. De fato, é necessário para que o investidor tenha informação de qualidade adequada e correta que espelha a metodologia efetivamente utilizada. Agora, de fato esse engessamento, talvez se corra o risco

de o preterimento de outras metodologias, que também são aceitas, inclusive pela a ABNT, que tem o status de regulador próprio. Então, os argumentos me parecem muito importantes, e existe sempre uma incerteza em relação ao futuro da natureza do estudo de viabilidade, mas também não consegue se desvencilhar disso. É um “vir a ser” por natureza, e isso tem que ser espelhado, não somente na metodologia, mais também em prol, nos fatores de risco, no prospecto. O investidor, ainda mais o investidor desse tipo de empreendimento, tem que ser certificado, estar alerta para o fato de que o estudo de viabilidade, por mais correto que seja o seu ponto de vista metodológico, pode não capturar a realidade, ainda mais em um mercado que nós vemos aí quem tem sofrido oscilações significativas... Eu acho que é só essa ponderação.

**JEMN:** Perfeito! Bom, alguém mais tem algum comentário a respeito desse ponto? Dentro da nossa pauta também tem um outro ponto que também foi levantado pela CVM, que é o tema da oferta pública de unidades remanescentes. Eu pediria que você introduzisse o assunto, Paulo.

**PF:** É uma questão que vem sendo colocada pelos ofertantes, pelos agentes do mercado e há duas situações um pouco diferentes. A primeira é aquela na qual o empreendimento foi lançado antes do alerta da CVM, em 2013, bem antes. Discutimos... o Otávio Yazbek era membro do colegiado quando a área técnica levou a questão que acabou suscitando o alerta,. Chegamos para o colegiado esclarecendo que nós tínhamos uma impressão muito forte de que esse mercado não reconhecia a CVM como regulador, e que a falta de reconhecimento se originava na ignorância da norma. Mas para não entrar nessa seara, porque percebíamos que havia uma quantidade muito grande de empreendimentos com um nível muito forte de propaganda, então não teria sentido as pessoas fazerem aquilo sabendo que estavam cometendo uma irregularidade. Então ao invés de, na oportunidade, fazermos “stop orders” em série, fizemos uma e percebeu-se que tinha muitas ofertas irregulares. Optamos então por fazer uma alerta ao mercado dizendo: “Gente! Isso aqui pode ser valor mobiliário, isso vai depender da regulação da CVM”.

Então vamos pensar em um empreendimento que foi lançado lá em 2012, e teve sobras. Aí veio o alerta. Estamos vivendo esta situação de pedidos de dispensa de sobras. Uma meia dúzia. Aí me vem a pergunta, eu vou ter que fazer a dispensa dessas seis se outras 250 foram vendidas? E tem a situação na qual o empreendimento efetivamente foi depois do alerta. Não havia muita razão para não se pedir a dispensa, mas o pedido não foi feito e teve sobras. Essa pergunta me foi feita e a resposta imediata que demos foi: “Não há diferença nenhuma entre elas porque os investidores alvo desta mini oferta merecem as mesmas informações que todos os outros. Então não haveria possibilidade de dar tratamento diferenciado porque estamos tratando basicamente de fornecer informação para os investidores”.

Seria caso sim de pedir dispensa. Ponderamos que a regulação de valores mobiliários em geral tem dispositivos que simplificam um pouco o procedimento de autorização dessas operações quando se trata de lotes reduzidos. No caso da instrução 400, no artigo sexto. A regulação vigente diz que para este tipo de situação se dá um procedimento simplificado. Só que já estamos em um procedimento simplificado. Quer dizer, a dispensa de registro, com base no artigo 4º, da forma que estamos

conduzindo, já é um procedimento simplificado. Então não sei em que medida poderíamos simplificar isso mais.

Nós na área técnica nos colocamos à disposição para levar o pleito para o colegiado, mas não consigo te dar nenhum palpite se isso vai ser aceito ou não, em função principalmente do falei no começo. Não vejo espaço para se reduzir informação para o investidor só porque a quantidade de unidades oferecidas agora é menor... Se você puder falar um pouco...

**OY:** Posso sim. Superavamos a questão do enquadramento dessas ofertas no conceito contrário de investimento coletivo. Enfrentávamos novas questões que até então eu não imaginava e que só em última análise... chama a atenção para uma regulamentação mais detalhada dessas ofertas, mas essa diversidade de questões então... uma dessas é a questão das sobras do empreendimento, não é!? De unidades ou do estoque, como o mercado normalmente denomina. Eu usei o termo “sobras” justamente por que acho que essa é a analogia que poderíamos fazer em relação à instrução 400 CVM e que trata de sobras de uma oferta. Não é nenhuma preocupação quanto à obtenção de uma dispensa de registro de valor mobiliário, e essas ofertas, diferentemente de outras, de valor mobiliário, são longas pela própria natureza do negócio. Então, são ofertas que vão se estender por anos, e a lei de incorporações por outro lado prevê a possibilidade de devolução no imóvel adquirido, que pode postergar ainda mais o prazo da oferta. Então, especificamente o que estamos buscando entender aqui, é pensar uma solução que por um lado atenda uma prerrogativa prevista na própria lei de incorporação e que permita o retorno da unidade imobiliária e a revenda pelo incorporador, mesmo em relação a ofertas passadas. E por outro lado, o rigor do pedido de dispensa, mesmo que com esses critérios já aprovados pela CVM para outros casos, que poderiam inviabilizar economicamente, ou em se inviabilizar, mas traria um custo adicional para incorporadores e os demais ofertantes que agora os operadores participarão também, não é!? De re-ofertar essas unidades ao mercado. Então é isso. Acho que a tentativa não é preterir investidor das informações necessárias para uma tomada de decisão de investimentos relacionada a essas ofertas pequenas, fruto de sobras, ou na metodologia do mercado imobiliário, fruto de estoques de unidades imobiliárias no período da venda da incorporação. Então, ao menos o que vislumbramos, como analogia, seria a aplicação do regime de sobras nesse meio. Não há nenhum prejuízo, por exemplo, à qualidade do material publicitário que tem que manter, com todos os fatores de riscos e com características da oferta... Mas uma simplificação desse procedimento considerando que nós teremos aí um empreendimento que talvez tenha suas 400, ou as vezes 300 unidades. Nós estamos falando de 3, 4 unidades. Então é essa... É só uma adequação entre como, já é também fruto da regulamentação, por exemplo, do investidor qualificado. De certa forma também pela qualidade do investidor, pelo tamanho da oferta. Pondera um pouco os critérios de aplicação para a obtenção de dispensa.

**PF:** Quer dizer... Só Para organizar aqui. Então seria uma questão de como a oferta é menor, acaba não suportando uma dispensa normal. É uma despesa maior de produção de documentos, e aí acabaria sendo anti-econômico, dada a pequena quantidade pelo valor da oferta de um lado, e o outro é essa questão da necessidade de informações.

**OY:** Não somente o aspecto econômico, não é Paulo? Porque também não podemos preterir ou a qualidade das informações do investidor, mas também, porque normalmente esse estoque, o empreendimento já avançou significativamente, não é? Acho que existe um fator que justifique o seu ponto de vista negocial, em critério menos rígido. Uma vez que, por exemplo, os riscos de construção já foram de certa forma mitigados, os riscos de todo o processo de incorporação já foi checado, porque já houve uma oferta... Usando a metodologia da CVM, já houve praticamente... Nós estamos no final do período de incorporação e sobraram algumas unidades. Talvez por que o argumento puramente econômico, acho que leva a esse entendimento de preterir ... Não, o risco é menor! O risco efetivamente me parece menor.

**JEMN:** Posso passar a palavra para o Bicalho, que queria também comentar a respeito disso?

**RB:** Colocando mais alguns elementos, dentro dessa ideia de tocarmos em alguns pontos, dentro do que o Paulo falou a ideia de um pleito. Não é necessariamente uma resposta objetiva e certa, porque na verdade são questões a serem usadas dentro de prós e contras. Mas eu acho essas últimas colocações muito bem feitas, e aí tem que pensar, se nós estamos pensando em estoque de unidades de ofertas ocorridas antes do alerta da CVM, nós estamos falando na verdade de um período transitório de ofertas residuais.

**JEMN:** E por quê?

**RB:** Quer dizer... Um número limitado de empreendimentos, que vão ser concluídos em pouco tempo. Então, se nós pensarmos em desenvolver um mecanismo específico para esses empreendimentos, talvez quando essa norma se desenvolvesse, pelo menos praticamente não existem mais hoje, e já estariam enquadradas dentro do novo entendimento. Levando em conta que o maior número em alguns empreendimentos é menor no outro e que essas unidades são realmente poucas e tendem a ser a cada dia menores, fico imaginando se nós não poderíamos considerar esta área... estas unidades desse período como um período de transição efetivamente, por todos esses aspectos econômicos. E não apenas econômicos, por conta dos empreendimentos estarem, em boa parte deles avançados, outros avançando, as expectativas já em termos da realidade de mercado estão mais próximas, do que no momento em que se compra na planta o empreendimento, cujo o edifício vai estar pronto dali 2, 3 anos para começar a operar e, na realidade, diferente, tendo ainda um outro aspecto. Muitos desses adquirentes, sem contar que alguns deles podem estar até prontos, ou quase prontos, muitos desses adquirentes já escrituraram e já têm esse seu empreendimento em seu próprio nome com escrituras. Com ITBI pago, com registro de imóveis... seria impossível realmente criar uma situação de padronização para quem comprou uma determinada característica e quem comprou com outros tipos de informação. E da mesma forma que você não poderia trazer para aquele que já adquiriu o mesmo nível de informação desse segundo. Por outro lado, seria também desvantajoso, acredito, ter regimes diferentes de venda dentro da mesma coisa, do mesmo empreendimento. Então, acho que por diversas razões, acho que poderíamos caminhar, se possível no sentido de concentrarmos nesse mercado de dezembro de 2013 para frente, e o mercado anterior, por diversas razões, não sofreu o mesmo rigor, ainda que o tratamento legal a rigor, não fosse necessariamente diferente.

**JEMN:** A não ser que tivesse reclamação por parte do investidor...

**RB:** É... Eu acho que se tivesse reclamação por parte do investidor, ela teria que ser analisada, mas sob a ótica também, sobre a realidade daquele imóvel. Embora a lei, seja a mesma há muitos anos, todos os agentes de mercado, encaravam de uma determinada forma. Os de mercado, e aqueles que lidavam legalmente com o produto. E aí a partir do momento em que a CVM fez esta análise, e fez por bem divulgá-la no mercado, é que os próprios empreendedores, os próprios agentes que neles participavam, os investidores e a própria CVM, eu acho que também houve mais elementos para entender melhor aquele tipo de produto e, portanto, não acredito que se tratava de uma oferta ilegal, sob essa ótica, já que não havia esse entendimento difundido da norma, e para que a norma existisse e caracterizasse aquele produto, como contrato de investimento coletivo.

**JEMN:** Perfeito! O meu comentário, foi apenas por um motivo. Como a CVM tem um dever de ofício, como regulador do mercado, e se a norma já existia desde um determinado momento, se um determinado investidor vem e reclama, a CVM não pode simplesmente ficar silente...

**RB:** Sem dúvida!

**JEMN:** É só por esse motivo, não é!? Só por esse motivo... O Otávio...

**OY:** Eu pedi a palavra para ir parar num lugar muito parecido com esse comentário do José Ernesto. Na verdade, eu devo concordar com a argumentação do Rodrigo, de que o caráter residual dessas ofertas, talvez acabe tornando desarrazoado tomar alguma medida em relação a isso. Talvez seja melhor enxergá-las como residuais mesmo. Acho que isso deve ser feito sempre com um cuidado para o caso a caso, porque às vezes o residual pode ser grande, e pode se justificar alguma intervenção, às vezes ele pode ser um residual de verdade, mas de qualquer maneira eu acho que nós estamos dentro de uma situação de sensibilidade, que é meio típica dessas situações intertemporais. Como eu estou saindo de um regime e indo para outro, eu tenho que olhar com uma certa razoabilidade. Então acho que até criar um regime “a priori” para sobras, para essas unidades remanescentes, talvez não seja uma coisa interessante, talvez seja interessante olhar com sensibilidade e ficar que, tendo ali, 3 ou 4 unidades remanescentes, um número muito pequeno, talvez não haja porque tratar de outra maneira, e havendo um número significativo, que são unidades remanescente, mas são um número grande, que vai envolver um esforço mais organizado, aí, se exigir um procedimento equiparado. Agora, o ponto em que eu ia concordar com o José Ernesto, é que de fato existem diferentes tonalidades de uma mesma cor nessa questão da incidência da norma. Se chegar uma reclamação de um o investidor, correspondente a um período anterior, é bem verdade que ela é anterior pela caracterização da CVM, mas a caracterização para a CVM, num primeiro momento, veio sobre a forma de Stop Order, dizendo: “Olha, espera um pouquinho! Isso já é valor mobiliário, vamos parando de ofertar”. Então, muito provavelmente, as reclamações que chegarem vão ter que ser analisadas também com este tipo de cuidado. Não precisa enxergar o que de fato incidia e o que não. E isso complexifica um pouco a discussão desse caso, porque vemos que, tudo bem... é possível que cheguem reclamações, embora não sejam muito típicas desse mercado, e aí essas reclamações vão ter que ser enxergadas sob a ótica da CVM. No entanto, quando eu estou falando da distribuição das unidades remanescentes, talvez eu não precise fazer em si, incidir um

regime. Até porque se fizer incidir um regime posso ter um ponto que o Rodrigo suscitou que me parece importante, que é a discrepância das informações que eu ofereci para os primeiros e que eu vou estar oferecendo para os segundos. Para aqueles primeiros eu não ofereci fatores de risco, não ofereci nada daquilo, e isso pode trazer uma assimetria de tratamento e até uma vulnerabilidade jurídica. Então, queria só dizer que eu concordo com a posição do Rodrigo, mas ressalvando naturalmente os casos de reclamação de investidor e alguma coisa assim, muito provavelmente a CVM, vai acabar precisando se manifestar. Parece que agente tem diferentes graus de incidência da regra da CVM.

**JEMN:** É, aproveitando essa conversa, eu queria fazer uma pergunta a todos. O que caracterizaria essas unidades remanescentes, ou saldo? Imagine um incorporador que, por acaso, resolveu especular, o que não é fora do comum, não é!? Então, ele faz o lançamento vê que o lançamento foi muito bom, foi muito... enfim... a oferta foi muito bem recebida, aí ele resolve tirar do mercado, um terço do produto para poder comercializar mais adiante por um preço superior. Isso seria considerado saldo remanescente? Como é que seria considerado uma situação dessa? Desculpa, eu não quero complicar, mas é que pode ocorrer...

**PF:** Eu acho que temos... até porque os problemas têm surgido lá, algumas ferramentas jurídicas que podemos usar. Mas com relação à reclamação, a ferramenta óbvia é a prescrição. Se a reclamação chegar muito tarde existe aquela situação já apaziguada, a prescrição. Estou lembrando também essa questão da assimetria de informação que você colocou. Ela tende a ter a do outro lado, que é aquela oferta que foi dispensada de registro, e teve registro, e aí quem comprou teve uma série de informações de maior qualidade, e depois lá no final, seria o caso de simplificação, de informações para aquele outro... Seriam essas situações.

**JEMN:** Sem dúvida!

**PF:** Bom, eu só vou dar um exemplo de um caso complexo que surgiu a semana passada. A oferta é um empreendimento que já vendeu 82% e recebeu a intimação da CVM. Aí o processo se inicia. Intimado responde, apresenta os contratos, etc. Ficou certo de que era valor mobiliário, já com o parecer do jurídico. Nós enviamos um alerta. Seria caso também de uma "Stop Order", por orientação do próprio colegiado. Mas para dar uma chance para o intimado se regularizar, antes de subir para a Stop Order, o intimado foi conversar conosco. Ele tem meia dúzia lá de unidades e parou de vender. Seguiu a orientação do alerta que ia fazer um comunicado ao mercado dizendo que a oferta está suspensa, parou de vender, colocou lá no seu site, inclusive se colocando a disposição para devolver o dinheiro, se alguém tivesse interesse em desistir do negócio. Mas e aí? O que vamos fazer com essa situação? A sugestão que eu dei, era que ele realmente pedisse uma dispensa do registro, para vender aquelas unidades remanescentes, e fizesse um acordo com quem já comprou, para corrigir essa questão da assimetria de informação. Ele vai dar mais informação para os 18, aqueles outros eles tem que, ou ter uma informação semelhante ou então uma concordância de que compraram em uma situação diferente? Ou seria uma questão de fazer uma mala direta, fazer uma assembleia ou qualquer coisa do tipo? Nesse sentido, que desse procedência a um documento desse tipo. Então estamos trabalhando com essas ideias, sabe!? De contrato, de ato jurídico perfeito, de uma situação... para falar um termo mais (...), uma situação que já está apaziguada. Existe uma situação já resolvida, não seria o regulador



que iria lá para tornar tormentosa aquela situação que já estava aceita. Então, acho que tem algumas coisas que podemos usar, seja a questão do ato jurídico perfeito, seja a prescrição, e nessa linha do exemplo do Otávio, que é sempre a nossa atuação, que é tratar o caso concreto. A cada caso, uma forma customizada para ele.

**JEMN:** Surge-me... Ah! perdão Bicalho...

**RB:** Desculpa, só uma colocação...

**JEMN:** Por favor.

**RB:** Diante do seu comentário, José Ernesto, que quando você tem uma situação, na minha opinião, em que o incorporador retira de venda, voluntariamente, um terço do empreendimento para obter mais adiante um resultado melhor, recoloca lá frente um terço. Isso não é, ao meu ver equiparar... Ser equiparado a uma nova oferta. Estar com linha do caso concreto. Com a sensibilidade, embora isso seja um fenômeno cada vez mais raro dentro da dinâmica de mercado. Hoje a preocupação da empresa é não chegar no empreendimento pronto com unidades remanescentes para serem vendidas. Se há uma baixa receptividade ela tenta melhorar a oferta, reduzir preço, facilitar pagamento. Se há uma boa receptividade, ela aumenta um pouquinho o preço e vai ganhando conforme vai sentindo que se ela aumentar um pouco mais, pode vender ainda naquele preço. Agora, dificilmente hoje arrisca, ou se permite, por questão de fluxo de caixa, chegar no final do empreendimento com muitas unidades. Isso era mais uma característica das incorporadoras mais familiares.

**JEMN:** Sim.

**RB:** Que se identificavam também naquele empreendimento um patrimônio para a família, ficavam as vezes com unidades que eram destinadas a locação, que já não é mais o perfil principal de mais de 90% do mercado que é justamente procurar vender o máximo no menor tempo possível.

**OY:** O Paulo falou em 2 situações. A primeira é daqueles casos, de antes da caracterização, em que sobraram unidades remanescentes. A segunda seria essa dos casos em que chega hoje uma Stop Order ou um aviso da CVM, e aí o sujeito é obrigado a encerrar?

**Paulo Ferreira:** Isso seria um quarto!

(Risos)

**PF:** Das remanescentes de um empreendimento antigo. Seriam unidades remanescentes de um empreendimento novo, mas sem a dispensa. Unidades remanescentes de um empreendimento que teve a dispensa, e agora unidade remanescente do empreendimento que for “stopado”.

**OY:** Porque nós temos quatro situações bem diferentes... Mas qual a dúvida? Por que que seria uma dúvida? Unidades remanescentes de um empreendimento que teve a dispensa. Essas unidades remanescentes não podem... Na verdade, eu acho que é importante identificar todas as categorias, para identificar o que diferencia uma da outra e qual é o regime aplicável. Eu também acho que as unidades

remanescentes de um empreendimento que teve a dispensa não são problemas. Inclusive porque existe dispensa dos prazos da 400, então, unidades remanescentes já com dispensa, é só manter aquele procedimento. Mas é só importante diferenciar todas as situações, não é!? Botar numa matriz ali...

**PF:** Com relação ao regime, eu acho que precisaria, se tiver que dar uma resposta muito simples, temos que dar a dispensa para atender essas unidades remanescentes em qualquer situação. Vai ter que ter uma autorização para vender. Algum nível de informação vai ter que ir para o mercado. Teremos que ponderar que tipo de informação irá, que tipo de documento adicional a ser firmado com os compradores anteriores vai ser apresentado. Para quem já comprou vai ter que concordar ou não. Porque, por exemplo, no caso de quem foi “stopado”, estamos esperando, estamos preparados para receber um pedido de dispensa de registro, um pedido de autorização para venda de quem recebeu a “Stop Order”. Vamos analisar essa documentação, se eles tiverem OK, vamos dar autorização para eles e aquela deliberação se torna ineficaz. Porque houve um ato posterior no mesmo poder que está na prática anulando aqui. Até que...

Isso é um exemplo: foi “stopado! Conseguiu fazer um prospecto? Estudo de viabilidade direitinho... Pode vender depois. Sobrou meia dúzia de unidades? Pede a dispensa agora, apresenta as informações para quem vai comprar e se acerta com quem comprou antes não tendo essas informações. A mesma coisa... o mesmo para os empreendimento antigos e para os empreendimentos novos. O caso lá que falou conosco a semana passada, um empreendimento novo e vendeu quase tudo. Ele achava que não era valor mobiliário, estava firme naquela posição e agora percebeu que não adianta muito brigar e... “ih, mas eu já vendi!” Pede dispensa desses 18% e aí se acerta com quem comprou antes. É um documento numa assembleia, alguma coisa assim. Quem recebeu a dispensa, eu acho que aí sim. O cara que recebeu a dispensa vai querer vender lá na frente. Aí eu acho que se aproximaria mais do caso do Wielewicki. É... deixe-me dar um desconto, porque o empreendimento já está funcionando, então eu não preciso tanto de um estudo de viabilidade, vamos dizer assim porque posso te apresentar as demonstrações financeiras que estariam já disponíveis. Então, tem mais informação sobre a atualidade do empreendimento, ou seja, como você disse, um risco menor. Não um risco menor. Existe mais informação, então, valeria aí um desconto para dar menos informação.

**RB:** Se ele já recebeu a dispensa, ele já não prestou tudo isso?

**PF:** É, ele já prestou não é!? E inclusive ele está atualizando.

**RB:** Na verdade se ele já recebeu a dispensa, é só até acabar, não é!? Ou não!?

**PF:** Sim

**OY:** Pedir a dispensa quer dizer, antes de pedir a primeira oferta, a incorporadora foi lá e conseguiu a primeira dispensa... Porque até acabar está dispensado.

### ***Varias pessoas falando***

**LW:** A hipótese em que nós nos preocupamos mais agora, não é Paulo!? É a hipótese dos empreendimentos passados em que há estoque e não receberam Stop Order. São empreendimentos

que não tiveram a dispensa, e sobraram algumas unidades. Só para continuar a sugestão aqui que foi dada em relação ao regime transitório, é por isso que quando falamos da necessidade..., o fato de haver uma dispensa e do regramento dessas ofertas pequenas, não é novidade. A própria 400 no parágrafo único aqui do artigo 61 “já estabelecendo que as ofertas públicas realizadas anteriormente a data prevista, poderão obter (...) de instituições intermediárias seguindo o que dispõe a seguinte instrução”, justamente para regulamentar esse período transitório de ofertas em curso.

**PF:** Seria mais ou menos esse esquema, mas é difícil aplicar isso, porque essa regra é muito antiga, então quer dizer, tudo já está no...

**JEMN:** Paulo, deixa eu dar uma sugestão! O que vocês acham... por favor, eu estou pensando alto... O que vocês acham, um vez que oferecida a dispensa de oferta, dispensada a oferta está. Então quer dizer... Não é a questão temporal de um mês, três meses, dois anos. Mas como o mercado é dinâmico, não seria talvez razoável a dispensa da oferta, ela tivesse que anualmente atualizar, por exemplo, o estudo de viabilidade que foi feito lá pelo avaliador X, pela empresa XPO, no ano que foi solicitado ali a dispensa. Um ano depois, o ofertante, ele continua tentando vender o seu negócio. Só que um ano depois, o mercado tem outra característica. Não seria razoável você admitir que a dispensa continuamente fosse sendo alimentada até que a oferta fosse 100% exaurida?

**PF:** É, já previmos isso, não é!? O Otávio bem lembrou, exagerei e coloquei uma categoria a mais. Mas não é necessário mesmo, porque já tem a previsão de atualização das demonstrações financeiras, da atualização do estudo de viabilidade que é o mais importante. No prospecto, enquanto estiver havendo a oferta, você tem que atualizar também anualmente e sempre que houver modificação relevante. Então já regramos isso. Depois da operação, as demonstrações financeiras.

**JEMN:** Desculpa, onde está essa definição de anualmente se...

**PF:** Ah, isso está nos memorandos.

**JEMN:** Tá nos memorandos!? Por que eu não me recordo de ter lido nenhum... Não me recordo, em nenhuma ata...

### **Varias pessoas falando**

**PF:** Isso está nos memorandos. Vai lá, dá uma checada lá... É estudo de viabilidade atualizado por pelo menos um ano...

**JEMN:** Ofício, não as atas!? Porque o que está publicado no site da CVM são as atas.

### **Varias pessoas falando**

**PF:** Então é assim... onde é que está isso? Está na proposta do requerente. Claro que temos uma conversa antes, mas ele já propõe. Ele já combinou lá antes o que ele vai propor, o que vai no prospecto e no estudo de viabilidade...

**JEMN:** Anualmente!

**PF:** No mínimo por um ano e depois vai ter as demonstrações financeiras. Acho que faltariamos regrar, até por que não houve ainda um caso concreto, é a oferta secundária. É o caso do proprietário, que tem uma quantidade grande, inclusive essa pergunta nos chegou na semana passada. Esse mesmo caso aqui, carioca, uma pessoa que conhece bem o mercado, falou: “Olha, e o meu cliente lá!? ”Porque eu quero preservar os meus clientes. Não vai ser o último hotel que eu vou vender e o meu amigo lá comprou 15 e daqui a pouco ele quer vender. Eu quero ajudá-lo.” Ah, você pode ajudar... Eu acho que aí mais valeira um acordo. O empreendimento está andando, ele vai fazer efetivamente uma oferta pública. Então, o que ele precisaria enviar? Aí você pega aquela lista, pensando alto aqui, aquela lista de documentos e vê o que cabe e o que não cabe. Estudo de viabilidade continua sendo atualizado, a demonstração financeira, o operador hoteleiro está lá, sobra o que!? Material publicitário que ele vai usar, então ele tem que mandar os anúncios para a CVM, ou se conseguirmos uma dispensa automática, ele tem que seguir a regra do artigo 50, assinando uma declaração de responsabilidade na medida que segue... Eu acho que é mais ou menos isso.

**JEMN:** Muito bem! Alguém quer fazer mais algum comentário sobre esse tema? Daniela?

**Daniela Santos (DS):** Eu quero. Obrigado. Só para detalhar um pouco o assunto. Então estamos falando aqui de um caso no qual o ofertante depende de informações do que é na 400 o emissor, o que é o ofertante original, não é!? Imagina se o ofertante original não está cumprindo as informações dele, como é que o ofertante...

**JEMN:** Secundário...

**DS:** ...Faz!? O estudo de viabilidade, por exemplo... se o empreendedor, enfim, o primeiro vendedor, não estiver apresentando isso, por algum motivo, ainda sim (...) em valor, e pode ser que o investidor atual queira se desfazer dessa posição.

**PF:** É, ele vai ter problemas, não é!? No âmbito do...

**DS:** De problema regulatório ou de preço?

**PF:** Eu acho que vai ter um problema assim... Eu tenho uma propriedade para vender e preciso fazer uma oferta pública e o regulador da oferta pública me diz que eu devo estar tudo ok. O que está OK? Precisa falar com ele... “Olha, você tem que atualizar isso, por que eu não estou conseguindo vender”, “Ah, mais eu não vou atualizar...”, Então você vai ter que discutir isso judicialmente. Eu acho que é uma relação privada entre o segundo vendedor, segundo ofertante e o primeiro... Não sei. O que vocês acham?

**DS:** Antes mesmo era uma questão regulatória. Tem uma vedação a fazer ofertas, se aquilo não estiver atualizado... Ainda que esses documentos não dependam de mim, eu não vou poder fazer. Aí depois vira uma questão privada, eu vou ter que brigar com o cara. Bater na porta dele.

**PF:** É... Eu estava pensando na questão porque que vale até você ter como certo...

**DS:** Que ele vai aceitar a regulamentação!

**PF:** O segundo vendedor ainda não vai conseguir fazer oferta pública... Ele não vai conseguir autorização da CVM. A CVM pode vir a processar, a tentar punir o primeiro ofertante. Agora, a punição da CVM, ela não vai transformar aqueles documentos, não vai fazer com que o documento vá surgir por causa da punição.

(?...): É importante fazer uma distinção! ...Desculpa ir atropelando mas tem que fazer uma distinção! Isso vale para o que seria uma oferta secundária. Eu tenho muita coisa e vou oferecer usando mecanismos organizados. Agora se eu tenho uma unidade, duas unidades... Procuo o meu corretor de imóveis para colocar aquilo, provavelmente eu não vou ter problema nenhum, por que não é uma oferta secundária.

**PF:** É... Vamos supor assim: vou fazer uma oferta secundária de ações, e a emissora de ações está com problemas com o registro de emissão ou está com algum problema na BOVESPA, vai ter dificuldade de fazer essa oferta pública. Eu posso até não vir a conseguir fazer.

**André Pitta (AP):** ...Porque esse problema já existe hoje, não é!? A instrução 480 fala que a companhia tem que apresentar um novo formulário de referência quando há um pedido registro de oferta pública, ela não fala sobre quem é o ofertante. E a 400 tem aquela obrigação de colaboração do emissor quando a oferta é uma oferta secundária e o vendedor também não é o controlador, porque se é o controlador, se é uma companhia que tem alguém ali com uma relação de domínio, ele vai ter ingerência para fazer aquela companhia atualize o formulário. Agora então, no limite esse que está frustrado, enfim, vê essa intenção dele de fazer a oferta secundária frustrada pela companhia, que em tese tem esse dever de colaboração, pode cobrá-la, não é!? E a companhia ser responsabilizada pela ausência dessa colaboração. Nesse caso aqui, é uma situação que não há muita clareza a existência dessa obrigação, mas no limite, ela poderia ser corretamente aplicada.

**PF:** É, eu lembro de casos concretos disso numa oferta secundaria em que o ofertante teve problemas com isso. Não fornecia a informação... Estou um tempo fora disso, mas estou tentando lembrar, porque tem um dispositivo na 400, que trata especificamente...

**Vários:** Fala de um dever de Colaboração!

**JB:** De que forma isso se aplicaria aqui nesse caso...

(?...): Ao meu entender, ela obriga ao emissor apresentar uma referência, ou seja, atualizar suas informações para trazer aqui uma linguagem similar ao da discussão...

**PF:** O paragrafo sexto do artigo 56 diz assim: “Na hipótese do ofertante não pertencer ao grupo controlador da emissora ou não atuar representando o mesmo interesse da sua controladora / emissora, e essa lhe negar acesso os documentos de informação necessária sobre o prospecto, deverá fornecer toda a informação relevante que lhe estiver disponível ou que possa obter em registro de documentos públicos, para a divulgação no prospecto desse fato e requerer que a CVM exija da emissora a complementação das informações indicadas pelo ofertante necessárias ao registro da oferta pública.” Bom, aqui temos um problema original que salta aos olhos. O emissor que ele está falando

aqui, tem um registro de emissão na CVM, ou seja, ele está ali... A CVM está com ele aqui. Não vai ser o caso aqui, porque não há...

LW: Não há em 476...

(?...): Mas ele tem uma dispensa que está condicionada ao cumprimento de uma serie obrigações, não é!?

(?...): O limite seria no comando de ações fundamentais para aumentar a dispensa, e ele também está em fração, não é!? Apesar de não ter a relação de registro, que é o mesmo caso da 476. A dispensa, ela é um ato que para ser confundido, impõem nesse caso algumas obrigações. Então...

PF: E entre elas, não se inclui, seguir a (...).

(...) É!

PF: E esse dispositivo, salvo melhor juízo, não se aplica no caso de oferta da 476. É assim. Em princípio eu tenderia a defender uma posição de que é uma questão que tem que se resolver no âmbito privado entre o primeiro ofertante e o segundo ofertante. Já um advogado, um dirigente do segundo ofertante, tem que realmente fazer o possível para colocar a CVM nessa briga.

JEMN: Muito bem!

PF: Porque o mercado de valores mobiliários, o mercado de ações, das companhias abertas é um mercado pequeno, não é!? Outro aspecto é o papel do intermediário líder. Esses intermediários líderes dessas grandes ofertas, são bancos tradicionais e eles são os interlocutores da área técnica da CVM. Então o banco muitas vezes resolve certos problemas. Aqui optamos adequar a regulação à cultura do mercado, ainda no imobiliário, dispensar... Tirar esse cara da jogada. Deveria ter um líder intermediário, talvez financeiro... Nessas horas é que ele começa a fazer falta, por isso temos mais ou menos uma ideia de que realmente é válido você dispensar a contratação do intermediário financeiro, mas isso é uma coisa que o Reginaldo em primeira mão colocou para agente: "Olha, se começar a complicar muito, se o corretor de imóveis não atender a norma, se começar a ter dificuldades dessa natureza, talvez tenhamos que reavaliar isso". Trazer esse cara de volta, porque com ele a gente começa a estar... on line com ele. É isso.

JEMN: Bom, vamos passar para o próximo ponto da pauta... Eu acho que vai fazer o pessoal do lado de cá falar um pouco mais do que o pessoal do lado de cá.. Existe uma preocupação relativamente grande por parte do mercado, que diz respeito à velocidade de aprovação dos processos dentro da CVM. Sabemos que pelo fato de ser uma novidade, obviamente tudo que é novo, traz novas responsabilidades, traz enfim... novidades e, por consequência, acaba se criando alguma regulamentação informal, vamos assim dizer... A jurisprudência de uma certa forma. Agora, o tempo que demandou cinco casos serem julgados foi praticamente um ano. Em um mercado que produz em principio, 100 empreendimentos anuais... Nós estamos falando em velocidade relativamente pequena. Sabemos que essa é uma preocupação por parte da CVM, tanto é que no ano passado... Não é para você engasgar não, Paulo! Por favor! (risos)

**PF:** É que você falou de um ano e cinco empreendimentos, eu não tive como não engasgar. (risos)  
...Depende do pedido, não é! (risos)

**JEMN:** É! (Risos)

**PF:** Se não há pedido, não há aprovação, não é? (Risos)

**JEMN:** Com certeza! Mas enfim, ao longo desse período foi-se construindo uma jurisprudência e um dos temas que acabou sendo objeto até da última Mesa Redonda. Encerrou-se a II Mesa Redonda... Eu me lembrou que o Reginaldo falava que era sonho de consumo de vocês uma deliberação genérica que pudesse dispensar de registro o negócio do Condo-hotel. Confesso que isso não era apenas um sonho de consumo de vocês, era também de boa parte do mercado, mas percebemos que esse sonho de consumo talvez fique cada vez mais distante, seja pelos problemas apresentados por corretores imobiliários, seja pelos problemas de... enfim! Dos diversos problemas de notificação a incorporadores que não respondem, daí você notifica de novo, não respondem, daí você dá a Stop Order... Enfim, todo esse ambiente que se criou ao longo desse período, fez com que o mercado ficasse bastante preocupado. Por esse motivo nós termos incluído na pauta uma pergunta: “qual seria a melhor forma de regramento para que esse mercado tenha uma velocidade maior e possa continuar produzindo?” E aí nessa pergunta colocamos também resposta com três alternativas: Dispensa automática, Registro automático ou Delegação de poderes para a área técnica. Eu queria começar a debater esse tema, com um ex membro do colegiado, que está aqui ao lado, que é o Otávio Yazbek.

**OY:** Eu conversei na semana passada por telefone com o Paulo e falei da minha particular preocupação com esse tema. Conversei também com os meus colegas do FOHB. Na verdade, ao que eu fui convidado para analisar esse assunto, a primeira coisa que me saltou aos olhos foi a questão procedimental. Eu olhei menos o tipo de informação que estava sendo prestada, que se estava exigindo, e comecei a me preocupar mais com a questão procedimental. Então quando eu vi esses itens que você propôs para a Mesa Redonda de hoje achei que eles eram extremamente oportunos. Acho que essa talvez seja uma discussão preliminar, que deve anteceder todas as outras. A minha sensação inicial é que para um procedimento como esse, para uma situação como essa, de fato aquilo que vocês veem como o melhor dos mundos, tanto para a área técnica, quanto para o mercado, talvez fosse de fato a dispensa automática de registro. Mesmo a criação de um modelo parecido, como o da 476, ou coisa que valha. Parece-me que isso é adequado por uma série de motivos. Do lado do mercado, pela questão dos prazos de análises. Do lado da própria máquina da CVM, do ponto de vista do tipo de trabalho que se demanda lá dentro. Agora me parece que nós temos uma questão preliminar para consolidar antes de conseguir falar novamente em dispensa automática.

Particularmente, talvez por estar entrando agora na discussão, tenha um certo otimismo em relação à possibilidade de dispensa automática. Mas é justamente por conta dessa questão preliminar. Qual é a questão? É, o que eu preciso entregar a mais para assegurar que essa dispensa possa ser uma dispensa automática? Vale dizer: A CVM se sentiu segura, para na 476, autorizar dispensa automática de oferta de uma série de instrumentos, porque ela tinha também uma série de salva guardas naquele processo. Então por uma lado ela também tinha uma espada na cabeça que foi a situação da caracterização das

CCBs como valores mobiliários, mas isso é o ponto que vem depois. O ponto de vista mais teórico, o fato é que ela tinha certas salva guardas que lhe davam proteção. Uma delas era o conceito de investidor qualificado, no caso super qualificado, que se estava definindo para adquirir aqueles instrumentos. Tudo bem, você vai adquirir um instrumento financeiro meio diferente, que não tenha o emissor muito registrado, que é um instrumento meio anômalo. Eu vou exigir que você seja um investidor super qualificado. A segunda é a existência da estrutura de intermediários financeiros, porque intermediários financeiros na 476 acabam funcionando como (...). A terceira, isso em uma leitura assim por cima que eu fiz só para essa discussão. A terceira, tá nas restrições da negociabilidade do papel. Já que esse é o papel que teve dispensa de registro. Eu não autorizo a negociação dele em mercado num período X, e também não autorizo que o mesmo emissor faça outras emissões meramente arbitrando em cima da norma existente. Na verdade, e parece que talvez um dos papéis mais importantes do intermediário, seja na atuação como (...) tanto da obrigação como investidor qualificado, quanto da vedação para a negociação depois, mas para mim, esses três elementos, são núcleos do que se entregou para a CVM naquela época, para garantir que dava uma dispensa de registro. O que estou pensando? Para se negociar uma dispensa de registro com a CVM, e essa é um pouco a perspectiva do FHOB, e nós tivemos a oportunidade de discutir isso na semana passada, é pensar em que tipo de coisas se poderia apresentar à CVM, que dessem salva guardas mais ou menos parecidas ou que mostrassem que problemas iguais aqueles que existem na 476, talvez não existam nesse mercado. Vale dizer: eu não estou simplesmente pedindo uma dispensa a priori de registro. Vou ver se eu consigo entregar algumas coisas que mostrem que eu estou num mundo tão seguro ou mais seguro quanto o da 476. Essa é a intenção preliminar que nós conseguimos definir numa reunião do FHOB na semana passada. Aí eu comecei a imaginar o tipo de aspecto que nós teríamos que explorar. O primeiro é essa questão da qualificação dos investidores. Parece-me que essa questão é uma questão que já ficou superada com as decisões da CVM sobre a matéria e que tem alguns aspectos que são importantes para garantir a superação. A partir do momento que tenho a aquisição de propriedade mobiliária efetivamente, que a incorporação foi registrada, tenho um conjunto de proteções ali, que talvez não exijam a qualificação do investidor, a menos naturalmente que eu tenha aquela oferta das unidades por cota, não das unidades condominiais. Ainda não tenho o pleno domínio...

#### **JEMN:** Frações imobiliárias

**OY:** Das frações. Ainda não tenho o pleno domínio da terminologia da área. Então, me parece que essa questão, é uma questão mais ou menos superada. Uma segunda questão, é essa do intermediário como e aqui, temos uma questão que é um pouco mais, mas me parece que comporta também uma certa criatividade institucional. Já sabemos que os intermediários, no nosso caso, não são os verdadeiros intermediários financeiros, eles não funcionam como banco de investimento que está levando uma oferta ao mercado. Na verdade, talvez nós tenhamos que pensar em tratar como (...), muito mais aqueles que atuam como ofertantes ou como co-ofertantes. A incorporadora e ou o operador hoteleiro, e aí nós precisamos pensar em como construir de uma maneira adequada, essa relação de co-oferta que existe. Parece-me que isso já tem sido progressivamente construído também e algumas redes tem pedido já para se comunicar e ao mesmo tempo sempre a incorporadora e operadora hoteleira. Tem algumas responsabilidades aqui que são responsabilidades internas dos dois e que tem muito mais uma



natureza civil e tem responsabilidades que são responsabilidades regulatórias perante a CVM. E em todos os casos, elas tem que ser mais ou menos patenteadas, mas o fato é que, me parece que o ideal seria nós trabalharmos um pouco em cima do tipo de obrigação que os co-ofertantes devem ter em relação a uma contratação dos corretores. Me parece aí que também nós já estamos usando alguns passos importantes. Eu, honestamente, olho esse assunto de fora por não ter familiaridade com a área, mas me parece que já teve uma primeira suspensão relevante de oferta em razão de conduta dos corretores imobiliários. Provavelmente no futuro, nós tendamos a ter uma segunda, uma terceira... Parece que na medida em que estas situações forem se mostrando realmente sérias, o mercado tende a criar algumas soluções institucionais, tende a atribuir responsabilidades entres os ofertantes. Eu acho que talvez nós devamos, para conseguir defender essa idéia da dispensa automática do registro, mostrar algumas dessas soluções institucionais antes. Já alocar responsabilidades entre incorporador , entre operador hoteleiro, botá-los um pouco na linha de frente perante o regulador. Mostrar que eles é que são os interlocutores do regulador e eles vão se virar com os corretores. Pensar um pouquinho mais em dar um conteúdo para isso. Por fim, a questão daquela última salva guarda em que eu pensei. Era a não negociabilidade dos ciclos que tem na 476 e também me parece que ela não é um problema muito maior aqui, justamente por que nós não estamos falando de ativos que tem um verdadeiro mercado secundário. Uma coisa é eu adquirir uma CCD e no dia seguinte colocá-la para vender, outra coisa é eu adquirir um bem imobiliário. É lógico, eu posso ter um certo secundário, mais não é aquele secundário de mercado financeiro. Então me parece que isto não é tão grande. Para fazer uma síntese do que eu disse, é que o ideal seria que nós apresentássemos uma proposta de uma espécie de equivalente à 476, tentando não apenas olhar para o lado de “queremos a dispensa de registro”, mas tentando olhar para aquilo que nós poderíamos entregar para atingir finalidades parecidas com a da 476. Para ser mais interativos. Para mim hoje, um dos grandes desafios estão nessa parte de criação de uma relação entre os co-ofertantes e amarração da cadeia de distribuição. E nós no FOHB gostaríamos de apresentar uma proposta nesse sentido para a CVM. Nós já estamos começando a trabalhar em cima disso e nas nossas ultimas reuniões tendemos a trazer nos próximos tempos, e fazer as reuniões com a área técnica, com o colegiado, para trazer as nossas ideias e impressões sobre isso. Basicamente é isso.

**JEMN:** Rodrigo Bicalho...

**RB:** Achei muito interessante o que disse o Otavio. Eu acho que é uma analogia bastante interessante e ele tocou em alguns pontos que eu queria explorar um pouco mais. Eu sei que a CVM já investigou bastante a respeito da incorporação imobiliária, da diferença entre produto com incorporação imobiliária, do produto que não há esse registro. Já tem uma clara noção disso. Mas quando nós começamos a pensar em elementos que tragam segurança maior para o investidor, esse sem dúvida é um diferencial muito grande, não só pelo adquirente estar efetivamente com o imóvel exclusivo seu em nome próprio, matriculado em seu nome, aconteça o que acontecer independentemente do resultado do contrato de investimento coletivo. Não só por esse elemento, mas também pelo que a lei determina que seja cumprido para que a incorporação possa ser registrada, é bastante extenso e bastante sério. Existe um controle de certidões do imóvel, de análise de todas as certidões do empreendedor, tanto fiscais, trabalhistas, cíveis... Na comarca do imóvel, na comarca da sede da empresa. A verificação do projeto aprovado, com todas as licenças previamente expedidas, fiscalizadas pelo oficial do registro de

imóveis. A verificação de todas as ações existentes contra a empresa para ver se podem comprometer, do ponto de vista do direito real e do ponto de vista financeiro mesmo o futuro do empreendimento. Atestado de idoneidade financeira, atestados por instituição financeira que operem no país há mais de cinco anos, além de uma série de informações técnicas sobre o empreendimento que ainda não existe, do ponto de vista de suas especificações, áreas, frações ideais, equipamentos, instrumentos, tipo de elevador, tipo de revestimento de piso, tudo isso engloba detalhes muito grandes sobre normas da ABNT, previamente verificados, arquivados no registro de imóveis que faz uma série de exigências antes de permitir que esse empreendimento vá a mercado. Existe um controle muito grande. Além disso, todo lançamento de incorporação imobiliária é extremamente tutelado pelo código de defesa do consumidor com uma atuação enorme do Ministério Público da Habitação, Ministério Público do Consumidor, e dos Procons. Então existe, inclusive uma regulamentação de publicidade enganosa, abusiva, oferta que deve entregar o contrato. Então, existe uma regulamentação extremamente forte por instituições que atuam tradicionalmente de forma bastante intensa nesse mercado. E por último, só uma questão prática, vale lembrar, até comentei com o Paulo naquele evento sábado, que houve lá em São Paulo, produzido pelo José Ernesto e que foi muito interessante para debater, levar a conhecimento, não é!? Essa questão tão importante, que naquela oportunidade lembramos, o prazo de carência da incorporação...

**JEMN:** Isso mesmo.

**RB:** Trata-se de uma faculdade, que a lei, desde 1964 até hoje, permite porque funciona muito bem como a proteção dos adquirentes e dos investidores, permite que em prazo de 6 meses, contados do registro da incorporação, o incorporador possa desistir do empreendimento, se ele achou que o nível de vendas não foi suficiente para ter segurança financeira para ele ver que o empreendimento possa prosseguir. Ele pode desistir desde que nesse prazo de 180 dias e desde que, mediante regras previamente ditas, com critérios prévios dessa desistência e devolva 100% dos valores recebidos por ele corrigidos monetariamente. Se o empreendedor registra previamente essa incorporação imobiliária e vai à CVM pleitear uma dispensa de registro que leva 4, 5 meses... ainda que levasse 3 meses, grande parte desse prazo de carência é importante para verificar como o mercado se comporta. Ele perde o que é entendido como necessário para a proteção de todos. Porque também, aqueles poucos que ficaram no empreendimento que não vendeu bem, também estão correndo risco. Então, é importante que esse instituto de preservação de todos seja também preservado e a dispensa automática vá nesse sentido também. Vendo o problema depois, é claro que o ofertante tem que se adequar. Responder, quando no caso haja dispensa.

**JEMN:** Me parece que a CVM já não tem exigido mais o registro da incorporação, mais apenas a minuta do memorial, não é isso?

**PF:** Olha, nós exigimos.

**JEMN:** A minuta do memorial ou o memorial registrado?

**PF:** Exigimos. Mas se você levantar essa questão, e outras também, pode ser aceito. O que for levantado deve ser razoável. Uma alternativa pode ser aceita, não é!? É o que temos falado para todas as pessoas

que perguntam, inclusive nos eventos. O Dr. Maury deu a oportunidade irmos conversar na semana passada no evento da ADEMI-RJ, nós procuramos, salvo melhor juízo, também colocar esse ponto, porque essa pergunta é corriqueira. Quer dizer, a exigência é pedida. Expede-se o memorial registrado, caso não haja a possibilidade, se justifica, e essa justificativa, sendo nessa linha, e algumas outras, é aceita. E, só para informar, se alguém não sabe, nós pedimos isso porque é para ter um elemento a dar um nível de garantia para a identificação da propriedade do imóvel que está sendo transacionado. Tivemos situações em que a propriedade foi discutida no âmbito judicial. Naquele período em que o processo de oferta estava sendo analisado, a propriedade estava sendo discutida judicialmente. Então, em função disso, consideramos por bem pedir alguma coisa para não ficar para depois, cancelando uma oferta de algo que o ofertante não tinha. . É bom lembrar que estamos tratando de uma relação de investimento, ou seja, tenho um imóvel super garantido, mas eu vou entregá-lo para uma atividade econômica que pode me dar prejuízo. Eu poderia usar esse imóvel com uma outra finalidade, ter um retorno, esse retorno eu já não estou tendo, quer dizer, eu tenho um custo ali de oportunidade e esse prejuízo pode inclusive superar, pelo menos em tese, o valor do imóvel. Então, seria realmente como se houvesse uma moeda que você está entregando, e é um bem. Então, é por isso que me parece que se mantém essa necessidade de haver um regramento nessa relação de investimento.

**RB:** Eu não estou aqui contestando isso, viu Paulo... Só para esclarecer... Apenas acho que essa questão é um aspecto...

**JEMN:** Relevante...

**RB:** Importante para ser levada em conta dentro da linha do que o Otavio tinha colocado em questão, mesmo a CVM estudando uma possibilidade de dispensa automática, nos casos em que há esse regime preestabelecido.

**PF:** E agora, só pegando esse teu gancho, Bicalho, da dispensa automática... nós lá na área técnica... as pessoas com as quais estou trabalhando mais diretamente, como o Reginaldo, o Alexandre, os analistas, todos têm uma idéia... não precisamos esconder isso, favoráveis a um regramento que vá no caminho da dispensa automática. Inclusive foi essa proposta que levamos e que discutimos com os agentes do mercado, incluindo alguns que aqui estão. Acho até que eu poderia, conversando com o Reginaldo, até passar para vocês uma minuta, um modelo, um esboço... podemos passar para as entidades, pra ver se vocês tem essa intenção de apresentar uma proposta; tem lá um esboço das idéias que já colocamos.

Agora, eu queria só apresentar para vocês uma ideia aqui, que eu já tive a oportunidade de conversar, muito rapidamente, eu acho que com o Otávio, que é com relação à dispensa automática ou a dispensa não automática e o Registro, e pode ser um registro simplificado... Expor para vocês como pensamos na CVM e também do pessoal que atuou conosco nos primeiros empreendimentos. Estávamos imaginando realmente chegar num caminho de dispensa automática, mas isso não era possível naquele momento, porque não havia uma regra estabelecida. Então precisaríamos fazer uns pilotos; que era o piloto da dispensa não automática. Mas sempre tendo em mente uma dispensa automática. Então, estamos aqui atuando aqui passando umas dispensas não automáticas, para conhecermos melhor o mercado e ver qual é o tipo de documento que vão apresentar, apresentar para o colegiado a situação, vislumbrando

um futuro, depois de criada uma massa crítica se chegar na dispensa na automática. Se a ideia não for da dispensa automática, eu queria colocar para vocês que eu tenho dúvida se há respaldo na regulação para isso. Por quê? Porque o ato da dispensa não automática iria considerar as características da oferta, qual é o seu critério, o interesse público, a qualidade da Informação no registro, é um dos requisitos. E nessa dispensa mencionada, não automática, seria a para considerar cumulativamente ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida. Aí acho que tem que ter pelo menos uma. E aí fala de valor unitário, plano de distribuição, distribuição de mais de uma jurisdição, oferta de permuta, público destinatário quanto à sua localidade geográfica ou quantidade, e dirigidos exclusivamente a investidores qualificados. Se fomos pegar as últimas, tirando a oferta da Incortel, que foi aprovada para o investidor qualificado, “lato sensu”, não o investidor qualificado da 409, mais o investidor até, talvez mais qualificado, porque ele teria que fazer um investimento alto, ele teria que ter um patrimônio maior do que o da 409.

(?...): Mas é outro valor mobiliário?

**Paulo Ferreira:** Só o da Incortel! Os outros, começamos o nosso memorando dizendo que entendemos (a área técnica) que não é caso de vender só para investidor qualificado porque há essas garantias da lei de incorporações, por que há um imóvel ali efetivamente identificado, então isso nos deixa mais confortáveis para atender a essa solicitação do mercado, e não dirigir essa oferta, ou seja, as ofertas de unidades mobiliárias independentes, (essa é a leitura que eu estou fazendo, pode ser que eu esteja enganado, mas a nossa intenção foi essa) é para qualquer pessoa. Não é para o investidor qualificado. Se você for analisar...

**JEMN:** Ou credenciado.

**PF:** É... Não, na verdade o investidor qualificado da 409. Esse investidor qualificado aqui do artigo quarto, da 400, quer dizer, essa dispensa de registro onde estou querendo chegar... a dispensa de registro, ela requer a presença de algum desses aqui. E se você for ver, no final das contas este homem é o qualificado. Ou o qualificado, ou no valor unitário muito alto. Agora vamos examinar uma em que o valor unitário é de R\$180.000. É abaixo dos 300.000, que foi o número que o Wielewicky já fez um trabalho interessante, dizer que embora o investidor qualificado da 409 é aquele que já tem um investimento de R\$ 300.000, extraímos alguma qualificação do investidor que está fazendo o investimento de R\$ 300.000. Agora vamos ter os R\$ 180.000, que é um caso concreto.

**RB:** ...de incorporação ou é cota?

**PF:** É de incorporação.

**JEMN:** Incorporação...

**PF:** Só que fora dos grandes centros. Então, vai chegar um momento que vislumbremos uma oferta de unidade imobiliária que não atenda nenhum desses requisitos. É isso que eu estou querendo falar. Acho que podemos chegar em uma situação em que, e não sei se é exceção, porque se pensarmos em todo o

país, o qualificado não vai ser... E se o valor unitário for um valor menor, digamos um investimento de R\$180.000, dividido em sei lá quantas prestações, um valor que admita uma dispensa?

Onde quero chegar... é que chegaremos num ponto que não tenhamos a alternativa da dispensa. Não por força da regulação, mas criamos um modelo que pelo caminho da dispensa não automática... estamos buscando essa massa crítica... Agora, não consigo ver base regulamentar para definirmos que a forma será a dispensa não automática. Não vejo no artigo quarto autorização para isso. Eu veria sim autorização ou para uma dispensa automática (e aí teríamos que criar uma norma), ou registro simplificado. Para a dispensa não automática eu acho que vamos ter que mudar... Teríamos que dar umas boas marteladas nessa regulação para admiti-la. Enquanto é provisório, vamos dizer assim... É uma situação, assim... Transitória, vá lá mas...

**OY:** Estou de acordo com essa leitura. Acho que a dispensa não automática acaba sendo a solução a partir do momento em que você tem um problema, em cima da mesa, mas, ela tem uma natureza... Ela está muito ligada a casos concretos... Então, criar uma regra para futuro baseada num permissivo que te manda analisar o caso concreto, no longo prazo, acaba sendo um rima, não uma solução. Então, acho que realmente o caminho a seguir é o de procurar a dispensa automática, baseada em certos requisitos, e certas salva guardas que se amarra na norma, por isso nós definimos esse caminho.

**PF:** Então, aquela proposta complementar a essa, que é um modelão bacana, amarrado, abrangente para distribuir a dispensa automática... se não conseguiu encaixar, peça o registro!

**OY:** O que nós temos pensado Paulo é justamente trabalhar em cima de um modelão. Nossa intenção é propor um arca-bolso normativo para a CVM, talvez discutindo até essa minuta que vocês já elaboraram, mas apresentar juntos um modelão para algumas coisa. Achamos que, por exemplo, o manual do SECOVI é um ponto de partida para algumas práticas. Talvez as questões de co-ofertante tenhamos que discutir um pouquinho, porque quando olhamos para o mercado financeiro, bem ou mal, tem uma estrutura de auto regulação em algumas coisa, que acaba atuando nas ofertas. Quando olhamos para o nosso mundo, tem coisas por construir. Então, tudo bem! Não tem essa estrutura de auto regulação, mas tem a possibilidade de ofertarmos um modelão. A ideia é então propor, uma regra, uma solução, mas propor também alguns modelos que já criam essa presunção e essa segurança a mais para o regulador.

**JEMN:** Vocês não acreditam que essa jurisprudência formada até agora, ao menos no que diz respeito aos condo-hotéis, estruturados em unidades autônomas, elas não criam já de uma certa forma uma serie de pontos basilares que dão segurança para que possamos ter a base dessa, vamos dizer, Deliberação Genérica, retirando o tema dos R\$ 300.000? Porque na prática é o seguinte: O Brasil está crescendo para o interior e se formos olhar interior a fora. Nas grandes capitais teremos custos de R\$ 15.000, R\$ 20.000 o metro quadrado. O que vai acontecer é que as propriedades vão estar muito mais relacionadas a tickets, a preços de 180.000, 150.00, 200.000, inferiores a R\$ 200.000, de forma que a pergunta que eu deixo aqui para todos: Será que esses cinco casos que foram julgados pela CVM e esses mais dois que serão julgados, e que também são de unidades autônomas, e que pelos comentários devem ser repetidas as decisões tomadas anteriormente. Será que esses julgados por si só não estariam

suficientes para poder embasar uma Deliberação Genérica no que diz respeito ao condo-hotel de unidades autônomas como valor mobiliário?

**OY:** Eu acho que esse é um ponto de partida, não é!?

**LW:** Desculpa, gostaria de falar, Luis Wielewicki.

**LW:** Eu acho que o mais importante, o valor da unidade autônoma, não é por si só um critério de maior ou menor segurança da oferta. Mas sim, esse modelo é muito peculiar, da oferta de unidades autônomas que trás também a proteção para o investidor. Enquanto todo o regime da lei de incorporações, que está preservando os empreendimentos, e acho que sempre tivemos esse cuidado, porque isso já era algo previsível, sabíamos que o valor mínimo de um empreendimento em São Paulo e no Rio, seriam maior do que os R\$ 300.000. E até sob outra perspectiva, não poderíamos preterir o investidor de investimentos no interior no mesmo regime que o investidor que vai investir em empreendimentos com metro quadrado mais alto. Então, ambos investidores estarão na mesma situação esperando o regime de, enfim, incorporação. Todas as medidas tomadas em relação a que se evite a assimetria de informações, ou seja, seja via dispensa automática, seja via o regime atual pensando os estudos de viabilidade, e enfim, os fatores de risco, tudo isso seria preservado. Então, não é o valor de unidade em si, pois continuaria significativo. R\$ 180.000 já é algo relevante. Há títulos, outros valores mobiliários que estão sujeitos a um regime... Que podem estar sujeitos a um regime menos rígido quanto aos requisitos necessários para a sua forma.

**PF:** É. O que estava lembrando, porque toda essa construção que vimos fazendo para analisar esses pedidos até agora se baseia nos princípios que extraímos da regulação vigente. São os do interesse público, da correta informação e da adequação do investimento ao investidor. E acho que fomos até felizes nesse aspecto. Não é muito simples. Porque pegamos... Se você for ver os memorandos, eles são desse jeito: "Olha, temos esses princípios aqui da regulação do mercado de capitais e temos esse caso concreto, veja como esse caso concreto se encaixa nos princípios". E aí começamos a pensar, como projetar, e as dispensas continuam sendo feitas com base no artigo quarto. E o artigo quarto, que traz os princípios no seu DNA, acaba não suportando esses pedidos de dispensa. Você fala a questão do valor. R\$ 180.000 é relevante, não é? Mas aí se colocamos a questão do parcelamento, quer dizer, o investimento, quando se falou em valor unitário, você está imaginando que é desembolso, não é? E a questão do investidor qualificado, aquele que tem uma carteira de investimento? O investidor qualificado do artigo quarto existe, não é? Ou até tem que ver ele lá na 409. Não é qualquer qualificação, porque já existe uma definição nesse mesmo arcabouço para isso.

Essa questão do valor. É isso que eu estou trazendo para a crítica da mesa, porque, quer dizer, não fica uma discussão subjetiva: R\$ 180.000 é muito ou é pouco? Temos que dar uma solução para essa situação e parece que o caminho seria realmente um desses dois: dispensa automática ou registro... Se do registro, que seja um registro simplificado. Mas um registro. Não consigo ver como com esse arcabouço... O colegiado tem apreciado... Temos levado lá as dispensas, e é o Colegiado que tem competência para dizer o que a CVM pensa. Não estou aplicando todo o artigo quarto aqui, eu estou inspirado no artigo quarto, dando uma dispensa para esse empreendimento específico, e agora estamos

pensando em uma regra geral... Se é uma regra geral, ela não pode cair nesse erro. Se não é regra geral, continuamos nos casos concretos que o Otávio bem viu. Precisamos dar esse passo à frente. E quando for dar esse passo, temos que resolver essa questão.

**JEMN:** Paulo, isso é uma decisão que, obviamente, recai sobre o colegiado...

**PF:** Isso é competência do colegiado.

**JEMN:** Exato! Vocês na área técnica veem alguma possibilidade do colegiado ser 100% contrário a essas alternativas e decidir permanecer a estrutura atual? E se delegar à área técnica a responsabilidade de fazer essas dispensas? Porque se percebe claramente a preocupação de manutenção do status quo. Ainda que tenha toda a boa vontade do mundo de vocês...

**PF:** Ah, eu acho que esse seria um segundo estágio...

**JEMN:** E é?

**PF:** Eu acho que poderia ser um segundo estágio, a delegação. Mas isso depende exclusivamente do Colegiado. O que nós estamos propugnando é que, se houver delegação, tem que ser um simples estágio. Não vai ser uma boa solução se for definitiva. Não posso dizer, não tenho como dizer o que pensa o colegiado sobre isso porque não tivemos a oportunidade de submeter, de uma forma efetiva, essa questão. Até porque a área técnica não tem... A nossa área, a SRE, é uma área totalmente operacional. Aplicamos a norma, não fazemos a norma. Tem uma outra área que ajuda o colegiado a fazer as normas, mas não é a nossa. Além disso não temos nem muito tempo, sabe!? Para ser sincero, estamos com os pedidos de dispensa, com os prazos, com os processos de investigação para conduzir... Esse tipo de conversa, claro que quando se discute uma norma, que vai ser aplicada pela SRE, o titular da SRE é convocado, certo? Agora, isso é uma demanda do Colegiado. Não é demanda do SRE. O Otávio conhece muito bem esse processo. Esse processo de elaboração de normas escapa em grande medida da área técnica. Então, é uma questão que tem que ser colocada...

**JEMN:** Entendi! Você comentou até outro dia que, bem por alto, que havia chegado um pedido de registro simplificado, não é?

**PF:** Não chegou... O advogado apenas comentou que pretendia fazer.

**JEMN:** OK.

**PF:** Eu achei interessante, mas não chegou a seguir...

**JEMN:** Por que você acha Interessante?

**RB:** Desculpa, o que seria isso?

**PF:** Temos na tabela na Lei 7940 com uma previsão de taxa. 0.64% para o Contrato de Investimento Coletivo ("CIC"). Então isso aqui é CIC, não é? É certo que é CIC. Registro do CIC paga uma taxa 0.64%. O Bicalho está com uma cara... (Risos). Significa R\$ 82.000 de taxa, porque é a taxa máxima. O que seria a

vigência hoje, porque incide sobre o valor total da oferta com um teto de R\$ 82.000. Então temos uma taxa para cobrar, já estabelecida na lei, que seria o pior problema do ponto de vista do regulador, não é? Quer dizer... Já tem uma autorização legal para você cobrar a taxa de registro... Aí você aplica o artigo quarto... Olha, isso é pensando alto, como é que ele ira lidar com aquele pedido de registro simplificado... O artigo quarto, a dispensa de registro ou de requisitos... Então seria mais ou menos a mesma coisa, só que ao invés de eu dar a dispensa do registro, eu dou a dispensa de todos os requisitos que estão lá no memorando como contratação de intermediário, registro de emissor, etc .e tal... E cobra a taxa!

**JEMN:** E isso evita... Quer dizer...

**PF:** Com a autorização do colegiado. Tem que subir também porque...

**JEMN:** Tem que subir também!?

**PF:** Tem que subir, por que isso é a praxe. A praxe é: a área técnica dá o registro (embora a regra da 400 diga que quem dá o registro é a CVM). É a área técnica. Quem dá a dispensa? É o colegiado. Então por se tratar de dispensa de requisitos, subiria igualzinho... E a diferença no final acho que seria o pagamento da taxa.

**(?):** É uma em cima da cabeça e a outra embaixo do chapéu, não é? É muito parecido o resultado final... É o pagamento da taxa.

**Paulo Ferreira:** É... Esse é o pagamento da taxa!

**RB:** Quer dizer... É relevante, mas...

**PF:** R\$ 80.000 para mim seria um dosador da quantidade de pedidos. Quer dizer, quem pedir tenderia a apresentar documentos de melhor qualidade, mais elaborados, para não correr o risco de ter o pedido indeferido e ter de pagar uma nova taxa. E isso acontece... Tem acontecido. A despeito de alta qualidade de alguns pedidos, outros vêm com uma qualidade muito ruim... Exemplo: tem o prospecto no site do empreendimento que recebeu a dispensa. Aí o cidadão vai, pega aquele prospecto e copia. E muda os nomes. Só que as vezes esquece de mudar um monte de coisas.

**Todos:** (Risos)

**PF:** Aconteceu isso. Eu recebi o prospecto da empresa X, só que não era da empresa X! Era de outra empresa! Uma mera questão de copiar e colar... Copiar e colar, mal copiado e mal colado. Isso nos permite dar o indeferimento de plano, com base na Instrução 400, que é não ter documentos. Não apresentou estudo de viabilidade, não apresentou o prospecto, leva o indeferimento de plano. A taxa serviria para isso, não é? Para o pessoal caprichar um pouco mais...

**JEMN:** Entendi! Bom, na maioria das vezes, quando pensamos em condo-hotel, pensamos na unidade autônoma, não é? Até porque essa é a historia do negócio do condo-hotel no Brasil. Mas essa proibição legal aqui no Rio de Janeiro acabou resgatando, tirando do fundo do baú, o condomínio Civil com as



frações ideais. O primeiro hotel Internacional construído no Brasil foi o Hilton São Paulo e foi viabilizado com a venda de frações ideais. O shopping Center Iguatemi, na Faria Lima em São Paulo idem. O que quero dizer com isso é que a possibilidade de fracionar um grande investimento em pequenas frações também gera uma atratividade para alguns tipos de projetos. E como temos observado que existem fundo imobiliários de R\$ 50 milhões, muito facilmente, você tem condo-hotéis com frações por valor muito superior a isso. Fácil! E a pergunta que eu queria colocar aqui para discussão é se o pedido de dispensa do condomínio de frações ideais já tem uma orientação por conta do julgado da Incortel. Significa que vai ser repetido? Há de certa forma uma orientação. Agora, o proponente disso, o ofertante desse empreendimento, poderia solicitar o registro, certo? É um valor mobiliário registrado. Em teoria pode ser negociado no ambiente da bolsa de valores, certo? Será que não existe aí um outro segmento de negócios a ser explorado? Com o que seria esse outro negócio que ainda não começou a se desenvolver?

**André Pitta (AP):** Vou fazer três observações. Hoje eu aprendi aqui muito mais do que posso contribuir na discussão, mas é um assunto também que é muito técnico e vocês estão aqui já faz tempo discutindo-o. Para falar um pouco sobre possibilidades de negociação dessas frações ideais nos mercados secundários de valores mobiliários existem três principais aspectos. O primeiro deles é a compatibilidade efetiva desse produto com o funcionamento dos mercados secundários, da essência do produto. Ficou muito claro aqui, a partir das discussões de hoje, e também pelo que eu li da transcrição dos eventos anteriores, que esse é um produto que tem um canal de distribuição muito particular, muito ligado ao mercado imobiliário, não é? Os corretores, a dura dificuldade de controlar os corretores... E nessa lógica de uma oferta do valor mobiliário, há limitações que são mais específicas. Falando em mercado organizado deverá haver o convívio desses corretores com os intermediários do mercado de valores mobiliários. É outro mundo, é um outro canal de distribuição, então tem uma questão de pano de fundo que é verificar se há essa compatibilidade, se compatibiliza-se com esses mecanismos de distribuição do mercado de valores mobiliários. Para além disso há uma questão de identidade do produto. Acho que existem aspectos regulatórios e operacionais. Do ponto de vista regulatório, a instrução 461 da CVM, que é uma instrução que regula as entidades administradoras de mercados organizados e os mercados regulamentados de valores mobiliários em si, tem ali uma regra bastante clara, e diz: qualquer valor mobiliário registrado pela CVM é passível de negociação em mercados organizados. Mas ainda dentro da sistemática de dispensa de registro, não é a dispensa que o torna inapto de negociação em mercados organizados. Tem que ser sempre registrado ou dispensado de registro pelo regulador. A instrução 476 prevê a dispensa de registro e também a negociação em mercados organizados E no caso da dispensa, tem a negociação no mercado de balcão organizado. Então não seria esse o impeditivo. Do ponto de vista das regras da bolsa, do regulamento da bolsa de emissores e de admissão à negociação de valor mobiliário, houve preparação para isso no último ano. Há um ano saiu o novo regulamento, que foi preparado para receber também qualquer tipo de valor mobiliário. No passado, a regra da bolsa (apesar da lei ter sido alterada em 2001) não previa o conceito genérico de valor mobiliário, e a regra da bolsa de admissão e negociação de valores mobiliários ainda era muito inspirada no modelo antigo. Escrevemos uma lista dos valores mobiliários que poderiam ser negociados em bolsas e cada vez que surgia um novo título ou valor mobiliário tínhamos que ir lá e mudar o regulamento e era muito complicado... E então, desde o ano passado, foi aprovado um novo

regulamento, que basicamente autoriza, permite que a bolsa admita à negociação qualquer valor mobiliário assim enquadrado nos termos da lei 6385, inclusive aqueles que se enquadrariam na definição genérica, os atípicos. Aqueles que se enquadrariam nos conceito desses atípicos, do ponto de vista se é possível a admissão à negociação sob uma perspectiva regulatória, parece que é possível. A discussão fica realmente em função do mecanismo que a CVM vai colocar para administrar ou dispensar o registro desses valores mobiliários. Acho que aí está um pouco dos pontos que o Otávio colocou. Se há uma dispensa de registro, essa dispensa virá com uma restrição à negociação, da oferta em si. E se for para se estender também a negociação para um grupo específico de investidores qualificados também, talvez com um período em que não pode haver qualquer tipo de negociação, se for seguir a lógica da 476, num cenário de dispensa de registro. Talvez o mercado de balcão organizado possa ser mais adequado para esse tipo de negociação ao invés dos mercados de bolsa, que é um mercado público de acesso irrestrito por todos os investidores. Então, isso tem que ser trabalhado nessa futura norma que viesse a ser editada para prever a dispensa automática. Mas acho que para além da questão regulatória tem questões operacionais, que acabam também esbarrando em questões legais, e que também são importantes. Uma coisa é a Instrução 461 permitir que a bolsa negocie em seu ambiente o valor mobiliário registrado ou dispensado de registro. Agora como é que eu faço isso do lado operacional? Existe todo um conjunto de regras de estrutura de mercado, de condições para a negociação em mercados organizados, como por exemplo ter o depósito centralizado no valor mobiliário. Há regras que na verdade sempre relacionam a ativos que se transferem por tradição ou por averbação em registros que o emissor controla. Aqui estamos diante de uma situação bem diferente, não é? Porque estamos falando de um contrato que embute uma série de coisas. É uma fração ideal de um imóvel. Nem que fosse a unidade autônoma, mesmo... Se eu falo que é valor mobiliário, mesmo que seja unidade autônoma, eu poderia pensar, não é?. A propriedade não se transfere por tradição ou por um ato do próprio emissor. Ela se transfere por uma formalidade, talvez a mais alta formalidade de transferência de propriedade e registro da legislação. Tem escritura pública, registrada. Então, isso seria uma espécie de dificuldade operacional e legal. Como você, por exemplo, liquidaria essas operações? É bem verdade que se pode pensar em modos alternativos: leilões dessas frações ideais, títulos em bolsa, como se fossem títulos não cotados, e a liquidação ser feita entre as partes, mas me parece que se perde um pouco do apelo, não é? De ter aquilo como um valor mobiliário negociável... Não entra com aquela ênfase de mercado organizado, não é? Garante a liquidação, garante de certa maneira aquele negócio será liquidado. E desse ponto de vista, as lógicas são bastante diversas. Além disso, estamos falando de um contrato coletivo que embute a propriedade imobiliária, mas ele também embute as obrigações contratuais. É um contrato de locação, de participação em uma sociedade por conta de participação, prestação de serviços... Então assim...

**RB:** Propriedade real...

**AP:** Propriedade real! Então, é difícil imaginar como você poderia operacionalizar isso no mercado sem a existência de um título que representasse tudo isso. É um pouco da lógica do mercado. O próprio CEPAC, não é? Foi um dos ativos que recentemente foi considerado pela CVM como valor mobiliário enquadrado, não é? Falando na frente do Otávio tem que fazer a ressalva, não é Otávio! (risos), mas existe...

**JEMN:** Ah! Você que lá...

**OY:** Eu ia discordar!

**Todos:** (Risos)

**AP:** Existe esse enquadramento, mas ali é muito claro que apesar da controvérsia... Foi considerado um contrato de investimento coletivo, veio lá uma instrução... A instrução 401 da CVM, e que fala: É um certificado... Um título... É escritural... É colocado no livro... Então você consegue ter uma identidade muito clara disso...

**OY:** Até si própria!

**AP:** É! E transferência então feita por tradição...

**PF:** André, você conhece o voto do Luiz Antônio de 2003...

**AP:** Conheço! Conheço, e gosto dele!

**PF:** Ele é espetacular... Você lê aquilo, você aprende muita coisa...

**AP:** Agora tem também o voto do Otávio...

**OY:** Discordo dele!

**(Risos)**

**OY:** O meu voto...

**Varias pessoas falando**

**(?...):** Eu acho o voto dele ótimo, quando a decisão de regular o produto já estava tomada. (risos)

**AP:** Mas eu acho que ali... São situações em que existia essa dúvida... Valor mobiliário ou não? Mas era muito fácil uma vez dando aquele (...) falando: é valor mobiliário! A partir dali era muito fácil falar que pode ser negociado no mercado secundário porque ele tem as características... Aqui estamos em um mundo teórico. A partir do momento que há autorização então pode-se negociar e é viável. Como operacionalizar isso... como operacionalizar esse valor mobiliário que é baseado em propriedade imobiliária, diferente das propriedades imobiliárias que existem nas cotas de fundos imobiliários.... Aqui estamos em uma situação um pouco mais complicada. Então talvez tenha que pensar em um título que eventualmente junte todos esses lados, mas cuja titularidade geraria a obrigação de repassar aquelas posições contratuais todas. E aí, até a própria propriedade imobiliária, numa lógica, que é uma lógica diferente dos mercados de valores mobiliários. Então eu acho que se eu pude pensar um pouco sobre isso, desde quando recebi o convite para participar, e tudo que foi dito aqui, acho que esses são os principais desafios, e é uma construção que eu não vou dizer que seja impossível, porque nada é impossível. Mas é desafiadora. É bastante desafiadora! Talvez ela tivesse que envolver até o esforço de

várias entidades conjuntas. Inclusive os próprios registros de imóveis, que são aí os grandes partícipes da liquidação... aí, deste mercado secundário.

Agora, além disso, parece-me que, de fato, há sim o canal de distribuição do mercado de capitais. É possível na oferta pública. Mas como a CVM tem visto isso, para ofertar o condo-hotel tenho que usar o canal de oferta próprio deste mercado... Consigo ver que mesmo com a dispensa de intermediário financeiro é possível permitir que aqueles agentes que atuam no mercado organizado possam fazer as vendas deles. Talvez como o Otávio falou, temperando alguns pontos, um modelo pragmático... Agora, fazer isso com um mercado de negociação secundária é um pouco difícil de pensar (...) dos mercados de capitais... E daí como é que eles vão se conversar? Como é que o corretor de imóvel vai se conversar com corretor de valor mobiliário, para operacionalizar esses negócios?

**JEMN:** Talvez não precise de um corretor de imóveis numa transação desse tipo.

(?...): É...

(?...): Talvez um ativo que você registre para negociar, e venda ele em uma tela, não é? Que nem agente está acostumado a ver os outros ativos...

(?...): É...

(?...): É...

Várias pessoas falando.

(?...): Será!?

(?...): Tem!

(?...): Tem!

**(DS):** Porque uma coisa que talvez valha a pena ser considerada... Estamos falando aqui certamente de um título híbrido. É um título que, não vou dizer um título, vou dizer o direito que tem um proprietário de uma fração ideal, ele tem uma propriedade uma posição contratual e um direito a receber e uma obrigação de pagar, se por acaso der prejuízo. Então, é um título híbrido de participação. Não é participação acionária, mas real... Como existem títulos de participação em dívida, existe esse tipo de participação imobiliária. Dívida de crédito. Folha de pagamento. A propriedade já se transfere hoje em dia por via de cédula de crédito imobiliário. Por lei! Será que acoplada a uma cédula de crédito imobiliário ou algum outro título que agregue, a este conjunto imobiliário, as outras obrigações que se acoplam a isso? E assim essas obrigações são variáveis. Nem sempre são as mesmas, não é? Em cada modelo mobiliário que existe aqui, pelo que eu estou entendendo, talvez exista uma acoplagem diferente.

**JEMN:** Claro!

**RB:** Eu acho essa discussão muito interessante e acho que não podemos ficar tolhendo as perspectivas de criar novos mercados que sejam importantes e dinâmicos. Mas eu vejo alguma dificuldade no nosso sistema legal atual por conta de algumas questões! Primeiro: a propriedade condominial fora do regime edilício é tida por temporária e indesejável... Há uma série de problemas! Por mais que você regulamente com normas paralelas, registradas, e etc... toda a doutrina que você for ver considera fonte de problemas. Normalmente tem de início em uma ocorrência involuntária. Por exemplo: o falecimento do pai, os filhos recebem aquilo em comum, mas quanto antes puderem dividir é melhor... A solução legal para qualquer conflito é a extinção do condomínio.

#### **Varias pessoas falando.**

**RB:** Tanto que a lei prevê que se você for um dos condôminos do imóvel, não estando de acordo, você pode pedir na justiça a extinção do condomínio. Como isso funcionaria nesse caso que estamos tratadndo?

#### **Varias pessoas falando**

**PF:** Poderia, mas também não fere esse direito.

**RB:** Por isso que eu acho que hoje, você tem dois arcabolsos legais! A incorporação imobiliária e o fundo de investimento imobiliário, que é para esse tipo de produto. Acho que os dois funcionam muito bem: um é um produto mais financeiro e o outro é um produto mais tipicamente imobiliário, ainda que, quando houver contrato de investimento coletivo, ele passa a ser também um valor mobiliário, a ser regrado pela CVM. Se você partir para uma situação intermediária, você esbarra, você passa no meio de... você se livra de vedações e controles que essas duas leis têm e esbarra em problemas que essas duas leis têm, não é? Então, por exemplo: A meu ver, o artigo 66 da lei 4.591, que é a lei de incorporação, dependente da interpretação, pode considerar isso uma realidade. A venda de fração ideal tem que se submeter ao artigo 32 da lei. Não sei se ela estava se referindo lá, a qualquer condomínio civil, talvez não, não é? Mas é uma questão que precisaríamos analisar. Além disso, se você lança esse produto, se você não quer fazer incorporação imobiliária, por isso ele iria para o fundo de investimento imobiliário. Eu acho que para a incorporação imobiliária, ela tende a ser obrigatória porque você pulveriza a propriedade imobiliária, antes do prédio estar concluído, justamente para você minimizar os riscos. Eu acho que algumas questões foram mais pensadas, não é? Outros aspectos de dificuldade, não é? Como a questão do corretor. Eu acho que, com relação a esse produto, produto tipicamente mobiliário, possa dispensar o corretor de imóveis, não sendo um intermediário necessário. Mas acho que a legislação, quando foi feita, talvez não tenha previsto isso. Mas, da forma como é, o corretor é necessário, conforme previsão legal, amparada por entidade federal, amparada em lei federal, para tratar dessa questão. E além disso a dificuldade que bem se colocou, da dificuldade de registro. Mesmo na unidade autônoma, se o André comprar de mim, você tem a escritura, paga o imposto, mas não é certeza que se será feito o registro (...), porque pode estar errado o CPF da minha esposa, eu podia ser solteiro e agora casei, , aí tem que me procurar de novo, fazer uma nova escritura, juntar documento... Não sei se a bolsa quer entrar nesse mérito ...

#### **Varias pessoas falando**

(?...): Talvez um solução que pudesse acontecer, enfim... Que me ocorreu agora... Diante da necessidade de querer dar liquidez a essas frações ideais, talvez nesse que está descrito a formação de um fundo imobiliário subscrito... Cotas subscritas com esses direitos, pudessem ser uma saída para lhe formar um fundo mobiliário... Num escrever as cotas, com os direitos... Com esse pacote como (...) Condo-hotel, e aí esse sim pode ser um ativo facilmente negociável num mercado secundário.

### **Varias pessoas falando.**

**OY:** Eu acho que vocês chegaram num ponto, que me parece um ponto importante de distinção aqui... Agente está lidando com mundos mais ou menos diferentes. Quando eu vi esse item na lista dos temas, primeiro eu preocupado por um motivo, mas logo depois fiquei preocupado por um outro...

### **Risos**

**OY:** O Primeiro motivo, pelo qual eu fiquei preocupado, diz respeito a algumas questões muito mais operacionais de mundo de bolsa. Para se criar um produto, não basta querer criar um produto. Precisa ter demanda por ele. Precisa acertar a fungibilidade daquele produto. Determinadas características que transformem aquilo em algo negociável e igual a todos aqueles outros que você está negociando ali pelo mesmo preço. Então, parece-me ser um negócio muito distante, até porque não temos milhares de unidades sendo negociadas para cada investimento. Talvez isso seja possível quando se fala em cotas. Não sei. Mas o fato é que não é uma coisa, a principio, tão fragmentável e padronizada para se criar produto típico de bolsa e mesmo para o mercado de balcão. Eu vejo essa dificuldade... E o André suscitou todos esse pontos, na verdade na exposição dele. Aí vem a minha segunda ordem de preocupações, que é um pouco mais pragmática. Eu acho que nesse caso, ela é bem mais pragmática. Tenho antipatia por esse tema de possibilidade de transacionar em mercados organizados, seja de bolsa, seja de balcão, por um outro motivo. Que, tudo que nós estamos pensando, pelas mesmas discussões que nós tivemos no âmbito do FHOB, para ofertar para a CVM, justamente para mostrar que existem aqui, razões para se conceder uma dispensa automática de registro, tem a ver com a inexistência de determinados riscos ou com a neutralização de determinados riscos. E muitos desses argumentos passam, pelo reconhecimento de que não tenha uma dimensão mais financerizada no produto em algumas coisas. Tenho a propriedade real. Tenho a proteção do regime jurídico da incorporação. Tenho uma estrutura de distribuição que não é exatamente uma estrutura de distribuição financeira. Então, tem determinadas coisas que eu estou adquirindo, que são muito peculiares e que estão longe de um universo propriamente financeiro. Se eu quiser financerizar essas relações talvez eu tenha outros produtos. Talvez eu possa pensar em alguma coisa embutindo o imóvel, CCI, fundo de investimento imobiliário, como o André simplificou no final da exposição dele... Mas acho que são discussões muito diferentes. Então eu fiquei um pouco temeroso trazendo essa discussão para cá, enfraquecemos uma discussão, que me parece a mais imediata, e talvez a mais legítima nesse momento, que é de o que nós podemos entregar para dar segurança para a CVM, e construir a possibilidade da dispensa automática. Aqui, nós estamos criando níveis de complexidade, com a financerização das relações que hoje estão muito pouco financeiras. Então eu peguei uma antipatia pelo tema, da possível transação na BOVESPA, a partir daí.

**JEMN:** Eu só queria esclarecer que estamos num ambiente acadêmico. Como disse para o Otávio antes, e que desde quando esse mercado se apresentou preocupante para a CVM, ele se apresentou preocupante inicialmente através de Condo-Hotéis desenvolvidos com frações ideais. E que até hoje só teve um caso efetivamente julgado, no que diz respeito a frações ideais, e o que nos vem aparentando, desde então, desde que começamos a organizar essas mesas redondas, é de que existem dois produtos que são completamente distintos: o condo-hotel que é organizado através de unidades autônomas, vamos dizer, tem não somente 40 anos de historia, mas tem toda uma força, uma segurança própria, por conta da união de uma série de outros institutos que estão associados com é o caso da incorporação imobiliária, Código de Defesa do Consumidor, etc. Porém, não podemos simplesmente fechar os olhos e deixar de reconhecer que este outro produto se mostrou atraente para uma série de investidores. Alias, foram algumas centenas de milhões de reais que foram comercializados de hotéis aqui no Rio de Janeiro, através desse sistema. Talvez beire a bilhão de reais. Então, esse sistema, para efeitos de dispensa, ao menos o único caso que teve até agora pela CVM, foi dispensado baseado também no conceito do investidor qualificado. Mas se a CVM pode tutelar o investidor não qualificado, pode-se tutelar através do registro. E se você registra o valor mobiliário, foi como disse o André: “Todo e qualquer valor mobiliário pode ser em principio transacionado dentro do mercado de balcão ou dentro da bolsa de valores.” Daí o motivo pelo qual está inserido dentro dessa discussão. Sabemos que não é o foco principal, pelo contrário, foi tema deixado até por último. Mas é um tema que eu acho bastante relevante, porque, como é um produto que nasceu, de alguma forma vai acabar se desenvolvendo, não é? E neste desenvolvimento, já é melhor termos a oportunidade de pensar nele antes, do que depois...

**PF:** Sem dúvida! O que toca à nossa parte, quando o José Ernesto falou isso a primeira vez, você lembra a resposta que eu te dei: “Isso é muito simples. Faz um fundo imobiliário e resolve o problema”. Acho que ficou com aquele vício nosso lá de área técnica de ficar pensando em soluções de criar novas normas sem tentar aplicar as normas que existem que já são muitas.

**JEMN:** Entendi!

**PF:** Então, talvez o caminho mais seguro que vislumbramos para isso seria realmente o fundo imobiliário. Mas foi bom, porque conseguimos fazer o tira teima em uma discussão. E lembrando que em vários desses modelos há a figura da cota, atrelada ali para dar o respaldo jurídico da participação no resultado da sociedade. E com relação a essa questão de ser uma ilegalidade, quando você tem uma fração nos tempos de hoje..., precisamos refletir, porque, eu lembro que quando surgiu a questão, recebemos um parecer muito enfático. O autor foi muito enfático no sentido de que não podia. Como no parecer o artigo 66 não foi citado, estudamos a lei de incorporações, achamos que estava razoável e talvez devamos voltar a isso, e reavaliar.

**MB:** Só uma coisa, Paulo! Desculpe interrompê-lo. Não é uma situação pacífica. É uma questão polêmica. Eu também não sei, até por eu não ser profundo conhecedor, da atribuição da CVM. Eu não sei se isso também é atribuição da CVM, essa questão do ilícito penal do artigo 66, com face da lei de incorporação, o seu cumprimento ou não. Dentro daquela linha, o cumprimento que a CVM aceitou como dispensa do registro, não significa que ela está referendando a legalidade de todos os demais aspectos do empreendimento, mas acho que vale a pena analisar sim.

**PF:** Aí é o ponto de vista da pessoa com esse modelo... Costumamos fazer umas analogias bem extremas, para tentar nos orientar, sabe? Dessa aí, seria assim: Se tem uma lei que diz que determinada coisa é crime, seria meio (...) por força do seu mandato constitucional... Se você fizer uma empresa cujo o objeto é tráfico de drogas, essa empresa não pode ser constituída.

**(Risos)**

**PF:** Estamos vendo isso. Espero poder contar com vocês. Pretendo conversar com os produtores desses modelos e ver o que eles acham disso e voltar a falar contigo. Talvez levar o tema ao colegiado, porque o colegiado tem notório saber em mercado de capitais. Acho que a responsabilidade de levar a mesa redonda é nossa. Não tem como escapar disso... No limite, todo ato também é passível de discussão.

**DS:** A questão aqui, eu acho que é mais realmente para se pensar em maneiras de facilitar a venda do investimento pelo investidor que o tiver adquirido, não é? Evidentemente que não infringe nenhuma regra, mas vendo um caminho que fosse fácil para isso. Existem outros caminhos que sejam fáceis para isso; ótimo! Mas que eventualmente esse pudesse ser um novo a ser pensado.

**JEMN:** Até por que você tem custos distintos. Quando você pensa no fundo imobiliário, por exemplo. Acho que a Indústria Brasileira de Fundos Imobiliários ainda é jovem. A cobrança que os gestores fazem ainda não tem nenhuma relação com os resultados oferecidos aos investidores. Hoje todos os gestores cobram sobre o patrimônio do fundo. Conheço alguns fundos nos Estados Unidos que os gestores cobram sobre o sucesso do resultado...

**DS:** Sua performance!

**JEMN:** Sua performance! Porque se chegou nesse estágio nos EUA? Por uma questão de competição! Nós ainda não temos um mercado competitivo. E os custos de gestão dos fundos imobiliários ainda são muito altos... Quando você olha para um ativo, como o hoteleiro, que é de grande valor, mas o seu resultado é proporcionalmente pequeno, frente ao tamanho do próprio investimento, então esse 1%, 1,5%, 2%, Sobre o PL, passa a ser exagerado e passa a retirar a viabilidade do produto, de estar dentro de um veículo financeiro como fundo imobiliário. Então, daí a possibilidade de você até ter outras alternativas, não é? E a idéia de poder colocar esse condomínio civil, como uma alternativa de condo-hotel, poderia ser também uma forma de redutor de custo de gestão e de entrega de retorno efetivamente aos investidores.

**RB:** Só Complementando, José!

**JEMN:** Pois não.

**RB:** Isso não é exclusivo do condo-hotel. Você pensa isso no time sharing, em outros modelos que não se encacham perfeitamente com modelo da unidade autônoma de propriedade exclusiva...

**JEMN:** Exato!



**RB:** E que tem uma dinâmica negocial e uma aceitação grande no mercado. Então esse risco, na verdade, temos que tomar cuidado para não sermos taxativos. Uma coisa não pode...

**JEMN:** Claro! E mais uma vez lembrando... Nós estamos aqui dentro de um ambiente acadêmico, então aqui tudo pode ser discutido!

(?...): Na academia os (...) as vezes podem.

**Risos**

(?...): As vezes evita (...)

**JEMN:** Bom senhores... Alguém tem mais algum comentário a fazer? Se ninguém tiver mais nenhum comentário eu queria então agradecer em nome aqui da escola a presença de todos! Como da outras vezes, todo o texto vai ser transcrito. Ele vai ser enviado a todos os participantes para que cada um faça a revisão do que falou, de forma que, quando estiver todo o texto redondo, aí o publicamos, OK? E vamos encaminhar para todos, de forma que, se as instituições que estão aqui representadas quiserem, podem publicar a seus associados. Fiquem à vontade para poder dar maior publicidade ao encontro aqui. Ok!? Então, feliz natal, não é!? (risos)

(?...): Feliz Natal

(?...): Obrigado a todos!