

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO
MESTRADO PROFISSIONAL – DIREITO DOS NEGÓCIOS

Estudo Comparado da Regulação dos Contratos de Investimento Coletivo no Setor Imobiliário no Brasil e nos Estados Unidos da América – Proposta de Aperfeiçoamento Normativo

PAULO AUGUSTO FURTADO MENDONÇA

Matrícula: C304476

Projeto de pesquisa apresentado ao Mestrado Profissional da FGV Direito SP, sob a orientação da Professora Luciana Pires Dias

Versão de 15 de setembro de 2018

1. Tema, contexto, objetivos e delimitação de escopo

O presente trabalho buscará propor parâmetros gerais de aperfeiçoamento da regulação dos contratos de investimento coletivo (doravante “CIC”). O trabalho confrontará a disciplina regulatória de tais contratos no setor imobiliário brasileira com a experiência mais recente dos Estados Unidos da América sobre o tema a fim de traçar referencial regulatório que possa ser usado para orientar a estruturação de projetos imobiliários que captem poupança popular em contrapartida à promessa de geração de renda para investidores.

Embora o conceito legal de CIC tenha sido introduzido no Brasil com a edição da Lei n.º 10.303/2001, que acrescentou o inciso IX ao art. 2º da Lei 6.385/76, a regulação de tal tema no setor imobiliário somente se iniciou a partir de 2013 quando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) oficiou empresas alertando sobre o fato de que estava avaliando se determinados empreendimentos imobiliários, conhecidos no mercado como condo-hotéis, deveriam ou não ser considerados CIC.

A partir da fixação de entendimento de que referidos empreendimentos se caracterizavam como CIC, o mercado requereu à CVM a aprovação para lançamento de aproximadamente 60 pedidos¹ de projetos conforme procedimento de dispensa de registro de oferta de valores mobiliários instituído pela Instrução Normativa CVM n.º 400/2013.

A partir da análise de tais casos, a CVM instituiu a Deliberação CVM n.º 734 /2015, que fixou parâmetros para análise mais célere de tais empreendimentos. Posteriormente, foi editada pela referida autarquia, em 27 de agosto de 2018, a Instrução Normativa CVM n.º 602/2018, que disciplina de maneira exaustiva o que se convencionou chamar de CIC hoteleiro.

O trabalho buscará confrontar o padrão geral de análise fixado pela CVM em suas decisões e na Instrução Normativa n.º 602 /2018 com o padrão instituído por decisões judiciais proferidas pelos Tribunais dos Estados Unidos.

Isso porque, no Brasil, a disciplina legal dos CIC teve notoriamente inspiração na ideia de *investment contract* prevista no *Securities Act* de 1933 dos Estados Unidos da América e no *leading case* decidido pela sua Suprema Corte em decisão paradigmática de 1946, que instituiu o chamado *Howey Test*².

Embora tenha se inspirado no precedente norte-americano, a regulação dos CIC no Brasil não parece ter acompanhado a evolução e refinamento de tal instituto a partir de uma série de julgados proferidos por Cortes Estaduais daquele país após a criação do *Howey Test*.

¹ Vide Edital de Audiência Pública CDM n. 08/2016, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/sdm0816edital.pdf

²*SEC v. W. J. Howey Company*, 328 U.S. 293, (1946).

Ao lado disso, como particularidade do nosso país, uma parte dos empreendimentos no setor imobiliário brasileiro, incluindo os condo-hotéis, está sujeito à Lei n.º 4.591/64 que instituiu o regime de incorporação imobiliária. Tal regime tem origem na disciplina e proteção da captação de poupança popular, que é um dos vetores da legislação que disciplina o mercado de capitais em nosso país.

2. Justificativa da relevância prática e do potencial inovador

O financiamento de projetos imobiliários em nosso país sofre historicamente com a escassez e os custos elevados do crédito em suas diferentes formas. As causas de tal escassez são várias, sendo as mais relevantes nossas baixas taxas de poupança e o alto endividamento do Estado e sua consequência mais deletéria que é a elevação do custo do dinheiro para financiamento da atividade empresarial.

Comparativamente com outras nações em estágio similar de desenvolvimento, o Brasil tem percentual muito pequeno da sua riqueza total empregada no financiamento do setor imobiliário, que tem um papel dos mais relevantes em reduzir tanto o déficit de moradias como o de espaços imobiliários de qualidade em suas mais diferentes utilizações.

Neste contexto, a estruturação de empreendimentos na forma de flats e posteriormente de condo-hotéis foi uma maneira criativa desenvolvida pelo mercado para buscar recursos para o investimento no aumento e melhoria do parque hoteleiro nacional. Estima-se que cerca de 70% do parque hoteleiro nacional entre 1997 e 2017 tenha captado recursos a partir de tais modelos de negócio³. Da mesma forma que os condo-hotéis, empreendimentos imobiliários com outras destinações também se utilizam de recursos de terceiros para seu desenvolvimento e operação.

Nesse sentido, é muito importante que a regulação encontre a calibragem adequada entre a imposição de exigências aos empreendedores imobiliários – a fim de proteger os investidores e o mercado de capitais de forma geral – e ao mesmo tempo a busca de parâmetros regulatórios que não sejam excessivos ou inadequados – a fim de permitir a estruturação de empreendimentos e o desenvolvimento do mercado de maneira saudável.

Portanto, a discussão de parâmetros gerais de aperfeiçoamento da regulação dos CIC imobiliários tem indiscutível relevância prática, sendo a prática regulatória instituída em país em estágio mais avançado de desenvolvimento, como os Estados Unidos da América, bastante relevante como referencial para a regulação brasileira.

Além disso, considerando que em nosso país existem pouquíssimos trabalhos acadêmicos tratando dos contratos de investimento coletivo, mormente no setor imobiliário, e que a regulação editada pela CVM é ainda bastante recente, entendemos que a presente proposta de pesquisa tem inegável potencial inovador.

³ Conforme p.6 do estudo elaborado pela consultoria JLL intitulado “Hotelaria em Números – Brasil 2017”, disponível em <http://www.jll.com.br/brazil/en-us/Research/BR-Lodging-Industry-Brazil-2017-JLL.pdf>

3. Familiaridade com objeto da pesquisa

O pesquisador tem exercido prática jurídica na área de negócios imobiliários e mercado de capitais por mais de 10 anos e foi responsável pela avaliação e discussão do cabimento da caracterização de condo-hotéis como CIC e posterior apresentação e aprovação perante a CVM de um dos primeiros casos de pedido de dispensa de registro de CIC envolvendo condo-hotel.

Como parte de sua prática jurídica, o pesquisador tem familiaridade com os diversos arranjos negociais utilizados para estruturação de empreendimento imobiliários, incluindo aqueles que tem sido caracterizados como CIC, assim como com a Lei n. 4.591/64 e as normas e casuística da CVM sobre o tema.

Por fim, vale mencionar o levantamento e análise prévios realizado pelo pesquisador, como parte de sua prática jurídica, de número representativo de decisões proferidas pelos Tribunais norte-americanos tratando da disciplina dos CIC no setor imobiliário naquele país.

4. Modelo de pesquisa

De início, será avaliada amostragem representativa de decisões proferidas pela CVM no âmbito de pedidos de dispensa de registro de CIC hoteleiros a fim de (i) aferir os elementos chave de tais negócios que foram determinantes para que a CVM os caracterizasse como CIC e (ii) verificar se a CVM conferiu tratamento diferenciado em termos de exigências para aprovação dos pedidos de dispensa de registro em razão de particularidades dos negócios examinados.

Em paralelo, será avaliado como os aspectos indicados nos itens (i) e (ii) acima estão tratados na Instrução Normativa n.º 602 /2018 da CVM.

Como passo seguinte da pesquisa, o trabalho focará na experiência dos Estados Unidos da América sobre o tema. O ponto de partida do referido capítulo será a decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos da América no caso *SEC v. W. J. Howey Company*, 328 U.S. 293, (1946), que resultou na formulação do *Howey Test*, que fixou parâmetros para caracterização de contratos de investimento coletivo. Tais parâmetros foram amplamente utilizados no Brasil pela CVM como base para caracterização de contratos de investimento coletivo no setor imobiliário.

Ocorre que ao longo dos anos a casuística norte-americana refinou e sofisticou o paradigma estabelecido com o *Howey Test* em uma série de julgados proferidos por Cortes Estaduais daquele país. Como exemplo, podemos citar os casos (i) *Cameron v. Outdoor Resorts of Am., Inc.*, 608 F.2d 187, 192 (5th Cir. 1979); (ii) *Williamson v. Tucker*, 645 F.2d 404, 425 (5th Cir. 1981); (iii) *Hocking v. Dubois*, 885 F.2d 1449, 1460–62 (9th Cir. 1989); (iv) *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F.3d 81, 91 (2d Cir. 1994); e (v) *Salameh v. Tarsadia Hotel* 726 F.3d 1124 (9th Cir. 2013). Relevante mencionar que a Suprema Corte da Califórnia ao decidir o caso *Silver Hills*

Country Club v. Sobieski, 55 Cal.2d 811 estabeleceu padrão de análise alternativo ao *Howey Test*, o chamado *Risk Capital Test*.

O trabalho buscará, portanto, determinar se é possível atualizar os parâmetros do *Howey Test*. O recorte da análise será delimitado pelo exame de casos que envolvam contratos de investimento coletivo exclusivamente no setor imobiliário dos Estados Unidos.

O trabalho então retornará ao seu ponto de partida a fim de confrontar os parâmetros estabelecidos pela CVM com os da casuística norte-americana atualizada sobre o mesmo tema. A intenção desta parte do trabalho será fazer análise crítica das decisões e da Instrução Normativa n.º 602 /2018 da CVM a fim de se propor o aperfeiçoamento de seu padrão de análise de contratos de investimento coletivo à luz da casuística norte-americana, naquilo que for adequado ao contexto negocial e normativo brasileiro.

Ao lado disso, como particularidade do nosso país, uma parte dos empreendimentos no setor imobiliário brasileiro, incluindo os condo-hotéis, está sujeito ao regime da Lei n.º 4.591/64 que instituiu o regime de incorporação imobiliária. O trabalho buscará traçar os principais elementos de tal lei que disciplinam os CIC hoteleiros e avaliar se de alguma forma as garantias e proteções da Lei de Incorporação afastam ou qualificam a incidência da regulação dos CIC em relação aos condo-hotéis estruturados como incorporação imobiliária.

5. Quesitos

- i. Dentre os casos de condo-hotel examinados pela CVM até hoje quais foram os elementos contratuais / estruturais utilizados para caracterizá-los como contrato de investimento coletivo conforme Lei da CVM (e.g., *poll* obrigatório, *poll* opcional, administração do hotel por terceiros, etc.)?
- ii. Há diferenças estruturais relevantes entre tais casos que tenha justificado tratamento regulatório diferenciado entre os casos apreciados pela CVM e, em caso afirmativo, como foi modelada regulatoriamente tal diferenciação?
- iii. Como a legislação e jurisprudência dos EUA (inspiração do nosso conceito de CIC) caracterizam tal instituto?
- iv. De que maneira os elementos utilizados nos EUA poderiam servir de referencial para fixação / aperfeiçoamento de guia para caracterização de CIC no mercado imobiliário no Brasil?
- v. De que forma as garantias e proteções da Lei de Incorporação afastam ou qualificam a incidência da regulação dos CIC em relação aos condo-hotéis estruturados como incorporação imobiliária.
- vi. Há outras estruturas de negócio imobiliário ainda não examinadas pela CVM e que potencialmente poderiam ser consideradas CIC e, em caso positivo,

quais seriam seus elementos caracterizadores segundo parâmetros de análise aperfeiçoados com base na casuística norte americana?

6. Fontes de pesquisa e forma de acesso

Serão utilizados como fontes de pesquisa (i) legislação e regulação brasileira que disciplinam o mercado de capitais (*e.g.*, a Lei 6.385/76, a Instrução Normativa CVM n.º 400/2013, Instrução Normativa n.º 602/2018 da CVM) e a incorporação imobiliária e multipropriedade (*e.g.*, Lei n.º 4.591/64); (ii) decisões da CVM em pedidos de dispensa de registro de CIC hoteleiros e (iii) doutrina e jurisprudência dos Estados Unidos da América sobre contratos de investimento coletivo (vide lista prévia no item 7 abaixo).

Além disso, serão selecionados empreendimentos imobiliários estruturados pelo autor ou por terceiros que possam ser utilizados como referencial para caracterização e análise de projetos que podem ser considerados CIC.

O acesso ao material acima será feito por meio de pesquisa em fontes de repositório físico e digital no Brasil e no exterior. Os julgados da CVM serão levantados por meio de pesquisa no endereço eletrônico da referida autarquia na internet e por meio de solicitação de cópia dos processos administrativos, se necessário.

7. Bibliografia preliminar

A seguir listamos bibliografia e jurisprudência preliminar sobre o assunto:

- i. Ary Oswaldo Mattos Filho, *Direito dos Valores Mobiliários*, v. 1 tomo 2, Rio de Janeiro: FGV, 2015
- ii. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A nova Lei das Sociedades Anônimas*, São Paulo: Saraiva, 2002
- iii. Octavio Yazbek, *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*, 2ª ed, Rio de Janeiro: Elsevier, 2009
- iv. Gustavo Tepedino, *Multipropriedade Imobiliária*, São Paulo: Saraiva, 1993
- v. Doug Cornelius, *When is Real Estate a Security*, SEC. L. BLOG
- vi. Joshua G. Hamilton, *Future of Hotel-Condo Developments Post-Salameh*, law360 <https://www.law360.com/articles/515490/future-of-hotel-condo-developmentspost-salameh>
- vii. Alvin Robert Thorup, *Tic or Treat: How Tenant-in-Common Real Estate Sales Can Avoid the Reach of the Securities Laws*, 34 REAL EST. L.J. 422, 423 n.4 (2006)
- viii. Thomas Lee Hazen, *Treatise on The Law of Securities Regulation*
- ix. Yearsich, Pierce, & Budreika, *Securities Law Aspects of Partnerships, LLCs, and LLPs*, SR056 ALI-ABA 879, 881, 2010
- x. Timi A. Hallem & Jason T. Taketa, *Treatment of Condominium Hotels as Securities after Salameh*, 36 L.A. LAW. 11, 2014

