

### Introdução - Estrutura jurídica do Condo-hotel

O Condo-hotel constitui uma modalidade de empreendimento hoteleiro concebido, na grande maioria das vezes, como uma incorporação imobiliária, o que permite a comercialização para investidores de uma fração ideal em condomínio civil ou de uma unidade autônoma em condomínio edilício com destinação hoteleira exclusiva. Assim, o Condo-hotel pode se estruturar segundo as regras do condomínio civil estabelecidas pelo Código Civil (se forem alienadas frações ideais em condomínio); ou obedecer às regras do condomínio edilício, modalidade na qual são alienadas unidades autônomas aos adquirentes.

Ademais, diferentemente dos flats e apart-hotéis que atingiram o seu auge no mercado brasileiro, principalmente na cidade de São Paulo, nas décadas de 1980 e 1990, os Condo-hotéis possuem o diferencial de operar integralmente no segmento de hotelaria, ou seja, todas as unidades ou frações ideais que o compõem são destinadas obrigatoriamente ao pool, não sendo permitido aos proprietários destinar sua unidade ou fração a qualquer outro uso que não seja o de meio de hospedagem<sup>1</sup>. Para atingir esse objetivo, o Incorporador, antes mesmo da venda das unidades ou frações para os investidores, contrata uma Operadora, a qual, por deter a expertise na exploração desta atividade, conduzirá a operação hoteleira em si.

O empreendimento, uma vez concluído, operará como hotel e todos os adquirentes destinarão seus imóveis (unidades autônomas ou frações ideais) para a atividade de hotelaria e receberão, em contrapartida, rendimentos desta operação. Vê-se, portanto, que a compra do imóvel em Condo-Hotel reveste-se de uma peculiar finalidade: a expectativa de recebimento de rendimentos vinculados à exploração comercial de hotelaria que ali irá se realizar. Nesse tipo de negócio, portanto, é de absoluta relevância não somente o prestígio da Incorporadora responsável pela construção e comercialização do imóvel, mas também o prestígio da Operadora Hoteleira.

.....

<sup>1</sup>A Lei Geral de Turismo (Lei n.11.771, de 17 de setembro de 2008) define como meio de hospedagem "os empreendimentos ou estabelecimentos, independentemente de sua forma de constituição, destinados a prestar serviços de alojamento temporário, ofertados em unidades de frequência individual e de uso exclusivo do hóspede, bem como outros serviços de alojamento temporário necessários aos usuários, denominados de serviços de hospedagem, mediante adoção de instrumento contratual, tácito ou expresso, e cobrança de diária." (art. 23)

<sup>2</sup>VIERA DOS SANTOS, João. "Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades." *Revista Electrónica de Direito*, n.2, junho 2015. [www.cje.up.pt/revistared](http://www.cje.up.pt/revistared).

<sup>3</sup>CARNEIRO QUEIROZ, José Eduardo. "Valor Mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais." *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 41, p.121-126, jul-set 2008.

Existem outras formas e estruturas jurídicas que possibilitam o investimento em Condo-hotéis, como, por exemplo, a criação de Fundos de Investimento Imobiliário cujo patrimônio seja constituído por empreendimentos hoteleiros nessa modalidade. Ainda, vislumbrando uma nova categoria de investimento que está em crescimento no Brasil, é possível a criação de grupos de investidores congregados em um *crowdfunding* com a finalidade de financiar a construção de Condo-hotéis (*crowdfunding* de capital ou de investimento<sup>2</sup>).

As referidas hipóteses, no entanto, não serão exploradas no presente artigo, cujo objetivo é analisar o Condo-hotel sob o ponto de vista do direito imobiliário, ou seja, de que forma a compra e venda de um imóvel - associada a um arranjo contratual que representa investimento<sup>3</sup> - configura um valor mobiliário, bem como as consequências desse enquadramento.

### I) O enquadramento do Condo-hotel como valor mobiliário

Em dezembro de 2013, por meio de alerta ao mercado, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) passou a dirigir sua atenção para a oferta pública de empreendimentos imobiliários voltados a captar investidores interessados na aquisição de unidades autônomas ou frações ideais de imóveis cuja destinação fosse a exploração de atividades de hotelaria. Com base nesse alerta, a CVM passou a entender que a oferta de imóveis em Condo-hotel se enquadra no conceito legal de valor mobiliário, mais precisamente no conceito de "Contrato de Investimento Coletivo" (CIC), cuja definição podemos encontrar no art. 2º, inciso IX, da Lei de Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/76).

Na verdade, com o referido alerta ao mercado da CVM o fenômeno que se verificou foi o encontro de duas "esferas" jurídicas que apenas aparentemente não poderiam ter qualquer relação entre si, isto é, temos de um lado (i) a "esfera" da comercialização de imóveis regulada pela Lei de Incorporações (Lei nº 4.591/64) e pelo Código Civil, e de outro (ii) a "esfera" da oferta pública de valores mobiliários, disciplinada pela Lei de Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/76) e respectivas Instruções e Deliberações específicas editadas pela CVM. Como veremos a seguir, a compra e venda de imóveis, setor tradicionalmente regulado pelo direito imobiliário, pode sim mesclar-se com as regras que balizam o mercado de capitais, mais precisamente, o mercado de oferta pública de distribuição de valores mobiliários.

<sup>2</sup>VIERA DOS SANTOS, João. "Crowdfunding como forma de capitalização das sociedades". *Revista Eletrônica de Direito*, n.2, junho 2015. [www.cje.up.pt/revistared](http://www.cje.up.pt/revistared).

<sup>3</sup>CARNEIRO QUEIROZ, José Eduardo. "Valor Mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais". *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, vol. 41, p.121-126, jul-set 2008.

Até o ano de 2001 a Lei nº 6.385/76 fornecia um conceito restritivo de valor mobiliário, eminentemente inspirado no direito francês<sup>4</sup>, pois o legislador limitava-se a elencar um rol taxativo de contratos e/ou títulos que eram tidos como valores mobiliários, sem valer-se de cláusulas gerais, as quais em razão de sua linguagem intencionalmente vaga, imprecisa e aberta poderiam abranger novas hipóteses normativas<sup>5</sup>. Entretanto, esse modelo de rol taxativo começou a apresentar sinais de desgaste em vista do constante surgimento de novos produtos financeiros que demandavam a atenção e a intervenção da CVM para regular o mercado e proteger os investidores de possíveis irregularidades.

Nesse contexto é editada a Lei nº 10.303, de 31.10.2001, que altera os incisos do art. 2º da Lei nº 6.385/76. Relativamente aos Condo-hotéis, interessa a leitura atenta do inciso IX do art. 2º, o qual introduz a categoria dos Contratos de Investimento Coletivo no direito brasileiro, acrescentando mais uma hipótese de valor imobiliário ao rol do art. 2º:

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

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Portanto, a Lei nº 6.385/76 estabelece um sistema bipartido para a definição de valores mobiliários: uma listagem taxativa dos valores mobiliários entre os incisos I a VIII do art. 2º; e a previsão genérica do Contrato de Investimento Coletivo contida no inciso IX, a qual tem caráter intencionalmente vago e impreciso, característico da técnica legislativa das cláusulas gerais, cuja finalidade é abarcar os casos não abrangidos pelos incisos de I a VIII do art. 2º.<sup>6</sup>

<sup>4</sup>CARNEIRO QUEIROZ, José Eduardo. "Valor Mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais". *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, op. cit., p.121-126.

<sup>5</sup>MARTINS-COSTA, Judith. "O direito privado como um 'sistema em construção'. As cláusulas gerais no Projeto do Código Civil brasileiro." *Revista de Informação Legislativa*. Ano 35, nº 139, jul-set 1998.

<sup>6</sup>SPINELLI, Luís Felipe, et al. "Contrato de Investimento Coletivo como modalidade de Sociedade em Conta de Participação." *Revista de Direito Bancário e Mercado de Capitais*, vol. 61, p.243, jul. 2013.

A inclusão do inciso IX acima referido representa a adoção do conceito de *security*, sob a inspiração do modelo jurisprudencial norte-americano, em particular, no caso *SEC v. W. J. Howey Company*. Neste caso, a Suprema Corte norte-americana decidiu adotar um conceito flexível de valor mobiliário que fosse capaz de se adaptar aos incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros com o objetivo de investimento. E foi justamente esse conceito mais abrangente, inspirado na *security* norte-americana, que o legislador nacional decidiu introduzir na Lei de Mercado de Capitais.

Portanto, de acordo com a legislação em vigor no Brasil, a oferta pública de imóveis em Condo-hotel que estejam atrelados a Contratos de Investimento Coletivo se encaixa no conceito legal de valor mobiliário acima descrito (art. 2º, inciso IX da Lei nº 6.385/76), pois os investidores são atraídos a adquirir um imóvel com a expectativa de receber remuneração, lucros ou dividendos decorrentes da exploração de seu imóvel por terceiro, no caso, a Operadora Hoteleira.

Como consequência desse enquadramento, a comercialização de unidades autônomas ou frações ideais em condomínio deverá passar pelo crivo da CVM, de forma que os esforços de venda feitos pelo Incorporador só poderão ter início após a aprovação da oferta pela CVM.

O procedimento de aprovação da oferta pública de Contratos de Investimento Coletivo em Condo-hotel pela CVM, que atende pelo nome técnico de *dispensa de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários*, é regulado pela Deliberação CVM nº 734, de 17 de março de 2015, cujos termos vão explanados no item seguinte.

### **II) A deliberação CVM nº 734**

Diante do aumento das ofertas de empreendimentos hoteleiros na modalidade de Condo-hotel em todo o Brasil, o colegiado da CVM deliberou no sentido de regulamentar a oferta no setor e editou normativa específica, qual seja, a Deliberação CVM nº 734, de 17 de março de 2015. Anteriormente à edição da referida Deliberação, a dispensa de registro de oferta pública de Condo-hotéis seguia a "regra geral", ou seja, era regulada pela Instrução CVM nº 400/2003, a qual estabelece regras gerais de dispensa que também se aplicam a outras hipóteses de oferta pública de valores mobiliários.

A dispensa de registro determinado pela Deliberação CVM nº 734 abrange os esforços de venda de duas modalidades distintas de Contrato de Investimento Coletivo de Condo-hotel: (i) aqueles que envolvam a comercialização de **unidades imobiliárias autônomas** destinadas exclusivamente a investidores que possuam ao menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) de patrimônio ou que tenham condições de investir ao menos R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) na oferta; e (ii) aqueles que envolvam a alienação de **frações ideais em condomínios** destinadas exclusivamente a investidores qualificados e, ainda, que possuam ao menos R\$ 1.500.000,00 (um milhão e quinhentos mil reais) de patrimônio ou tenham condições de investir ao menos R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) na oferta.

Ao estipular valores mínimos para aderir a oferta de Condo-hotéis a CVM demonstra preocupação em limitar o acesso a ofertas cujos valores sejam considerados "baixos" em termos de investimento imobiliário tradicional. Depreende-se que a intenção da CVM ao regular esse mercado "hoteleiro" de Contratos de Investimento Coletivo é proteger os investidores pouco habituados à dinâmica e aos riscos inerentes ao mercado de capitais, selecionando os destinatários da oferta pública de acordo com faixas de valores mínimos condizentes com a capacidade de investimento ou com o patrimônio pessoal.

Ademais, nos termos da Deliberação, os ofertantes, ou seja, o Incorporador e a Operadora Hoteleira, que nada mais são do que os responsáveis pela oferta no mercado, devem dirigir à CVM o pedido de dispensa de registro de oferta pública acompanhado da documentação completa do empreendimento. O rol de documentos compreende os seguintes instrumentos: o prospecto resumido da oferta; estudo de viabilidade econômica do empreendimento; minutas dos instrumentos contratuais que formam os Contratos de Investimento Coletivo ofertados; modelos das declarações de conhecimento que serão assinadas pelo investidor e pelas empresas ofertantes e; matrícula atualizada do imóvel sobre o qual será construído o Condo-hotel.

Além da documentação exigida, a Deliberação nº 734 impõe a necessidade de submissão de todas as peças do material publicitário à CVM para aprovação prévia do seu conteúdo. De forma específica, a regulação determina que o material publicitário deve conter informações verdadeiras, consistentes, completas e suficientes acerca do empreendimento hoteleiro impedindo que o leitor seja induzido a erro.

Algumas condições do negócio também são objeto de atenção da Deliberação, como a regra que estabelece a obrigação de os ofertantes fornecerem aos adquirentes demonstrações financeiras trimestrais e anuais do Condo-hotel durante toda a vida do empreendimento, cujo conteúdo deverá ser auditado por auditor independente registrado na CVM. Essas informações financeiras devem, ainda, estar disponíveis ao público em página na rede mundial de computadores.

### **III) Das consequências advindas da oferta de Condo-hotel sem a obtenção da dispensa da CVM**

A CVM, segundo dispõe a Lei de Mercado de Capitais (Lei nº 6.385/76), é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda e tem a finalidade de promover o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Ao exercer função reguladora a CVM possui prerrogativas legais para impor sanções aos operadores do mercado que não cumprirem o regramento vigente. Um exemplo disso são as consequências advindas da oferta pública de valores mobiliários sem prévio registro ou dispensa de registro na CVM, ou seja, no caso dos Condo-hotéis, a comercialização das unidades hoteleiras ou frações ideais sem a prévia dispensa de registro. Nesses casos, por tratar-se de infração grave, a CVM tem autorização legal para suspender as vendas ou, até mesmo, cancelá-las, na forma do art. 20 da Lei nº 6.385/76, sem prejuízo das sanções administrativas cabíveis como advertência e multa (art. 11 da Lei nº 6.385/76).

Ademais, conforme a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986 - que define os crimes contra o sistema financeiro nacional - a negociação de valor mobiliário no mercado sem autorização prévia da autoridade competente constitui crime, cuja pena é de reclusão de dois a oito anos (art. 7º, inciso II, da Lei nº 7.492/86).

Dessa forma, a oferta pública realizada sem prévia dispensa da CVM acarreta consequências importantes, tanto no âmbito das sanções administrativas quanto no âmbito penal.

#### **IV) Considerações finais**

Tendo em vista as considerações acima elencadas, de forma sintética, é possível afirmar que a legislação brasileira enquadra a oferta pública de contratos de investimento coletivo de Condo-hotel como valor mobiliário, consoante disposto no inciso IX, do art. 2º, da Lei nº 6.385/76. Em vista disso, a CVM é a entidade responsável por analisar esse tipo de oferta e conceder a dispensa de registro de oferta pública de acordo com as regras estabelecidas pela recente Deliberação CVM nº 734. A dispensa de registro está condicionada ao cumprimento de todos os requisitos e condições estabelecidos na Deliberação CVM nº 734 por parte de todos os ofertantes envolvidos (Incorporador e Operadora Hoteleira).

A oferta pública de valores mobiliários sem prévio registro na CVM autoriza a suspensão da oferta ou o seu cancelamento, na forma do art. 20 da Lei nº 6.385/76, sem prejuízo das sanções administrativas cabíveis, constituindo, ainda, crime contra o sistema financeiro nacional (art. 7º, inciso II, da Lei nº 7.492/86).

A Deliberação CVM nº 734 representa um avanço significativo na regulação do mercado de Condo-hotéis, entretanto, persiste a necessidade constante de revisão do modelo regulatório atualmente adotado. A própria CVM já identificou essa necessidade e prevê para o primeiro semestre de 2016 submeter a audiência pública a necessidade de alteração da legislação a fim de possibilitar a dispensa de registro automática para Condo-hotéis.

Nesse caso, para uma oferta de Condo-hotel ser regular bastaria aos ofertantes cumprir os requisitos estabelecidos pela CVM em deliberação ou instrução específica, sem a necessidade de passar pelo trâmite do pedido de dispensa como ocorre atualmente. Segundo esse modelo, a CVM atuaria exclusivamente em um momento posterior, apurando eventuais irregularidades na oferta já em curso, como o uso de material publicitário em desacordo com a normativa vigente ou outras irregularidades semelhantes. De acordo com a regra atual a CVM atua em dois momentos distintos: antes da oferta, concedendo a dispensa, e após a dispensa de registro, fiscalizando o cumprimento da legislação por parte dos ofertantes.

As vantagens da dispensa automática são evidentes, na medida em que os ofertantes não teriam de submeter suas ofertas ao registro prévio da CVM, tornando o processo de lançamento de novos empreendimentos mais simples e célere. Por outro lado, em contrapartida à dispensa automática, acreditamos que os ofertantes deverão redobrar sua atenção quanto à regularidade da oferta, especialmente quanto à delicada questão do material publicitário, o qual desempenha papel fundamental para o sucesso comercial de qualquer empreendimento, devendo ser elaborado de forma a fornecer informações completas, precisas e objetivas aos futuros investidores.

Diante disso, entendemos que o mercado de Condo-hotéis se encontra em um período de transição, o qual teve início com o alerta ao mercado da CVM em dezembro de 2013, experimentou a primeira regulação específica com a Deliberação CVM nº734 e que agora aguarda a concretização da dispensa automática para Contratos de Investimento Coletivo vinculados a venda de unidades hoteleiras. O mercado como um todo, investidores incluídos, se beneficiarão caso o caminho da dispensa automática seja percorrido com sucesso.