

OFERTA AO PÚBLICO DE UNIDADES AUTÔNOMAS DE EMPREENDIMENTO IMOBILIÁRIO. NÃO CARACTERIZAÇÃO COMO EMISSÃO OU OFERTA PÚBLICA DE VALORES MOBILIÁRIOS

Marcelo Fernandez Trindade

Advogado. Professor no Departamento de Direito da PUC-Rio.

Sumário: **1** Histórico e objeto da consulta – **2** Negócios imobiliários e sua regulamentação no Brasil – **3** A inaplicabilidade da disciplina dos valores mobiliários – **4** Conclusão

1 Histórico e objeto da consulta

A Alfa S.A. (“ALFA”) apresenta consulta a respeito de aspectos jurídicos relacionados à venda de futuras unidades autônomas do empreendimento Gama Hotel (“Empreendimento Hoteleiro”), a ser incorporado e construído, respectivamente, por Beta Incorporações Ltda. (“Incorporadora”) e Ômega Ltda. (“Construtora”), sociedades controladas por ALFA.

O Empreendimento Hoteleiro é parte integrante do condomínio misto Complexo Gama, que será composto por unidades autônomas de destinação comercial e unidades autônomas de destinação hoteleira, e teve seu Memorial de Incorporação adequadamente registrado. As unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro corresponderão aos quartos do hotel e farão jus à fração ideal do terreno e das partes comuns do hotel, recebendo matrícula própria e individualizada no Registro Geral de Imóveis.

Visando à realização do Empreendimento Hoteleiro, a Incorporadora celebrou Contrato de Locação e Outras Avenças (“Contrato de Locação”) com a Hotelaria Sigma S.A. (“Operadora Hoteleira”), tendo como objeto a locação da integralidade do Empreendimento Hoteleiro – composto pelas centenas de unidades autônomas (os quartos do hotel) e pelas áreas comuns, material operacional, equipamento

operacional e instalações técnicas – pelo prazo de 12 anos, prorrogável sucessivamente por iguais períodos, havendo interesse das partes.

A Incorporadora, ademais, celebrará Contrato de Mandato Civil (“Mandato”) com mandatária a ser designada (“Mandatária”), necessariamente empresa com experiência em gestão de patrimônio imobiliário, inclusive em atividades no mercado hoteleiro. Através do Mandato, contratado a título oneroso, serão outorgados poderes para que a Mandatária represente os interesses da Incorporadora (e de seus sucessores na propriedade das unidades imobiliárias) na relação com a Operadora Hoteleira, prestando consultoria e fiscalizando as atividades do Empreendimento Hoteleiro.

Em seguida, a Incorporadora pretende ofertar a venda e alienar a terceiros (“Adquirentes”) as futuras unidades autônomas integrantes do Empreendimento Hoteleiro, através da celebração de Instrumento Particular de Promessa de Venda e Compra de Bem Imóvel para Entrega Futura e Outros Pactos (“Promessa de Venda e Compra”).

Com a aquisição, os Adquirentes sub-rogar-se-ão nos direitos e obrigações contratados pela Incorporadora no Contrato de Locação e no Mandato, e a Operadora Hoteleira, por sua vez, explorará a integralidade das unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro através do desenvolvimento de hotel com bandeira explorada pela Operadora Hoteleira.

Como em qualquer relação jurídica de locação, os locadores – isto é, os Adquirentes das unidades autônomas alugadas – deverão respeitar a posse da locatária (a Operadora Hoteleira) enquanto a locação vigorar, não podendo, portanto (como em qualquer locação) pleitear a utilização própria de suas unidades, ou mesmo explorá-las individualmente. Durante o período da locação será devido aos locadores um aluguel (também elemento comum aos contratos de locação em geral), calculado com base no resultado da exploração do Empreendimento Hoteleiro pela Operadora Hoteleira.

Ocorre que, quando iniciava o lançamento do Empreendimento Hoteleiro, juntamente com os demais empreendimentos do Complexo Gama, Alfa recebeu Ofício da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”) informando que “a oferta de investimento em modalidade de condo-hotel” realizada por Alfa “pode se enquadrar no conceito de valor mobiliário definido no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76”.

Diante disso, a Consulta indaga se a oferta ao público das futuras unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro a ser realizada pela Incorporadora, da forma antes descrita, caracteriza-se como oferta pública de valores mobiliários à luz da Lei nº 6.385/76, especialmente de contratos de investimento coletivo, incumbindo à CVM supervisionar a oferta.

2 Negócios imobiliários e sua regulamentação no Brasil

2.1 Incorporação imobiliária

Características gerais e breve histórico

A incorporação imobiliária é a atividade empresarial exercida com o objetivo de produzir e alienar, durante o período de construção, unidades autônomas em edificações coletivas residenciais ou não.

O desenvolvimento de regras sobre a incorporação foi motivado por um cenário de insegurança jurídica no setor imobiliário do país a partir da década de 30,¹ fomentado pela crescente demanda por apartamentos em edifícios, e pela insuficiência da disciplina do Código Civil de 1916 quanto ao tema. O Código de 1916, de fato, tratava apenas do condomínio de várias pessoas sobre o mesmo bem, com as regras – aliás, reproduzidas no Código de 2002 – sobre o rateio de despesas, a administração e o direito de preferência dos condôminos no caso de venda, em coisas indivisíveis.

Essa disciplina, evidentemente, não era suficiente para lidar com a realidade dos edifícios constituídos por unidades (salas comerciais, apartamentos, etc...) cuja propriedade seria detida isoladamente por diferentes pessoas, mas todos edificadas sobre o terreno comum, e contando com partes comuns. A imposição de direito de preferência, por exemplo, praticamente inviabilizava a negociação das unidades.

Nesse cenário é que apareceu, em 1928, a primeira norma legal disciplinando a propriedade de unidades em edifícios, o Decreto nº 5.481, de 25 de junho daquele ano. De acordo com seu artigo 1º, “Os edifícios de mais de cinco andares, construídos de cimento armado ou materia similar incombustivel, sob a fôrma de apartamentos isolados, entre si, contendo cada um, pelo menos, tres peças, e destinados a escriptorios ou residencia particular, poderão ser alienados no todo ou em parte objectivamente considerada, constituindo cada apartamento uma propriedade autonoma, sujeita às limitações estabelecidas nesta lei”. E arrematava: “Paragraphe unico. Cada apartamento será assinalado por uma designação numerica, averbada no Registro de Immoveis, para os effeitos de identidade e discriminação”.

¹ “Até por volta da década dos 30, o problema de habitação da classe média nos grandes centros urbanos não chegou a constituir uma grave preocupação. A partir de então, com o aumento da taxa demográfica de incremento da população e a elevada expansão do urbanismo, na tendência à modificação do perfil da sociedade rural em sociedade urbana, gerou-se lentamente uma crise habitacional no país. A grande guerra de 1939 acelerou essa crise”. FERREIRA, Pinto. A Legislação do Inquilinato e a Locação Mista. In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Coords.). *Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*. vol. V. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 875.

Surgia assim a *unidade autônoma*, conceito revolucionário e nunca mais abandonado no Direito brasileiro. Essa unidade, apesar de fazer parte de uma edificação em terreno comum a todos os proprietários, podia ser alienada de maneira independente. Mas o decreto, como visto, apenas concedia esse regime especial a unidades de mais de cinco andares e construídas com materiais não combustíveis.²

Em 1943 e 1948 o escopo do Decreto nº 5.481 foi alargado, primeiro para passar a incluir unidades em edifícios de três ou mais andares (pelo Decreto-Lei nº 5.234) e depois de dois andares ou mais (pela Lei nº 285), mas sempre com no mínimo três peças.³

O regime do Decreto nº 5.481 era, entretanto, claramente insuficiente para lidar com a crescente atividade da indústria imobiliária e com a necessidade de regular a oferta de imóveis ao público (de todas as espécies). Com essa finalidade é que foi editada a Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964 (“Lei de Condomínio e Incorporações”).

Nas palavras de Caio Mário da Silva Pereira, autor do anteprojeto que originou a Lei de Condomínios e Incorporações, o diploma legal “veio dar ordem ao caos da especulação reinante neste setor do investimento imobiliário, restabelecer a confiança e estimular a construção e a aquisição de unidades residenciais ou comerciais”.⁴

A nova lei eliminou as restrições arcaicas do regime anterior, permitindo que a unidade autônoma seja constituída em “edificações ou conjuntos de edificações, de um ou mais pavimentos” (art. 1º), e determinou que a cada uma das unidades caiba, “como parte inseparável, uma fração ideal do terreno e coisas comuns, expressa sob forma decimal ou ordinária” (§3º do art. 1º).

Cada unidade autônoma objeto de uma incorporação imobiliária deve ser, necessariamente, registrada de forma autônoma no Registro Geral de Imóveis de sorte que, ao final da construção, cada proprietário será titular da unidade e da correspondente fração ideal de terreno e partes comuns a ela vinculada, designada especificamente de forma numérica ou alfabética.

² A restrição legal a cinco andares, três peças e materiais incombustíveis visava a excluir do benefício do regime legal, e portanto desestimular, a construção e a manutenção de cortiços, herança indesejada do século XIX, ainda tão presente nas maiores cidades brasileiras de então. Os cortiços eram normalmente construídos como sobrados de um ou dois andares, com quartos sem cozinha e com sanitários comuns, e muitas vezes em madeira – por isso mais facilmente sujeitos a incêndios, como o descrito na célebre obra de Aluísio Azevedo. Os cortiços, contudo, eram normalmente de um único proprietário, e sempre alugados aos ocupantes.

³ Com o efeito, portanto, de restringir minimamente o adensamento populacional resultante da edificação dos apartamentos de duas peças (um sanitário e uma outra área única, destinada a servir como quarto, sala e cozinha), hoje tão comuns.

⁴ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Condomínio e Incorporações*. 2. ed. atualizada segundo a legislação vigente. Rio de Janeiro: a Forense. p. 43.

A Lei de Condomínios e Incorporações também regulamentou a Convenção de Condomínio, negócio jurídico de celebração obrigatória para as “edificações a serem construídas, em construção ou já construídas” quando da entrada em vigor da Lei (art. 9º), e que deve ser registrado no Registro Geral de Imóveis (§1º do art. 9º). A Convenção, diz a Lei, é “obrigatória para os proprietários de unidades, promitentes compradores, cessionários e promitentes cessionários, atuais e futuros, como para qualquer ocupante”, desde que aprovada pelo *quorum* de 2/3 dos proprietários no momento de sua aprovação.

Mais importante do que isso, entretanto, foi o fato de que a nova lei disciplinou, pela primeira vez, a atividade de incorporação imobiliária, regulando a oferta pública de unidades imobiliárias ao público, qualquer que seja a finalidade da aquisição – uso próprio ou investimento.

De fato, a Lei de Condomínios e Incorporações detalhou grandemente os deveres e as responsabilidades do incorporador, evitando, através do regime da constituição de unidades autônomas e de sua matrícula no Registro Geral de Imóveis, os riscos até então experimentados pelos adquirentes de imóveis em edifícios, de não detenção, perda ou impossibilidade de negociação de seus imóveis.

O sistema legal de proteção aos adquirentes

A Lei de Condomínios e Incorporações reconheceu, em outras palavras, que alienação de unidades autônomas durante o período de construção viabiliza, por um lado, a captação dos recursos necessários ao desenvolvimento da incorporação, mas que a titularidade da unidade autônoma é essencial para que o investimento *esteja juridicamente protegido*.

Foi a possibilidade da oferta ao público de unidade autônoma em processo de edificação que justificou a criação de uma série de proteções *não apenas jurídicas mas também econômicas* aos adquirentes pela Lei de Condomínios e Incorporações, principalmente no que tange à propriedade do terreno e ao direito de construir.⁵

Destaque-se, nesse sentido, a obrigação legal imposta ao incorporador de elaborar o Memorial de Incorporação. Trata-se de documento que reúne peças e informações de natureza jurídica, técnica e financeira a respeito da incorporação a ser realizada,⁶ inclusive com a previsão da destinação a ser dada ao imóvel, o

⁵ O incorporador deve ser o proprietário do terreno, seu promitente comprador, cessionário deste ou promitente cessionário com título que satisfaça certos requisitos da Lei de Condomínios e Incorporações.

⁶ Veja-se, neste sentido, o art. 32 da Lei de Condomínios e Incorporações, que, dentre outros, estabelece como requisito a apresentação da certidão de matrícula do imóvel, de orçamento da incorporação, da

projeto de construção aprovado, e a minuta da convenção de condomínio a ser futuramente utilizada, sendo o seu arquivamento no Registro de Imóveis requisito legal indispensável para incorporação imobiliária. Ademais, o registro do Memorial de Incorporação assegura que o Incorporador demonstra cumprir os requisitos que o autorizam a realizar a incorporação.⁷

Neste sentido é fundamental destacar a relevante função do Registro de Imóveis para os adquirentes. Com efeito, “[o] oficial do Registro não funciona como um mero espectador remunerado ou participante passivo do processo de registro da incorporação. Ao revés disso, tem papel importante. É ele quem recebe a documentação, quem a examina, quem verifica a sua exatidão, quem exige se sanem as falhas, quem levanta dúvida perante o juiz, quem passa as certidões, quem recebe a declaração de desistência, quem apura a sua oportunidade em face do prazo de carência, quem efetua a sua averbação. Tudo isso em função de sua investidura, em razão do ofício”.⁸

A publicidade⁹ do Memorial de Incorporação atribuída por seu registro autoriza o incorporador a iniciar a venda das futuras unidades autônomas através da realização de oferta ao público. São esclarecedoras as palavras de Melhim Namem Chalhub sobre o tema:

É o registro [da incorporação, com o arquivamento do Memorial] que legitima o incorporador a empreender sua atividade empresarial de oferta pública das frações ideais do terreno e das acessões que corresponderão às futuras unidades imobiliárias.

descrição do custo das unidades, de declarações de idoneidade financeira passada por instituições financeiras, do projeto de construção aprovado pelas autoridades competentes e de certidões negativas de impostos federais, estaduais e municipais, de protesto de títulos de ações cíveis e criminais e de ônus reais do incorporador, assim como relativas ao imóvel e aos alienantes do terreno. Há na Lei de Condomínios e Incorporações, ademais, a possibilidade da constituição de uma Comissão de Representantes dos Adquirentes, sendo este o órgão de controle do desenvolvimento da incorporação e da construção, cabendo-lhe, expressamente, a função de fiscalizar a construção.

⁷ Art. 31. A iniciativa e a responsabilidade das incorporações imobiliárias caberão ao incorporador, que somente poderá ser:

- a) o proprietário do terreno, o promitente comprador, o cessionário deste ou promitente cessionário com título que satisfaça os requisitos da alínea a do art. 32;
- b) o construtor ou corretor de imóveis;
- c) o ente da Federação imitido na posse a partir de decisão proferida em processo judicial de desapropriação em curso ou o cessionário deste, conforme comprovado mediante registro no registro de imóveis competente.

⁸ PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Condomínio e Incorporações*, cit., p. 211.

⁹ “No contrato de incorporação, o dever de informação, que constitui elemento da boa-fé objetiva, está presente na fase da formação do contrato mediante arquivamento dos documentos que compõem o memorial de incorporação, pois todos os dados necessários para conhecimento do objeto do contrato e sua estrutura estão reunidos no memorial” (CHALHUB, Melhim Namem. *Da Incorporação Imobiliária*. 2. ed. revista e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 280).

A oferta pública se faz pelos meios que o negócio comportar, podendo haver a mais ampla publicidade, por todos os meios de comunicação, ou a busca de adquirentes por meios diretos, mais simples.¹⁰

Autorizada a alienação das unidades autônomas, após o registro do Memorial de Incorporação, a oferta das unidades poderá ser realizada pelo próprio incorporador ou por corretores imobiliários na qualidade de agentes designados para tanto.¹¹ Atividade típica prevista no Código Civil Brasileiro, a celebração de contrato de corretagem atribui ao corretor uma série de obrigações com o intuito de proteger o adquirente do imóvel. Destaque-se, neste sentido, o dever de diligência e prudência na execução de seu trabalho (art. 723), assim como a obrigação de prestar “ao cliente todos os esclarecimentos acerca da segurança ou do risco do negócio, das alterações de valores e de outros fatores que possam influir nos resultados da incumbência”, sob pena de responder por perdas e danos (art. 723, parágrafo único).

Muitos anos depois da edição da Lei de Condomínios e Incorporações, o legislador brasileiro, através de diversas medidas – dentre as quais a mais notória é a Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004 – tornou mais agudas as *proteções econômicas* aos adquirentes de unidades imobiliárias, em construção, criando inclusive a possibilidade de submeter a incorporação ao regime da afetação patrimonial, em troca de tratamento tributário mais favorecido.¹²

Tais proteções são menos relevantes na oferta de um empreendimento já finalizado e, por isso, muitas delas, decorrentes da presença de uma incorporação imobiliária, desaparecem nesse cenário, pois “[s]e a venda de unidade autônoma ocorre após a conclusão da obra, o respectivo contrato não é de incorporação pela razão clara e intuitiva de que, por definição, só é juridicamente possível enquanto o edifício está em construção ou apenas projetado”.¹³

¹⁰ CHALHUB, Melhim Namem. *Da Incorporação Imobiliária*, cit., p. 21. Veja que o autor utiliza a expressão “frações ideais do terreno e das acessões que corresponderão às futuras unidades imobiliárias”, tendo em vista que as unidades autônomas serão individualizadas apenas após o fim da construção.

¹¹ A atividade de corretor é regulada e, conjuntamente com as disposições sobre o funcionamento de seus órgãos de fiscalização, está disciplinada pela Lei nº 6.530, de 12 de maio de 1978, e regulamentada pelo Decreto nº 81.871, de 29 de junho de 1978.

¹² O regime jurídico especial criado pela Lei nº 10.931 estabelece, em síntese, que cada empreendimento constitui um patrimônio próprio e segregado, com contabilidade exclusiva, separada do restante das operações da incorporadora. Sendo assim, todo o valor arrecadado com a venda dos imóveis será destinado à constituição do empreendimento, remanescendo separado das demais obrigações da incorporadora, pelas quais não responde.

¹³ GOMES, Orlando. *Contrato de Incorporação Imobiliária*. In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Coords.). *Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*. v. VI. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 1340.

De fato, grande parte da preocupação do legislador decorre da possibilidade de o adquirente atender à oferta pública e investir recursos durante o desenvolvimento da incorporação e, ao seu término, não receber o bem adquirido.

Mas qualquer que seja o cenário, a *proteção jurídica* da existência de uma unidade autônoma registrada no registro de imóveis não desaparece, e é por isso que a Lei de Condomínios e Incorporações e o Código Civil de 2002 (arts. 1.331 e seguintes) exigem a sua existência.

A compra e venda imobiliária

Aceita a oferta de venda, a relação entre o adquirente e o incorporador será formalizada pela celebração de contrato, em geral uma promessa de compra e venda de coisa futura – como caso do Empreendimento Hoteleiro – com direitos e obrigações recíprocos de natureza obrigacional e real. O incorporador assume, perante o adquirente, a responsabilidade pela implementação de todos os atos necessários para a conclusão e entrega do imóvel alienado, obrigando-se a transmitir o direito de propriedade da futura unidade autônoma ao comprador.

Além disso, cumpre ressaltar que os contratos de promessa de compra e venda são contratos com eficácia real, isto é, oponíveis *erga omnes*, o que resulta do fato de que serão registrados no registro de imóveis. De fato, o Código Civil é claríssimo ao afirmar que “[m]ediante promessa de compra e venda, em que se não pactuou arrependimento, celebrada por instrumento público ou particular, e registrada no Cartório de Registro de Imóveis, adquire o promitente comprador direito real à aquisição do imóvel” (art. 1.417). Por isso, prossegue o código, o “promitente comprador, titular de direito real, pode exigir do promitente vendedor, ou de terceiros, a quem os direitos deste forem cedidos, a outorga da escritura definitiva de compra e venda, conforme o disposto no instrumento preliminar; e, se houver recusa, requerer ao juiz a adjudicação do imóvel” (art. 1.418).

É como explica a doutrina:

A partir de então, com o apoio da jurisprudência, separou-se dogmaticamente, de um lado, a promessa de compra e venda, como negócio preliminar não sujeito à forma pública, o qual, sendo irrevogável, obriga as partes à celebração do contrato definitivo de compra e venda, nos termos dos arts. 463-464 do CC, a suscitar o suprimento judicial da vontade do devedor inadimplente, nos termos dos arts. 466-A, 466-B e 466-C do CPC; e, de outro lado, o direito real constituído com a transcrição do instrumento público de promessa no RGI (inserido, como tal, no rol dos direitos reais, ex vi art. 1.225, VII, CC).

...omissis...

A promessa irrevogável de venda registrada no RGI configura direito real. A doutrina, de forma praticamente unânime, designa-o como direito real do promitente comprador do imóvel, no rol dos direitos reais limitados, considerado direito real de aquisição.¹⁴

A hipótese é, portanto, de um contrato que produz efeitos para além das partes que o celebram, devendo ser respeitado também por terceiros, desde que registrado. E o registro, evidentemente, só será possível se houver uma unidade autônoma matriculada no Registro Geral de Imóveis.

Caso não exista a unidade autônoma, a escritura de promessa não será de promessa de venda de uma unidade, ou de parte dela, mas sim de uma fração em condomínio simples (não edilício) e portanto sem o tratamento protetivo da Lei de Condomínios e Incorporações e do próprio Código Civil – como o afastamento do direito de preferência aos demais condôminos.

De fato, caso sejam ofertados publicamente supostos direitos sobre frações de terreno e benfeitorias sem que haja o registro de unidades imobiliárias, e com a informação de que o adquirente poderá livremente dispor de sua fração – quando a lei impõe o direito de preferência – poderá incidir o art. 65 da Lei de Condomínios e Incorporações, que estabelece: “É crime contra a economia popular promover incorporação, fazendo, em proposta, contratos, prospectos ou comunicação ao público ou aos interessados, afirmação falsa sobre a construção do condomínio, alienação das frações ideais do terreno ou sobre a construção das edificações”.

A constituição de condomínio edilício no caso do empreendimento hoteleiro

No caso concreto da Consulta, após concluída a construção do Empreendimento Hoteleiro e realizada a sua averbação no Registro de Imóveis, com a subsequente individualização das unidades autônomas, será instituído o condomínio edilício, na forma da minuta de convenção levada a registro com o Memorial de Incorporação do Empreendimento Hoteleiro. Os atributos do condomínio edilício encontram-se atualmente previstos nos arts. 1.331 a 1.358 do Código Civil Brasileiro e na Lei de Condomínios e Incorporações.

¹⁴ TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*, v. III. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 848 e 849.

A Convenção de Condomínio do Complexo Gama, que compreende o Empreendimento Hoteleiro, é o documento que regerá a relação entre os Adquirentes na qualidade de condôminos, regulando a utilização das áreas de propriedade exclusiva e de propriedade comum do condomínio. Desta forma, as unidades autônomas integrantes do Empreendimento Hoteleiro possuem autonomia e independência entre si, podendo ser livremente alienadas e gravadas pelos Adquirentes (art. 1.331, §2º, do Código Civil Brasileiro), devendo os futuros proprietários obedecer ao estabelecido na Convenção de Condomínio, que prevê inclusive a sub-rogação nos contratos celebrados para a exploração do Empreendimento Hoteleiro.

A destinação específica do Empreendimento Hoteleiro aprovada pelo ente público municipal – propósito hoteleiro – está expressamente estabelecida na Convenção de Condomínio. Não há vedação legal, entretanto, para que seja aprovada pelos condôminos a alteração da destinação específica do Empreendimento Hoteleiro, desde que atingido o quórum de unanimidade dos condôminos do Complexo Gama, bem como seja aprovado novo projeto de destinação junto aos órgãos públicos.

O encerramento da incorporação

O bom termo da incorporação do Empreendimento Hoteleiro se dará com a execução voluntária das obrigações previstas nos documentos celebrados entre os adquirentes e o incorporador. A incorporação será extinta quando, de um lado, o incorporador entregar as unidades autônomas aos adquirentes, com a respectiva individualização de matrículas próprias no Registro de Imóveis competente e, de outro lado, o comprador pagar o preço pactuado equivalente à sua unidade (reservada eventual contratação de financiamento), com a concessão de quitações mútuas e concretização dos registros necessários.

Por fim, como condição da operação realizada, o Adquirente assume o compromisso de sub-rogar-se nas obrigações contraídas pela Incorporadora no Contrato de Locação e no Mandato, que remanescerão após o encerramento da incorporação e serão analisados adiante.

A alienação de frações de terreno em condomínio pro-indiviso – diferenças fundamentais em relação à estruturação do empreendimento hoteleiro

Vale notar a grande incidência de operações no mercado imobiliário, em especial na cidade do Rio de Janeiro, de venda de frações ideais de terreno onde

serão acrescidas benfeitorias, sem que tais frações, contudo, possam ser futuramente vinculadas a uma unidade autônoma. Motivados pela intensa demanda por hotéis em razão da expectativa de ocupação natural do Rio de Janeiro, certos construtores buscaram alternativa para esquivar-se da atual legislação municipal que impede a incorporação de unidades autônomas com destinação hoteleira fora das Áreas de Especial Interesse Urbanístico – AEIU do Porto e do Centro da cidade do Rio de Janeiro.¹⁵

A alienação de frações de terreno referida, sem que estas frações possam ser individualizadas como unidades autônomas, com a respectiva identificação e discriminação perante o Registro de Imóveis, difere categoricamente da operação de incorporação imobiliária do caso em exame. São neste sentido as palavras de Orlando Gomes:

Se uma edificação é adquirida, sem autonomia de suas unidades, por várias pessoas, o contrato de aquisição não é de incorporação, nele figurando os adquirentes como uma pluralidade de compradores que passam a ser coproprietários, tendo cada qual, simplesmente, uma fração ideal do bem comum.¹⁶

O adquirente nestes casos, diversamente do que ocorrerá no Empreendimento Hoteleiro, será proprietário de fração do terreno com benfeitorias na qualidade de condômino da integralidade do imóvel em conjunto com os demais compradores, ou seja, os condôminos serão proprietários do todo, sem que nenhum consiga distinguir o seu quinhão do imóvel, um bem indivisível.

A diferença fundamental entre as duas formas de organização tem natureza legal, ou seja, os adquirentes de frações que não estejam vinculadas à operação de incorporação não serão protegidos pelas disposições da Lei de Condomínios e Incorporações, estando sujeitos apenas às regras do Código Civil Brasileiro, que não contém as proteções estabelecidas na legislação específica. Ademais, como se verá, as regras do Código Civil Brasileiro sobre a disposição do bem mantido em condomínio indivisível são bastante rigorosas, podendo inclusive embaraçar a organização de tais empreendimentos.

¹⁵ O licenciamento de “hotéis-residência” no município do Rio de Janeiro foi inicialmente regulado pela Lei Complementar nº 41/99, declarada inconstitucional pelo Órgão Especial do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. Todavia, em 25 de novembro de 2010, o prefeito do município do Rio de Janeiro promulgou a Lei Complementar nº 108, que criou novas normas de uso e ocupação do solo. Dentre tais normas, restringiram-se as áreas em que poderiam ser construídas unidades hoteleiras do tipo “hotel-residência” às Áreas de Especial Interesse Urbanístico – AEIU do Porto e do Centro da cidade do Rio de Janeiro.

¹⁶ GOMES, Orlando. Contrato de Incorporação Imobiliária. In: *Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*, cit., p. 1340.

Neste sentido, o Código Civil Brasileiro (art. 504) estabelece o direito de preferência entre os condôminos para a aquisição da coisa indivisível em condomínio, o que dificulta a livre disposição do bem pelo interessado na alienação no mercado. Por este motivo os contratos de alienação de fração de terreno em condomínio pro-indiviso, muitas das vezes, estabelecem irregularmente a renúncia prévia dos condôminos ao seu direito de preferência.¹⁷

Ademais, nos termos do art. 1.322 do Código Civil, ao condômino que deseje dispor de sua fração no condomínio pro-indiviso haverá dois caminhos a seguir, alternativamente: (i) o bem deve ser adjudicado a um dos condôminos, que indenizará os demais; ou (ii) o bem deve ser alienado a um terceiro, e o preço repartido entre os condôminos segundo o quinhão de cada um.

Assim, tendo em vista que o condômino prefere ao terceiro em iguais condições, deve-se analisar dentre os condôminos quem efetuou benfeitorias mais valiosas e, não havendo, o condômino que possui o maior quinhão. Caso todos os condôminos participem do todo em iguais condições, deverá ser realizada licitação entre estranhos para a aquisição do imóvel, que, antes de adjudicado ao maior ofertante, será novamente oferecido aos condôminos, que terão prioridade na aquisição.

Resta claro, neste sentido, que as dificuldades legais expostas são apenas parte dos empecilhos existentes para a organização dos chamados condo-hotéis¹⁸ sem que ocorra uma incorporação imobiliária. Neste cenário, a insegurança jurídica causada por esse tipo de empreendimento ofertado ao público motivou a mobilização de alguns adquirentes perante a CVM.

O Adquirente de unidade autônoma do Empreendimento Hoteleiro, por outro lado, será o proprietário de unidade com registro e discriminação, assinalada por designação especial para efeitos de identificação e discriminação perante o registro competente, o Registro Geral de Imóveis, podendo livremente dispor de sua unidade, devendo apenas o futuro adquirente respeitar a destinação hoteleira do imóvel, assim como os contratos anteriormente celebrados, sub-rogando-se na posição contratual do alienante.

¹⁷ Acrescente-se à questão a disposição do art. 424 do Código Civil, que trata da impossibilidade de renúncia antecipada a direito resultante da natureza do negócio por aderente em negócio celebrado através de contrato de adesão.

¹⁸ Trata-se de designação comumente utilizada no mercado imobiliário. "Condo-Hotel – é o empreendimento aprovado nos órgãos públicos como hotel e submetido ao regime do condomínio edilício. O proprietário ou titular de direitos aquisitivos sobre unidade autônoma não poderá usar sua unidade autônoma para moradia, como também não poderá fazer a cessão de uso a terceiro que não seja o gestor hoteleiro, sendo obrigatória a sua participação no pool" (Manual de Melhores Práticas para Hotéis de Investidores Imobiliários Pulverizados, disponível em: <<http://www.secovi.com.br/files/Downloads/manual-hotelariapdf.pdf>>).

2.2 Locação

A locação para a Operadora Hoteleira

A locação de imóvel urbano é o contrato através do qual uma das partes, o locador, compromete-se a fornecer o uso e gozo de imóvel residencial ou comercial para outra parte, o locatário, mediante remuneração, durante certo prazo temporal, determinado ou não. As locações de imóveis urbanos são disciplinadas pela Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991 (“Lei do Inquilinato”), conforme autorizado pelo art. 2.036 do Código Civil.¹⁹

Há, na locação, a cessão temporária do uso e gozo do imóvel sem, no entanto, ocorrer a transferência de sua propriedade. No caso do Empreendimento Hoteleiro, a locação será inicialmente celebrada entre a Incorporadora e a Operadora Hoteleira, mas, com a alienação das unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro, os Adquirentes sub-rogar-se-ão na posição contratual de locadores das respectivas unidades autônomas que, em sua integralidade, serão exploradas no Empreendimento Hoteleiro

O aluguel, por sua vez, representa a remuneração devida pelo locatário ao locador pelo uso do imóvel locado, ou seja, a retribuição financeira pelo uso da unidade autônoma alugada.²⁰ Segundo a Lei do Inquilinato (art. 17), a estipulação do aluguel é livre entre as partes, sendo apenas vedada a sua convenção em moeda estrangeira, ou atrelada à variação cambial ou ao salário mínimo vigente. Vejam-se, neste sentido, as palavras de Nagib Slaibi Filho:

Por ser a locação contrato bilateral ou sinalagmático (em que há correspectividade das prestações devidas pelas partes), o aluguel deve ser certo (com prestação típica) e determinado ou, ao menos, determinável, não podendo ficar ad libitum de uma das partes.²¹

É portanto lícito que as partes celebrem contrato de locação em que o aluguel não seja determinado, mas determinável, desde que estabelecidos contratualmente os critérios de sua apuração. Desta forma, tendo em vista que a locação da totalidade das unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro para a Operadora Hoteleira é requisito do Contrato de Locação celebrado, é regular a estipulação de

¹⁹ Art. 2.036. A locação de prédio urbano, que esteja sujeita à lei especial, por esta continua a ser regida.

²⁰ “[o] aluguel representa a retribuição pelo uso de coisa, e não por serviço prestado”. OLIVEIRA, Moacyr de. A Prestação Pecuniária do Aluguel (I). In: TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Coords.). *Doutrinas Essenciais: Obrigações e Contratos*. v. V. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011. p. 841.

²¹ SLAIBI FILHO, Nagib. *Comentários à Nova Lei do Inquilinato*. 9. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1998. p. 149-150.

que o aluguel mensal a ser pago a cada Adquirente seja um percentual do resultado operacional positivo do Empreendimento Hoteleiro naquele período, levando-se em consideração a totalidade do Empreendimento Hoteleiro, e não cada unidade individualmente. Neste sentido, a partir do momento em que a unidade estiver locada, independêrã ao Adquirente a frequência de ocupação da sua unidade, pois o aluguel devido será calculado com base na receita do Empreendimento Hoteleiro como um todo.

Ademais, a definição da quantia devida pelo aluguel não pode remanescer sujeita à arbitrariedade de uma das partes, o que também não ocorrerá no Contrato de Locação. O aluguel a ser pago aos Adquirentes não será livremente arbitrado pela Operadora Hoteleira, que deverá obedecer às regras para o cálculo mensal contratualmente estipuladas, além de submetê-lo à supervisão da Mandatária.

O contrato de locação, ademais, pode ser ajustado por qualquer prazo (art. 3º da Lei do Inquilinato), sendo usual a celebração de contratos de locação comercial por longos períodos. É regular, portanto, a celebração do Contrato de Locação por 12 anos, podendo ser prorrogado por igual período, desde que seja o interesse das partes.

Tendo em vista que a locação de que aqui se trata, como qualquer outra locação, transferirá o uso e o gozo da unidade autônoma do Adquirente para a Operadora Hoteleira, não seria razoável qualquer previsão de que o Adquirente pudesse utilizar o seu apartamento no Empreendimento Hoteleiro durante certo período de tempo enquanto vigorar a locação. Tal impossibilidade fica mais evidente quando se pensa em uma locação residencial, se houver a reflexão do quão impensável seria a locação que autorizasse o locador a passar a utilizar o imóvel locado ao locatário ao seu bel-prazer.

A locação por prazo determinado, como no caso do Contrato de Locação, encerra-se pelo decurso do prazo contratado, podendo também ser desfeita nas hipóteses previstas na Lei do Inquilinato, dentre elas o mútuo acordo entre as partes, em decorrência da prática de infração legal ou contratual, a falta de pagamento do aluguel, quando devido, ou para a realização de reparações urgentes determinadas pelo Poder Público.

Ressalte-se, por fim, que o Contrato de Locação contém cláusula de vigência no caso de alienação, como facultado pelo art. 8º da Lei do Inquilinato, e será averbado nas respectivas matrículas das unidades autônomas perante o Registro de Imóveis, de forma que, caso o Adquirente pretenda dispor de sua unidade autônoma, o futuro adquirente estará não apenas corretamente informado a respeito da locação e suas condições, mas também obrigado a sub-rogar-se dos efeitos do contrato e a obedecer a integralidade de seus termos.

O contrato acessório de mandato

O mandato é o contrato em que uma pessoa, o mandatário, se obriga a praticar atos ou administrar interesses em nome de outra pessoa, o mandante, sendo suas disposições reguladas pelo Código Civil Brasileiro. O contrato pode ser gratuito ou oneroso, sendo este o caso do Empreendimento Hoteleiro, tendo em vista que o seu objeto será tratado profissionalmente pelo Mandatário.

Dadas as características do Empreendimento Hoteleiro, o Mandato será contrato acessório ao Contrato de Locação, sendo a sua celebração essencial para o relacionamento entre os Adquirentes e a Operadora Hoteleira, assim como para defender os direitos daqueles dada a sua característica fiduciária.

Considerando que a aquisição imobiliária é realizada com o intuito de investimento, bem como a destinação hoteleira do Empreendimento Hoteleiro, a contratação de um mandatário profissional tem a função de defender os interesses dos Adquirentes perante a Operadora Hoteleira. O auxílio de um *expert* no caso em análise será fundamental, principalmente por conta da pluralidade de adquirentes, já que a interação de todos os adquirentes direta e individualmente com a Operadora dificultaria o modelo de negócio que foi proposto.

2.3 Conclusão parcial

É possível afirmar que a compra das unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro será efetuada pelos Adquirentes com dois objetivos principais, conjuntos e indissociáveis. O Adquirente pretende investir na aquisição de um imóvel, o que lhe será assegurado porque passará a ser o proprietário de uma unidade autônoma, e locar esse imóvel por um aluguel que será razão do resultado do Empreendimento Hoteleiro em que se localiza a unidade imobiliária adquirida.

Neste cenário, os dois principais contratos celebrados – a Promessa de Venda e Compra, que consubstanciará os termos da incorporação, e o Contrato de Locação – não podem ser examinados separadamente, tratando-se de contratos coligados,²² pois, para ao mesmo tempo em que adquire o imóvel o Adquirente sub-roga-se na locação.

²² “Os contratos coligados são queridos pelas partes contratantes como um todo. Um depende do outro de tal modo que cada qual, isoladamente, seria desinteressante. Mas não se fundem. Conservam a individualidade própria, por isso se distinguindo dos contratos mistos” (GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. Atualizadores Antonio Junqueira de Azevedo e Francisco Paulo de Crescenzo Marino. Coord. Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2007. p. 121).

A incorporação imobiliária, que por sua vez possibilitará ao Adquirente atingir seus objetivos, observará os preceitos da Lei de Condomínios e Incorporações, considerada uma lei de natureza protetiva em decorrência da gama de garantias que atribui aos adquirentes das unidades autônomas. Neste sentido, como visto, o negócio jurídico de incorporação imobiliária realizado no Empreendimento Hoteleiro distingue-se essencialmente da operação de alienação de frações ideais em condomínio pro-indiviso realizada em outros empreendimentos, especialmente na cidade do Rio de Janeiro.

Além disso, é pelo menos duvidoso que o regime jurídico brasileiro contemple a oferta ao público de frações ideais de edifício sem que haja registro de convenção de condomínio e segregação em unidades autônomas. Toda a evolução do regime jurídico brasileiro deu-se no sentido oposto, diante dos riscos para os adquirentes e a própria paz social que resulta da incompatibilidade histórica do regime do condomínio simples do Código Civil com o de divisão da titularidade de imóveis em frações oferecidas ao público.

3 A inaplicabilidade da disciplina dos valores mobiliários

3.1 Valores mobiliários

Ausência de conceito legal

A relevância de se determinar quais títulos devem ser considerados como valores mobiliários decorre da necessidade de definir o regime jurídico aplicável a tais títulos e a sua oferta.

De fato, há inúmeras maneiras de realizar apelo à poupança popular, inclusive para fins de investimento, e não apenas de consumo, e os legisladores dos diversos países conferem tratamentos distintos, e muitas vezes específicos, a essas diversas modalidades de oferta. A oferta ao público de unidades imobiliárias, por exemplo, como se viu no capítulo anterior, constitui indiscutivelmente modalidade de apelo à poupança pública, com regime jurídico próprio. O mesmo se diga, por exemplo, sobre a disciplina dos depósitos bancários e da caderneta de poupança.

Adicionalmente, a definição do regime jurídico do apelo ao público importará na definição do cabimento e do escopo de atuação dos órgãos estatais eventualmente encarregados da supervisão de tais ofertas, como é o caso da CVM, com relação aos valores mobiliários, tendo em vista que a Autarquia possui competência para supervisionar “a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado” (art. 1º, inciso I, da Lei nº 6.385/76).

É, por outro lado, reconhecida a dificuldade existente em agrupar, dentro de um mesmo conceito, títulos com características bastante distintas. Na prática, a primeira menção a valores mobiliários na lei brasileira remete à Lei nº 4.728/65, que pela primeira vez disciplinou o mercado de capitais no Brasil.²³ A despeito de trazer referências variadas, seja preocupando-se com o acesso à informação, com a proteção de investidores ou com o combate a irregularidades, a Lei nº 4.728/65 não apresentou em seu texto um conceito do que seriam tais títulos.

O legislador de 1976 também não conceituou valores mobiliários, mas, diversamente do que ocorreu na vigência da lei anterior, introduziu uma relação reduzida de títulos a serem assim considerados, limitando-se a tratar de instrumentos de emissão por sociedades anônimas.²⁴ A concepção restrita de valores mobiliários, conjugada com a opção legislativa inicial de conferir poderes ao Conselho Monetário Nacional para a definição de novos títulos, além de enfraquecer a atuação da CVM, passou a não refletir a realidade do mercado.²⁵

Neste cenário, a Lei nº 6.385/76 foi objeto de relevante reforma em 2001, com a promulgação da Lei nº 10.303/01, que, dentre outros avanços,²⁶ expandiu o mercado de valores mobiliários. Neste sentido, o art. 2º da Lei nº 6.385/76 ampliou seu rol de títulos, passando a englobar, dentre outros, valores mobiliários de emissores não constituídos como companhias abertas, como as cotas de fundo de investimento em valores mobiliários e de clubes de investimento (inciso V), bem como introduzindo disposição sobre contratos de investimento coletivo.

Com efeito, ao incluir os contratos de investimento coletivo na disciplina legal, o ordenamento brasileiro migrou da acepção mais restrita de valores mobiliários para uma mais abrangente, inspirando-se no conceito de *securities* do Direito norte-americano. Através da adoção de entendimento mais flexível, a Autarquia

²³ “Anteriormente, podemos encontrar, nas várias leis e regulamentos que tratam da matéria, diversas expressões de cunho mais ou menos genérico como ‘papéis de crédito’ (Código Comercial, art. 10), ‘valores comerciais’ (Regulamento dos Corretores de Fundos Públicos na Praça da Capital Federal, aprovado pelo Dec. 2.475, de 13.3.1897, art. 76), ‘efeitos comerciais’ ou, mais modernamente, ‘títulos de crédito’”. ARAGÃO, Paulo César. Novos Aspectos dos Valores Mobiliários na Lei das Sociedades por Ações. In: *Revista dos Tribunais*, ano 73, v. 584, p. 292, jun. 1984.

²⁴ Ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos, os bônus de subscrição, os certificados de depósito de valores mobiliários e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Lembre-se apenas que as partes beneficiárias não podem mais ser objeto de emissão por companhias abertas. Tal previsão encontra-se no parágrafo único do art. 47 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alteração da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que também excluiu esses títulos do rol de valores mobiliários do art. 2º da Lei nº 6.385/76.

²⁵ Em artigo publicado no ano de 1995, Nelson Eizirik já criticava certas opções legislativas. Veja-se: EIZIRIK, Nelson. A Urgente Reforma da Lei 6.385/76. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, RT, v. 98, p. 58-62.

²⁶ Cite-se, exemplificativamente, o relevante alargamento da competência da CVM, além do aprimoramento de sua estrutura, e do reconhecimento, em grande medida, da CVM como regulador único para o mercado de valores mobiliários.

passou a tomar como ponto principal da análise de novos títulos a existência de “esforço de captação da poupança pública com a conotação de investimento – ou mesmo especulação – por parte dos doadores dos recursos”.²⁷

Não seria correto, entretanto, pressupor que qualquer oferta ao público com esforços de captação de recursos poderia ter seu instrumento originador caracterizado como valor mobiliário. A própria Lei nº 6.385/76 fez esse reconhecimento quando estabeleceu, por exemplo, que não estará sujeita à supervisão da CVM a emissão de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal ou de certos títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (art. 2º, §1º).

De qualquer forma, a despeito da dificuldade reconhecida de se alcançar um conceito uniforme de valores mobiliários,²⁸ há certas características que podem ser consideradas como próprias destes bens. Neste sentido, apesar de não possuírem um valor intrínseco, apresentam um certificado ou outro documento que corporifica e exterioriza seus direitos (mesmo quando emitidos na forma escritural, são homogêneos e possuem documentos que demonstram suas características), o que permite a sua circulação através da transmissão, podendo, conseqüentemente, ser negociados em mercado secundário.²⁹

Aos adquirentes de valores mobiliários presume-se, portanto, a realização de um investimento com expectativa de ganho financeiro obtido pelo rendimento do título até o seu encerramento, ou através da negociação do título em mercado secundário com lucro.

Os contratos de investimento coletivo

Os contratos de investimento coletivo encontram-se previstos no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76. Neste sentido, são valores mobiliários, “quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento

²⁷ Voto do Diretor Luiz Antonio de Campos no Processo CVM nº RJ 2003/0499, decidido em 28 de agosto de 2003.

²⁸ Situação análoga pode ser identificada em outros ordenamentos jurídicos, tendo em vista que o “termo ‘valor mobiliário’ constitui um ‘conceito jurídico polissêmico’, ao qual não corresponde uma precisa noção legal ou doutrinal universalmente aceite”. ANTUNES, José A. Engrácia. Os valores mobiliários: conceito, espécies e regime jurídico. *Revista da Faculdade de Direito do Porto*. p. 2. Disponível em: <http://sigarra.up.pt/fdup/pt/publs_pesquisa.formview?p_id=3443>, acesso em: 26 maio 2014).

²⁹ A circulação em mercado secundário é amplamente reconhecida pela CVM como uma característica própria dos valores mobiliários. Veja-se, neste sentido, o Processo CVM nº RJ 2003/0499, decidido em 28 de agosto de 2003, que considerou os Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPACs valores mobiliários, o Processo CVM nº RJ2007/11.593, decidido em 15 de janeiro de 2008, que proferiu a mesma análise para as Cédulas de Crédito Bancário – CCBs, e o Parecer/PFE-CVM/Nº 014/05, p. 5. Mesmo os derivativos, que podem representar contratos heterogêneos, possuem mercado secundário na BM&FBovespa e CETIP.

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”.

Claramente inspirado no conceito de *securities* norte-americano,³⁰ mais especificamente de *investments contracts*, o inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 foi incorporado pela Lei nº 10.303/01, que repetiu a previsão introduzida pela Medida Provisória nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001. A motivação para tais dispositivos foram as negociações com “boi gordo”,³¹ em que empreendedores captavam investimentos no mercado para utilizá-los na aquisição, criação e engorda de bovinos, comprometendo-se a distribuir aos aplicadores os lucros aferidos com a venda dos animais.

Na prática, a amplitude da previsão do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76 atribui à CVM o dever analisar os casos específicos, manifestando-se a respeito da conveniência de sua supervisão e, conseqüentemente, regulamentando a matéria. No caso específico dos contratos de investimento coletivo, a Instrução CVM nº 296/98 dispõe sobre sua distribuição pública, sendo o registro dos emissores regulado pela Instrução CVM nº 480/2009.

Uma análise pontual de certas regras da Instrução CVM nº 296/98 denuncia automaticamente a sua inaplicabilidade para a oferta ao público de unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro. Destaque-se neste sentido, especialmente, o sistema de garantias instituído, as obrigações do emissor, bem como os requisitos para a negociação dos títulos, examinados a seguir.

Certas dificuldades adicionais

É pacífico o entendimento de que o valor mobiliário previsto no inciso IX pode ser integrado por mais de um título ou contrato. Neste sentido, caso fosse possível a sua aproximação aos negócios jurídicos celebrados para a consecução do Empreendimento Hoteleiro, deveriam ser considerados como contratos de investimento coletivo a Promessa de Venda e Compra conjuntamente com o Contrato de Locação.

Como já referido, trata-se de contratos coligados, que devem ser analisados em conjunto, e que atribuem ao Adquirente da unidade autônoma a qualidade de promitente comprador, com direitos reais oponíveis a terceiros, de um imóvel

³⁰ Nos Estados Unidos os instrumentos definidos como valores mobiliários estão previstos no Securities Act de 1933 e também no Securities Exchange Act de 1934.

³¹ Exposição de Motivos que acompanhou a primeira edição da Medida Provisória nº 1.637/1998.

vinculado a um contrato de locação igualmente averbado no Registro Geral de Imóveis, e que deverá ser observado por futuros adquirentes, na forma da Lei do Inquilinato.

Neste cenário, finalizada a incorporação o valor mobiliário passaria a ser representado apenas pela relação de locação, o que, em uma análise direta, apresentaria dois obstáculos iniciais.

Em primeiro lugar, o emissor dos contratos seria o Incorporador, que se desligará da operação e com o encerramento da incorporação imobiliária. Ou seja, o emissor do título, que possui uma série de deveres e responsabilidades perante os investidores e a CVM, inclusive com a prestação de garantias, passaria a não mais integrar a relação decorrente do contrato de investimento coletivo, havendo verdadeira desvinculação do emissor que os criou.³²

Ademais, considerando que o proprietário de um imóvel é quem está designado perante o Registro de Imóveis, assim como que o Contrato de Locação estará registrado na matrícula da unidade autônoma, bem como que o aluguel deve, em princípio, ser pago ao proprietário do imóvel, caso fosse possível considerar o Contrato de Locação como um valor mobiliário, a sua circulação dependeria da transferência imobiliária, com a respectiva alteração dos registros públicos, o que por si só afasta qualquer semelhança com a circulação de valores mobiliários em mercados regulados.

É possível verificar, desta forma, que as características dos contratos a serem celebrados para a constituição e exploração do Empreendimento Hoteleiro afastam-se completamente da previsão de contratos de investimento coletivo presente na Lei nº 6.385/76.

A impossibilidade de aproximação do conceito de *securities*

Tendo em vista que o sistema norte-americano é tipicamente de *common law*, as definições legislativas naquela jurisdição são apenas o ponto de partida da atividade judiciária. Especialmente em relação a *securities*, a jurisprudência das cortes americanas torna-se fundamental para a delimitação de conceitos, tendo em vista que as leis federais, ao tratarem do tema, intercalaram uma gama de títulos típicos com definições e conceitos indeterminados, adotando

³² Veja-se que a desvinculação da instituição que implementou o correspondente projeto de emissão foi um dos argumentos utilizados pelo Diretor Otavio Yazbek para descaracterizar os créditos de carbono como valores mobiliários (Processo Administrativo CVM nº RJ 2009/6346, decidido em 7 de julho de 2009).

previsão reconhecidamente muito mais complexa e ampla do que a adotada no ordenamento brasileiro.³³

Nos Estados Unidos os tribunais desenvolveram ao longo do tempo uma série de testes com o propósito de atribuir segurança jurídica para a emissão de títulos naquela jurisdição. O *leading case* na análise dos limites dos *investment contracts* remete à decisão no caso *Sec v. Howey & Co.*,³⁴ que originou o chamado *Howey Test*,³⁵ responsável pelo estabelecimento dos contornos iniciais dos contratos de investimento coletivo naquele ordenamento.³⁶ Desta forma, são os elementos a serem considerados: (i) a existência de investimento em dinheiro; (ii) com expectativa de lucros; (iii) em empreendimento comum; e (iv) que dependa somente dos esforços de terceiros.³⁷

Especialmente no que se refere ao campo da construção civil, a *Securities and Exchange Commission* (“SEC”) proferiu em 1973 orientação para as ofertas de unidades integrantes de condomínio e outros tipos de empreendimentos imobiliários com características semelhantes. Segundo as diretrizes expedidas, tais operações podem ser consideradas como uma emissão de *securities* sujeitas à supervisão da SEC,³⁸ principalmente na hipótese de envolverem anúncios com promessa de lucros futuros, bem como a vincular a unidade a um pool de exploração, com a respectiva indisponibilidade do bem para uso do proprietário. A agência reguladora, entretanto, reconhece ao final das diretrizes a possibilidade de existência de arranjos variados, concluindo que apenas a análise do caso em particular poderá assegurar se estar-se-á ou não perante uma oferta a ser regulada pela SEC.

³³ A análise da Section 2(a) do Securities Act de 1933 e da Section 3(a)(10) do Exchange Act de 1934 demonstra a amplitude do conceito de *security* nos Estados Unidos, quando comparado a extensão dos valores mobiliários no Brasil.

³⁴ U.S. Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946). Em síntese, o caso versava sobre a alienação de pequenos lotes de terra para a plantação frutífera no estado da Flórida. Conjuntamente com a aquisição do terreno, outra companhia, subsidiária da ofertante, comprometia-se a realizar o serviço de plantio, colheita e venda dos frutos. A Suprema Corte dos Estados Unidos entendeu que a oferta da oportunidade de investimento para um número elevado de pessoas não constituía apenas a venda de terras para plantio, mas sim um contrato de investimento coletivo, dado que os interessados recebiam rendimentos da operação de venda dos frutos sem participar diretamente do negócio, assim como que os lotes individualmente considerados eram inviáveis do ponto de vista econômico.

³⁵ O *Howey Test* foi utilizado pelo Diretor Marcos Pinto na análise do Processo CVM nº RJ2007/11.593, decidido em 15 de janeiro de 2008, que tratou das Cédulas de Crédito Bancário – CCBs.

³⁶ “O caso *Howey* fornecia, assim, pela primeira vez, uma definição de contrato de investimento, que, por uma curiosa operação de raciocínio, passou a ser a própria definição de *securities*” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro. In: *Direito Comercial: Textos e Pareceres*. São Paulo: José Bushatsky, 1976. p. 247).

³⁷ Tais requisitos foram continuamente aprimorados em outras decisões judiciais. Veja-se, neste sentido: EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 36-52.

³⁸ Veja-se, neste sentido, “Guidelines as to the applicability of the Federal Securities laws to offers and sales of condominiums or units”

Ocorre que, apesar da inegável influência que a regulação do mercado de capitais norte-americano possui nos demais mercados globalizados, inclusive o Brasil, a importação de conceitos não pode ser realizada sem que ocorra reflexão prévia a seu respeito.³⁹

Com efeito, está-se diante de dois sistemas jurídicos diversos – *civil law*, adotado no Brasil, e *common law*, adotado nos Estados Unidos.

Nos Estados Unidos, tendo em vista a relevância da orientação jurisprudencial, é comum ocorrerem discussões que seriam estranhas sob a ótica brasileira. Destaque-se, neste sentido, o precedente que analisou se a remuneração variável do elenco de um filme, atrelada a porcentagem do lucro bruto obtido em sua venda, poderia ser considerada um valor mobiliário (Caso *People v. Syde*, julgado em 1951 pela Suprema Corte da Califórnia).⁴⁰ Assim, dada a amplitude dos conceitos empregados no sistema norte-americano, “se não houver expressa exclusão legal e desde que os recursos investidos nos empreendimentos sejam captados junto ao público, podem ser considerados *securities* investimentos que envolvam as mais diversas atividades, tais como negócios em glebas de terra, em loteamento, em empreendimentos rurais, em obras de construção civil, em títulos de clube etc.”.⁴¹

Regime diverso, como se sabe, é o adotado no Brasil, com orientação romano-germânica, em que as principais fontes do Direito a ser aplicado são as leis. Desta forma, deve-se analisar, em primeiro lugar, o texto legal e os objetivos almejados em sua criação. E nesse sentido, como se viu no primeiro capítulo deste Parecer, a regulamentação do mercado imobiliário é específica e trata exatamente da proteção dos poupadores a ele atraídos pela oferta pública de imóveis – e não por outra razão a Lei de Condomínios e Incorporações estabeleceu hipóteses de crimes contra a economia popular.

Além disso, a origem do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, como já referido, foi a Medida Provisória nº 1.637/1998. A Exposição de Motivos da referida medida provisória, por sua vez, deixa explícito o contexto que levou à sua criação.

³⁹ “Assim, como disse, as citações e as referências ao direito comparado devem ser realizadas com muita cautela. Nessa linha, destaco que as citações de direito estrangeiro devem ser examinadas levando-se em conta não só o seu teor específico, mas também o que dispõem as legislações específicas” (Processo CVM nº 97/1297, julgado em 08.01.2003, Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos).

⁴⁰ “O caso acima relatado, talvez meio estranho, é trazido à colação, para mostrar até que tipo de operação pode ser objeto de exame, na América do Norte, com possibilidade de ser classificado como transação suscetível de ser alcançada pela legislação especial disciplinadora do mercado de capitais, sem causar espanto aos tribunais e às agências governamentais fiscalizadora do mercado de valores” (LEAES, Luiz Gastão Paes de Barros. O Conceito de “Security” no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro. In: *Direito Comercial: Textos e Pareceres*, cit., p. 237-239).

⁴¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*, cit., p. 35.

Datado de 9 de dezembro de 1997, o texto elaborado pelo Ministério da Fazenda justifica a criação da nova regra no intuito de ampliar a competência da CVM para supervisionar as “relações entre investidores e captadores de poupança popular através de novos instrumentos de investimento, que não estão hoje submetidos à adequada regulação estatal”.

Continua a Exposição de Motivos:

No conceito moderno de estado regulador há uma tendência de atuação preventiva em que se busca evitar dois extremos: o excesso de investimento ou a total ausência de controle estatal. Em se tratando de mercado financeiro e de mercado de capitais, essa atuação regulatória faz-se ainda mais necessária, com vistas com a *ampla divulgação dos riscos inerentes aos investimentos, à transparência, à veracidade e à democratização das informações* que levam à decisão de investir e ao relacionamento equânime entre empreendedores e investidores (grifou-se).

Resta claro, desta forma, que o objetivo da introdução do conceito de contrato de investimento coletivo no ordenamento brasileiro decorreu da percepção de que havia lacuna a ser preenchida com norma com cunho protetivo. Neste contexto, a motivação apresentada mostra-se incompatível com a realidade já existente quando da elaboração da Exposição de Motivos em função da Lei de Condomínios e Incorporações. É indiscutível que a Medida Provisória não ingressou no ordenamento jurídico brasileiro com o objetivo de substituir a Lei de Condomínios e Incorporações.

Na prática, aproximando a análise da Exposição de Motivos, com o exame da operação de incorporação imobiliária analisada neste Parecer, é possível constatar que as proteções almejadas pela introdução dos contratos de investimento coletivo no ordenamento estão endereçadas pela Lei de Condomínios e Incorporações.

Especificamente no caso do Empreendimento Hoteleiro, “a ampla divulgação dos riscos inerentes aos investimentos” é endereçada pelo arquivamento, no Registro de Imóveis, do Memorial de Incorporação. A despeito das disposições legais específicas, o Memorial de Incorporação poderia ser considerado como uma espécie de prospecto da incorporação imobiliária.

Já a “transparência”, “veracidade” e “democratização das informações” são asseguradas, no Empreendimento Hoteleiro, pelos variados deveres legais impostos ao Incorporador pela Lei de Condomínios e Incorporações, bem como pelas obrigações legalmente atribuídas ao corretor imobiliário como intermediário da operação. Destaque-se, ainda, que o oficial do registro imobiliário tem como dever

o exame e verificação das informações da incorporação imobiliária a ser realizada, funcionando o Registro Imobiliário como o provedor de publicidade à operação.

Neste contexto resta claro que a intenção do legislador, ao introduzir regras sobre os contratos de investimento coletivo no arcabouço pátrio, não foi transferir a supervisão das incorporações imobiliárias à CVM, mesmo nas hipóteses em que essas incorporações envolvam a locação e o pagamento de aluguéis vinculados ao resultado da exploração dos imóveis. A Lei nº 6.385/76 e a Lei de Condomínios e Incorporações tratam de segmentos diversos da captação de poupança popular no Brasil, e a incidência da Lei de Condomínios e Incorporações afasta a da Lei nº 6.385/76, dada a sua especificidade para aquela determinada modalidade de captação de poupança popular.

Caso a CVM, como órgão público, entenda que diante da modernização do mercado imobiliário é preciso acrescentar elementos adicionais de informação ou proteção daquele mercado, inclusive baseados na experiência do mercado de valores mobiliários, então o caminho adequado parece ser o da alteração da Lei de Condomínios e Incorporações, para acrescentar maiores obrigações de divulgação. Mas isso dependerá necessariamente de atuação legislativa, e muito provavelmente não resultará – ou a menos não deveria, em minha opinião – na concessão de competência à CVM para analisar ofertas de unidades imobiliárias.

Inaplicabilidade do precedente do Processo CVM RJ 2014/1503

Cumpra analisar, finalmente, a decisão proferida pelo Colegiado no Processo CVM RJ 2014/1503, em 30 de abril de 2014 (“Processo 1503”). No Processo 1503 a CVM analisou pedido de dispensa de registro e de requisitos de registro de oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo.

A própria natureza da oferta realizada por si só distingue e afasta o caso analisado no Processo 1503 do Empreendimento Hoteleiro. O Colegiado da CVM, com base em orientações da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da Autarquia, autorizou a dispensa de registro de oferta de frações imobiliárias hoteleiras (445 frações ofertadas, representativas de 89 quartos no hotel). Desta forma, o contrato principal na oferta analisada tratava-se de Instrumento Particular de Promessa de Cessão de Direitos Aquisitivos sobre Fração de Terreno com Futuras Benfeitorias e Outras Avenças, em conjunto com Contrato de Administração Condominial e Locação do empreendimento.

Assim, como já referido no presente Parecer, a incorporação imobiliária a ser realizada no Empreendimento Hoteleiro obedece a regramento próprio, a Lei de

Condomínios e Incorporações, que possui previsões para a proteção do adquirente de unidades autônomas, diversamente do que ocorre com a alienação de frações ideais de terreno em condomínio pro-indiviso, como no caso do Processo 1503.

Em outras palavras: mesmo sem adentrar no exame da (duvidosa) legalidade da oferta de que tratava o Processo 1503 à luz da Lei de Condomínios e Incorporações, o fato é que ali se discutia hipótese não disciplinada por aquele regime especial e portanto se poderia cogitar – como fez a CVM – da incidência do regime atinente aos valores mobiliários.

Mas havendo regime próprio, como há no caso do Empreendimento Hoteleiro, não parece haver lugar para a substituição do regime legal típico por outro, ou para a incidência dos dois regimes de maneira concomitante.

Não se está a dizer, evidentemente, que não haja lugar para a atuação da CVM no âmbito das ofertas públicas de venda de frações ideais em condomínio pro-indiviso, especialmente se, ao invés da oferta de frações de imóveis (cuja legalidade, insisto, me parece duvidosa), se estiver ofertando a possibilidade dos adquirentes das “frações” se organizarem em estruturas já reconhecidas pela CVM como contratos de investimento coletivo, como cotas de sociedades em conta de participação⁴² e de sociedades de propósito específico, ou mesmo em outras espécies de valores mobiliários, como cotas fundos de investimento imobiliário. Nestes casos indubitavelmente a CVM tem poder de supervisão. Mas isso não ocorre, a meu ver, quando se trata de venda de unidades imobiliárias, objeto de regime jurídico próprio.

3.2 Conclusão parcial

Apesar de existirem pontos de intercessão entre o mercado imobiliário e o mercado de capitais, como no caso da emissão de certificados de recebíveis imobiliários ou cotas de fundos de investimento imobiliário, este não será o caso da oferta ao público de unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro.

Os Adquirentes estarão diante de sistema próprio de proteção de direitos criado pela Lei de Condomínios e Incorporações, não havendo o que se falar em

⁴² Tive a oportunidade de me manifestar sobre a natureza das sociedades em conta de participação no julgamento do PAS 2006/3364, em 16.05.2007, entendendo que o contrato “confere aos sócios participantes direito de participação em rendimentos que advêm do esforço do empreendedor, e se é ofertado a diversas pessoas, e publicamente, preenche os requisitos de que trata o inciso IX do art. 2º da Lei 6.385/76 para caracterizar-se como contrato de investimento coletivo”. No mesmo sentido foi o alerta expedido pela CVM sobre os riscos de oferta ao público de oportunidades de investimento em “direitos federativos” de atletas profissionais da Sociedade Esportiva Palmeiras e do Guarani Futebol Clube: <http://www.cvm.gov.br/port/alertas/ALERTA_PALESTRA-GUARANI.asp>.

emissão de contrato de investimento coletivo. Neste cenário são inaplicáveis as disposições da Lei nº 6.385/76 à operação. Assim, qualquer atuação da CVM em relação ao Empreendimento Hoteleiro ultrapassaria os limites legais, em violação ao princípio constitucional da legalidade,⁴³ que expressamente norteia os atos da Administração Pública conforme o art. 37 da Constituição Brasileira.

4 Conclusão

Diante do exposto, nosso entendimento é de que:

(i) a oferta ao público de unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro objeto de Contrato de Locação é operação regulada pela Lei de Condomínios e Incorporações (e pela Lei do Inquilinato e pelo Código Civil), que estabelece regime jurídico próprio;

(ii) a referida oferta não pode ser caracterizada como uma emissão ou oferta de valores mobiliários, não podendo a Lei nº 6.385/76 ser aplicada à oferta em análise, com a consequente ausência de competência da CVM para supervisionar a operação; e

(iii) desde que cumpridos os requisitos legais da Lei de Condomínios e Incorporações, a Incorporadora estará autorizada a iniciar a oferta ao público das unidades autônomas do Empreendimento Hoteleiro.

É o nosso parecer, smj.

Informação bibliográfica deste texto, conforme a NBR 6023:2002 da Associação Brasileira de Normas Técnicas (ABNT):

TRINDADE, Marcelo Fernandez. Oferta ao público de unidades autônomas de empreendimento imobiliário. Não caracterização como emissão ou oferta pública de valores mobiliários. *Revista Brasileira de Direito Civil – RBDCivil*, Belo Horizonte, vol. 11, p. 117-142, jan./mar. 2017. Parecer.

⁴³ Falando-se especificamente em princípio da legalidade, não se pode olvidar a sua singular importância no ordenamento jurídico nacional, conforme se verifica, precipuamente, na Carta Magna (art. 5º, inciso II): “Ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei”. (SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de Capitais – Regime Sancionador*. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 48).