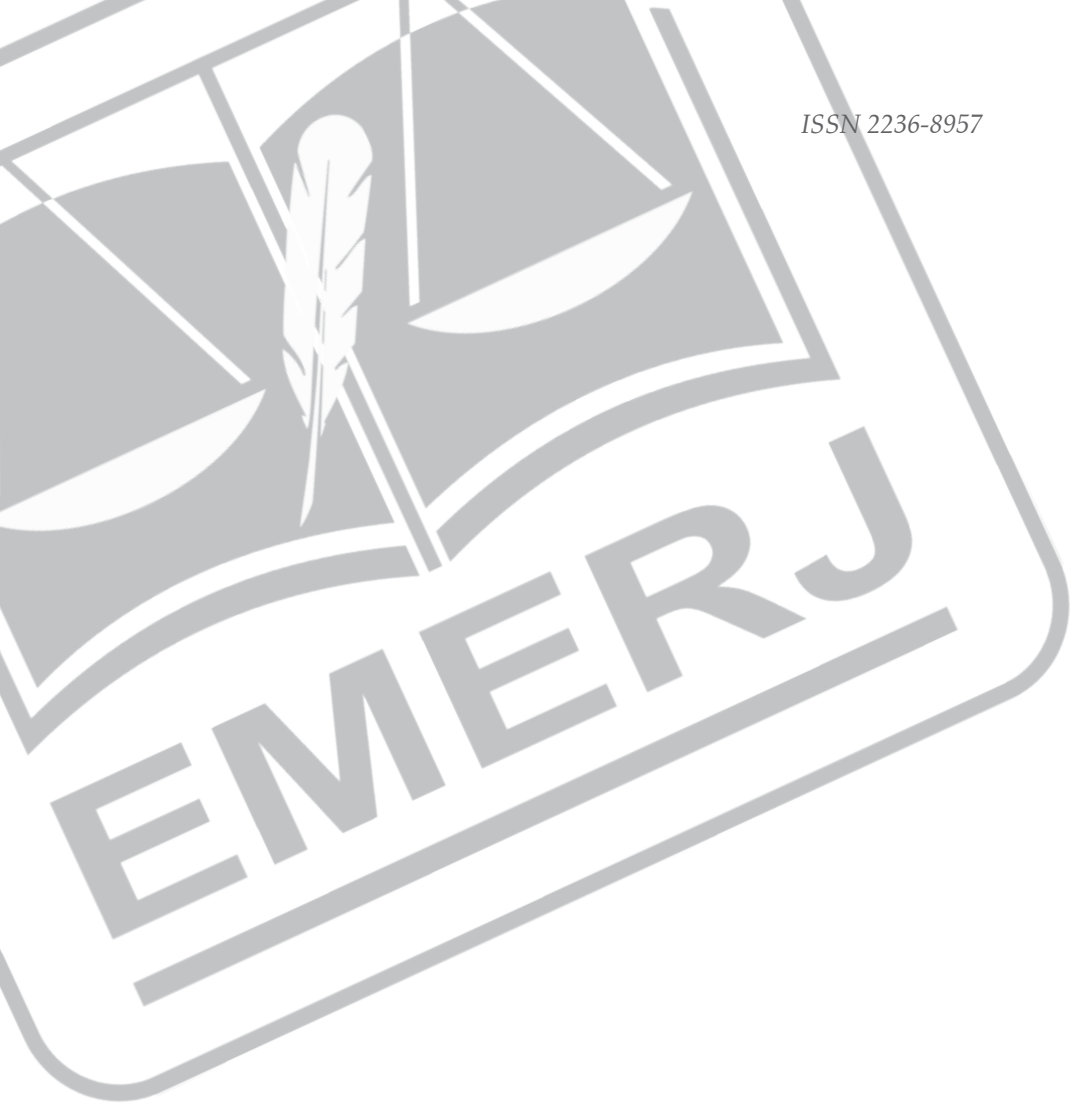


ISSN 2236-8957



# Revista da EMERJ

*Janeiro/Março*  
*V. 23 - n. 1 - Ano 2021*

*Rio de Janeiro*

# Condo-hotéis, Assimetrias Informacionais e o Papel da Comissão de Valores Mobiliários

**Marcelo Machado Costa Lima**

*Pós-doutorando em Direito Constitucional-Econômico pela Università degli Studi "G.DAnnunzio" Chieti-Pescara em cooperação interinstitucional com a Università di Roma Tor Vergata. Doutor (2016) e Mestre em Direito pela Universidade de Lisboa (2007). Graduado em Direito pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (1999). Graduado em História pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro (1990). Professor Permanente do Programa de Pós-Graduação em Direito (PPGD) da Universidade Estácio de Sá. É professor nos cursos de Direito da Universidade Estácio de Sá e do Ibmecc-RJ.*

**SUMÁRIO:** 1. Aspectos introdutórios; 2. Contornos estruturais do sistema financeiro nacional e o mercado de capitais; 3. A competência da CVM e os condo-hotéis como valores mobiliários; 4. A regulamentação da CVM para os condo-hotéis; 4.1. A Deliberação CVM nº 734/2015; 4.2. A Instrução CVM nº 602/2018; 5. As assimetrias informacionais e os condo-hotéis; 6. O direito de retratação assegurado pela CVM na aquisição de frações dos condo-hotéis e a garantia do ato jurídico perfeito; 7. O Código de Defesa do Consumidor e a oferta pública dos condo-hotéis; Conclusões; Referências bibliográficas.

**RESUMO:** Apesar de estarmos diante de valores mobiliários sujeitos a registro ou a dispensa perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), diversos "condo-hotéis" foram irregularmente oferecidos à coletividade sem a prévia análise da au-

tarquia. Além disso, as normas regulamentares a respeito dessa temática têm sido solenemente ignoradas, inclusive em relação ao direito de retratação assegurado aos adquirentes que adquiriram frações ideais de empreendimentos não registrados ou com registro não dispensado, ou mesmo vítimas de assimetria informacional, falha de mercado de singular gravidade. O objetivo de nossas breves reflexões é contribuir para a compreensão dos contornos estruturais dos condo-hotéis, das normas da CVM que disciplinam a sua oferta pública e dos direitos dos adquirentes. O presente artigo é fruto de investigação que pode ser classificada, quanto à finalidade, como pesquisa aplicada; quanto aos objetivos, tem pretensões exploratória e explicativa; quanto à abordagem, trata-se de pesquisa qualitativa; quanto aos procedimentos referentes à coleta de dados, foram realizadas pesquisas bibliográfica e documental (jurisprudenciais e legislativas).

**ABSTRACT:** Although we are dealing with financial values subjected to registration or waiver before the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), several Brazilian “condo-hotels” were irregularly offered to the community without the prior analysis of the Commission. In addition, the regulatory norms regarding this issue have been solemnly ignored, including in relation to the right of withdrawal assured to purchasers who have acquired ideal fractions of unregistered ventures, or even victims of information asymmetry, market failure of singular gravity. The purpose of our brief reflections is to contribute to the understanding of the structural contours of condo-hotels, the CVM rules that govern their public offer and the rights of purchasers. This article is the result of investigation that can be classified, as to the purpose, as applied research; as for the objectives, it has exploratory and explanatory claims; as for the approach, it is a qualitative research; as for the procedures related to data collection, bibliographic and documentary research (jurisprudential and legislative) were carried out.

**PALAVRAS-CHAVES:** *disclosure*; falhas de mercado; informação; nulidade; e anulabilidade.

**KEYWORDS:** disclosure; market failures; information; nullity; and annulability.

## INTRODUÇÃO

Os condo-hotéis foram largamente disseminados no território nacional a partir do final da primeira década do século XXI. Trata-se de forma de captação de recursos junto à coletividade, de modo a viabilizar a construção de hotéis e a aumentar o número de unidades disponíveis. Essa medida foi adotada com o objetivo de suprir a carência de vagas hoteleiras, o que se mostrava preocupante em razão dos grandes eventos que seriam realizados no período, com destaque para a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016.

Esses empreendimentos, em sua expressão mais simples, são realizados por um construtor ou incorporador, que realiza a oferta pública do hotel ainda na planta, sob o compromisso de que ele será explorado por determinada bandeira, cujo reconhecimento no mercado tende a influenciar no número de adquirentes.

Entre os diversos modelos existentes, o mais comum é aquele no qual os adquirentes obtêm uma fração ideal da integralidade do terreno e do empreendimento. Com isso, passam a integrar, *ipso iure*, uma sociedade em conta de participação que irá assegurar a partilha dos resultados do empreendimento, quer positivos, com a distribuição de lucros, quer negativos, com a necessidade de aportes para fazer face aos prejuízos verificados.

Os adquirentes, por não serem donos de uma unidade em particular do hotel, detendo apenas uma fração da totalidade do empreendimento, não exercem o *ius utendi et fruendi*, típicos do direito de propriedade, tal qual consagrados no art. 1.228 do Código Civil. Assim ocorre por não terem a posse. Não podem usar as unidades como se donos fossem ou permitir que terceiros o façam, já que todas devem integrar o *pool* hoteleiro, a ser administrado por uma bandeira específica. O que têm, em verdade, é o direito de participação nos resultados do empreendimento, sendo-lhes ainda assegurado o *ius abutendi*, vale dizer, o direito de alienar a fração a terceiros.

Esse quadro não sofre alterações substanciais mesmo no modelo em que cada unidade do hotel seja alienada *de per si*.

Apesar de o adquirente ser proprietário de uma unidade em particular e condômino das áreas comuns, não titular de uma fração ideal, continua sem poder utilizar a sua unidade, que deve ser necessariamente administrada pelo hoteleiro, o que é da essência dos condo-hotéis. Nesse modelo, o custo de manutenção da unidade pode vir a ser suportado pelo respectivo proprietário, o qual será eventualmente afastado dos lucros do empreendimento caso a unidade, por falta de condições de uso, seja momentaneamente retirada do *pool*.

Os condo-hotéis não se confundem com figuras afins, a exemplo dos apart-hotéis e dos fundos de investimento imobiliário. Nos apart-hotéis, ocorre a aquisição de uma unidade imobiliária em particular, sendo dado ao seu proprietário utilizá-la, permitir que terceiro o faça ou inseri-la no *pool* de locação, devendo ainda arcar com a sua cota de condomínio, considerando a existência de áreas comuns. A capacidade de autogestão assegurada ao proprietário reflete distinção substancial em relação aos condo-hotéis.

Nos fundos de investimento imobiliário, por sua vez, uma instituição financeira administra recursos de terceiros, os quais adquirem cotas desses fundos, que os aplicarão em ativos de natureza imobiliária, a exemplo de imóveis em geral, *shopping centers*, hotéis, títulos que ofereçam imóveis em garantia etc. A rentabilidade desses fundos decorre do direcionamento dado aos recursos, com destaque para o recebimento de aluguéis e o lucro auferido com a alienação de imóveis por valor superior ao da aquisição. Na medida em que a participação nos fundos de investimento imobiliário não vincula o cotista a uma unidade imobiliária em particular, quer concebida em sua individualidade, quer sob o prisma de sua divisão em frações ideais, tem-se uma distinção substancial em relação aos condo-hotéis. O proprietário dos imóveis, quando for o caso, será o fundo, não o seu cotista, que somente possui direitos em relação à participação nos resultados.

A partir dessa visão propedêutica sobre os contornos estruturais dos condo-hotéis e os direitos que possuem os adquirentes de frações ideais do empreendimento, passaremos à análise de

aspectos específicos subjacentes às relações jurídicas estabelecidas. Esses aspectos serão perquiridos à luz da ordem econômico-financeira, na qual os condo-hotéis podem ser vistos como *cases* de indiscutível relevância para o pesquisador. Afinal, ensejam reflexões sobre as assimetrias informacionais, falhas de mercado cuja lesividade ainda não foi compreendida em toda a sua intensidade por muitos operadores do direito, e sobre o papel a ser desempenhado pelo Estado enquanto agente regulador e fiscal necessário das rupturas sistêmicas verificadas nas relações estabelecidas em um regime de livre iniciativa como o nosso (Cf. AGUILLAR, 2016, p. 235 e ss.).

Com o referido objetivo, analisaremos, em primeiro lugar, as consequências do enquadramento dos condo-hotéis sob a epígrafe dos contratos de investimento coletivo e o papel desempenhado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) à luz da Lei nº 6.385/1976. A partir daí, avançaremos na identificação dos efeitos da oferta pública desses empreendimentos com inobservância das normas legais e regulamentares, com destaque para as fraturas informacionais que têm causado imensos prejuízos aos adquirentes de frações desses empreendimentos.

Esse último aspecto, aliás, será visto à luz do papel a ser desempenhado pelo Poder Judiciário, considerando a cláusula de irretratabilidade normalmente inserida pelos incorporadores nos contratos de adesão e a garantia constitucional do ato jurídico perfeito. Além disso, incursionaremos nas razões que têm embasado a tese de que a oferta pública das frações ideais do empreendimento e a sua correlata aquisição pelos investidores não seriam alcançadas pelo Código de Defesa do Consumidor.

Para o desenvolvimento do presente artigo, resultado de pesquisa aplicada que possui objetivos exploratórios e explicativos, foi adotada abordagem qualitativa. Para a coleta de dados que sustenta as conclusões apresentadas, foram utilizados os procedimentos de pesquisa bibliográfica e documental, sendo nesse último caso fundamentalmente aquelas relacionadas aos âmbitos jurisprudencial e legislativo.

## 1 CONTORNOS ESTRUTURAIS DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL E O MERCADO DE CAPITAIS

Um dos aspectos mais relevantes da ordem econômico-financeira é o sistema financeiro nacional, previsto no art. 192 da Constituição de 1988, preceito cuja amplitude foi sensivelmente comprimida com as alterações promovidas pela Emenda Constitucional nº 40/2003.

O art. 192, em sua redação original, foi objeto de amplas polêmicas em razão do teor do seu § 3º, que limitava a taxa de juros a 12% ao ano, comando ontologicamente incompatível com o referencial de livre iniciativa, por mais compromissória que seja a nossa ordem constitucional. Ao interpretar o preceito, entendeu o Supremo Tribunal Federal (BRASIL, Supremo Tribunal Federal, 1991) não ser possível visualizá-lo como uma espécie de “ilha”, indiferente aos demais aspectos afetos ao sistema no qual estava integrado. Daí o reconhecimento de sua natureza programática, acrescentando-se que todo o sistema financeiro deveria ser disciplinado em uma única lei complementar. Esse diploma normativo não chegou a ser editado, o que era previsível, considerando o potencial lesivo da medida para o fluxo de capitais, principalmente para aqueles oriundos do exterior, o que tornou inevitável a reforma constitucional de 2003.

O sistema financeiro nacional, de acordo com as diretrizes estabelecidas na atual redação do art. 192, é estruturado, em todas as partes que o compõem, para a realização de dois fins específicos: promover o desenvolvimento equilibrado do país, no que se ajusta aos objetivos fundamentais do Estado brasileiro (art. 3º, II e III), e servir aos interesses da coletividade, no que se aproxima de outro objetivo de singular relevância, a promoção do bem de todos (art. 3º, IV). Diversamente ao que se verificava na redação original desse preceito, o sistema não mais será estruturado em uma única lei complementar, mas em uma pluralidade de leis complementares, previsão mais que salutar ao constatarem as diversas nuances que apresenta.

Mas o que seria o sistema financeiro nacional? De modo simples e objetivo, é assim considerado o conjunto de estruturas estatais que o disciplinam e de operadores privados que atuam nos mercados monetário, de capitais, de crédito e cambial, mercados esses que integram o conceito mais amplo de mercado financeiro, tornando possível o fluxo de capitais. A funcionalidade básica do mercado financeiro, que engloba o médio e o longo prazo (Cf. SANTOS, GONÇALVES e MARQUES, 2016, p. 429), é a de viabilizar as atividades de financiamento e de distribuição de risco, estabelecendo as condições necessárias para o diálogo e a interação entre agentes superavitários e deficitários (Cf. BENSOUSSAN e GOUVÊA, 2019, p. 423).

A regulamentação estatal dessas atividades baseia-se em um “*modelo de vigilância*”, que se desenvolve em distintas faixas de controle, estruturadas conforme o “*o nível potencial de risco implícito na atividade exercida pelos diversos operadores*” (PELLEGRINI e TROISI, 2016, p. 387). A concepção de “*vigilância*” reflete um controle publicístico que ocupa o segundo nível, enquanto o primeiro nível é da alçada da autorregulação, que nem sempre é suficiente para evitar o surgimento das falhas de mercado (Cf. SEPE, 2016, p. 483).

No plano infraconstitucional, merecem destaque, na sua estruturação, as Leis nº 4.595/1964 e 6.385/1976, que dispõem, respectivamente, sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias, e sobre o mercado de valores mobiliários, tendo sido recepcionadas com o *status* de lei complementar naquilo que se relaciona à estrutura do sistema. De acordo com esses diplomas normativos, o sistema financeiro nacional foi subdividido em dois subsistemas, o de supervisão e o operativo.

O subsistema de supervisão é integrado (I) pelo Conselho Monetário Nacional, que delinea a política monetária e de crédito; (II) pelo Banco Central, responsável pela execução da política monetária, pela supervisão do sistema e pela emissão de moeda; e (III) pela CVM, responsável pela disciplina e fiscalização do mercado mobiliário.



O subsistema operativo é conduzido por diversas pessoas jurídicas de direito privado. É o caso das (I') instituições financeiras bancárias, que estão autorizadas a criar moeda escritural, sendo divididas em bancos comerciais, bancos múltiplos e cooperativas de crédito; (II') das instituições financeiras não bancárias, que não podem captar depósitos à vista, absorvendo os bancos de desenvolvimento, os bancos de investimento, as sociedades de arrendamento mercantil etc.; e (III') das instituições que atuam na distribuição e na oferta de títulos e valores mobiliários, a exemplo das bolsas de mercadorias e futuros e das pessoas jurídicas que atuam na área de consórcios e seguros privados.

A CVM, portanto, integra o subsistema de supervisão do sistema financeiro nacional, sendo responsável pela disciplina e pela fiscalização do mercado de capitais. Já as instituições que atuam na distribuição e oferta de títulos e valores mobiliários integram o subsistema operativo.

## 2 A COMPETÊNCIA DA CVM E OS CONDO-HOTÉIS

A CVM é uma autarquia de regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, que foi criada pelo art. 5º da Lei nº 6.385/1976. A forma como foi estruturada buscou blindá-la de influências exógenas, de modo a assegurar o livre exercício de suas relevantes atividades. Não é por outra razão que a vinculação ao referido Ministério não apresenta qualquer correlação com subordinação hierárquica; seus dirigentes são nomeados para mandato fixo de cinco anos, não podendo ser exonados *ad libitum* da autoridade nomeante (*rectius*: o Presidente da República, após aprovação pelo Senado Federal), sendo ainda vedada a recondução. Vale ressaltar que ainda lhe foi atribuída autonomia financeira e orçamentária, com o que se busca evitar que o estrangulamento financeiro possa gerar reflexos em sua atuação. Aliás, sobre a necessidade de que a regulação dos mercados se dê por meio de autoridades independentes, há manifestação nessa direção de importante doutrina (BANI e MONTEDORO, 2016, p. 243 e ss.).

As atribuições da CVM estão descritas na Lei nº 6.385/976, assumindo contornos de regulamentação, administração, fiscalização e proposição em relação às atividades alcançadas pela disciplina traçada no referido diploma normativo, com destaque para a “*emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado*” (art. 1º, I). No que diz respeito aos valores mobiliários sujeitos à disciplina legal, será observado o rol do art. 2º, com a redação dada pela Lei nº 10.303/2001.

I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; 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.

Como se constata, o inciso IX do referido art. 2º consubstancia uma norma de fechamento de considerável amplitude, alcançando, à perfeição, a figura dos condo-hotéis. Assim ocorre porque há uma oferta pública do empreendimento, de modo a captar recursos junto à coletividade, o que conferirá aos adquirentes das frações ideais ou das unidades o direito de participar do resultado dos serviços de hotelaria a serem oferecidos pela bandeira hoteleira contratada. Trata-se de contrato de investimento coletivo, na medida em que todos os adquirentes passam a participar conjuntamente do empreendimento, na proporção do respectivo investimento, tendo os seus interesses geridos pela sociedade em conta de participação que passaram a integrar, a qual atuará como fator de ligação entre os investidores e a bandeira responsável por gerir o hotel.

Ao se enquadrarem no conceito de valor mobiliário descrito no inciso IX do art. 2º, os condo-hotéis passam a estar sujeitos ao disposto no § 3º, com destaque para o seu inciso IV, que autoriza a CVM a *“estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões”*.

Nos termos do art. 16 da Lei nº 6.385/1976:

Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: I – distribuição de emissão no mercado (art. 15, I)”. Este último preceito, por sua vez, dispõe que “o sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subcrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado.

Como se percebe, os construtores ou incorporadores que pretendem lançar os condo-hotéis, ofertando no mercado os respectivos valores mobiliários, somente podem fazê-lo após autorização da CVM.

A atuação da CVM no processo de emissão dos valores mobiliários ainda é objeto de maior detalhamento no art. 18 da Lei nº 6.385/1976. De acordo com o inciso I desse preceito, a CVM deve editar normas gerais sobre:

a) condições para obter autorização ou registro necessário ao exercício das atividades indicadas no art. 16, e respectivos procedimentos administrativos; b) requisitos de idoneidade, habilitação técnica e capacidade financeira a que deverão satisfazer os administradores de sociedades e demais pessoas que atuem no mercado de valores mobiliários.

Portanto, tanto as condições para a obtenção de autorização ou registro como os requisitos a serem preenchidos pelo emissor devem ser definidos pela CVM. Aliás, acrescenta-se que como desdobramento da exigência anterior, dispôs o *caput* do art. 19 da Lei nº 6.368/1976 que:

*“nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”. O § 1º desse preceito acresceu que “são atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os praticarem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas”.*

A emissão pública, nos termos dos §§ 3º e 4º do art. 19, somente pode ser colocada no mercado por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários a que se refere o art. 15, sendo considerada como tal aquela em que há utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação. A oferta pública é invariavelmente a técnica utilizada pelo construtor ou incorporador para a oferta das frações ideais dos condo-hotéis.

A CVM, de acordo com o § 5º do art. 19, tem competência para expedir normas definindo outras situações que configurem emissão pública para fins de registro, assim como os casos em que possa ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor. A dispensa de registro tende a ocorrer nas situações em que, conforme o juízo de valor da CVM, a só observância das normas regulamentares seja suficiente ao atendimento dos interesses dos investidores, conferindo-lhes as informações necessárias à avaliação dos riscos existentes.

Além disso, a CVM, ainda de acordo com o referido § 5º do art. 19, deve fixar o procedimento de registro e especificar as informações que instruirão o pedido. Com isso, será possível a negociação dos valores mobiliários representativos dos condo-hotéis por parte do construtor ou incorporador, que passa a integrar o denominado “mercado de balcão não organizado”. Esse último se distingue da bolsa de valores, marcada pela rigidez das regras de estruturação e atuação e pela necessidade de registro

das operações, também não se confundindo com o mercado de balcão organizado, no qual o rigor é inferior ao da bolsa, mas as operações precisam ser registradas.

Vale lembrar que, nos termos do art. 22, é considerada companhia aberta aquela cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão. Apesar disso, o § 2º do art. 2º equiparou a essas companhias os emissores de todos os valores mobiliários referidos nesse preceito, incluindo os contratos de investimento coletivo dos condo-hotéis (art. 2º, IX), o que permite concluir que o respectivo construtor ou incorporador está enquadrado na equiparação.

### 3 A REGULAMENTAÇÃO DA CVM PARA OS CONDO-HOTÉIS

Com a promulgação da Lei nº 10.303/2001, que promoveu amplas alterações na concepção de valores mobiliários até então adotada pelo art. 2º da Lei nº 6.385/1976, alcançando igualmente os contratos de investimento coletivo que caracterizam os condo-hotéis, era necessário que a CVM veiculasse as normas regulamentares necessárias ao seu cumprimento.

Foi o que ocorreu com a edição da Instrução CVM nº 400/2003. O seu objetivo, verdadeira síntese da *ratio essendi* da regulação estatal nessa seara, foi declinado em seu art. 1º. De acordo com esse preceito, o fim da instrução é o de “assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral”. Nesses termos, complementa o referido dispositivo que isso se dará por intermédio “do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas”.

Vê-se, assim, que evitar a assimetria informacional é o ponto nodal da regulação estatal no mercado de capitais. É justamente esse tratamento equitativo, com pleno e irrestrito acesso às informações relevantes por todos os *players* do mercado, que

permitirá o seu regular desenvolvimento e evitará que a coletividade seja lesada por operadores inescrupulosos.

A simetria informacional não se identifica com fatores subjetivos afetos à capacidade de discernimento dos investidores em geral. Trata-se de requisito objetivo, a ser cumprido considerando a natureza dos valores mobiliários oferecidos ao público e as distintas variáveis de ordem circunstancial presentes quando da sua emissão. Esses requisitos objetivos, para que se tornem transparentes, como exigido pela norma regulamentar, e cumpram a sua função informacional, devem ser organizados e apresentados de modo compreensível ao *homo medius*, que normalmente não é um profissional experimentado do setor financeiro.

Se o art. 2º condicionou a oferta pública de distribuição dos valores mobiliários, qualquer que seja o destinatário, ao prévio registro na CVM, o art. 3º, por sua vez, detalhou de modo pormenorizado a distribuição pública (*v.g.*: anúncios destinados ao público, procura de adquirentes indeterminados, publicidade nos meios de comunicação de massa etc.).

O art. 4º permitiu que fosse dispensado o registro ou alguns dos requisitos exigidos com o comando de que, *“considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos previstos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos”*. Para tanto, a CVM deveria considerar o valor unitário da oferta; o seu plano de distribuição; o fato de se estender por mais de uma jurisdição ou não; as características da oferta de permuta; o público destinatário, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; e, principalmente, o fato de *“ser dirigida a investidores qualificados”*.

A exigência, para a dispensa do registro, de que a oferta é direcionada a investidores qualificados, explica a razão de ser do § 4º do art. 4º. De acordo com os incisos I e II desse preceito, deverá ser observado o abaixo informado:

I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:

a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;

b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e

c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso;

II - todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição, ou no termo de adesão e ciência de risco, no caso de oferta de cotas de emissão de fundos de investimento.

A declaração a que se refere o §4º do art. 4º abrange o preenchimento de requisitos objetivos e subjetivos por parte do adquirente: entre os primeiros, está o conhecimento de todas as informações necessárias e suficientes à avaliação dos riscos existentes; entre os últimos, a autodeclaração do adquirente de que tem conhecimento e experiência em finanças e negócios. Exigências dessa natureza, por certo, não se compatibilizam com fórmulas telegráficas, no sentido de que o “empreendimento oferece riscos”. É necessário um *plus*. A autodeclaração, ademais, não tem o efeito de tornar a má-fé do ofertante dos valores mobiliários um indiferente jurídico, o qual não pode se omitir na colheita das informações necessárias e em sua ampla e irrestrita disponibilização ao público, de modo a atender ao requisito da transparência preconizado pelo art. 1º.

Outro comando da Instrução CVM nº 400/2003 a ser considerado, além dos aspectos procedimentais que permeiam todo o texto, é o art. 32 que trata do estudo de viabilidade. De acordo com esse preceito, o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira quando: “I - a oferta tenha por objeto a constituição da emissora; II - a emissora esteja em fase pré-operacional; ou III - os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora”. Ao lembrarmos que o lançamento de condo-hotéis somente se intensificou a partir do fim da primeira década do século XX, atraindo os olhares de construtores e incorporadores que vislumbravam uma possibilidade de ganhos elevados, ainda que já fosse possível antecipar a derrocada do modelo a curto prazo, é inevitável a conclusão de que grande parte desses operadores serão enquadrados no inciso III do art. 32.

O art. 38, por sua vez, dispõe sobre um documento obrigatório nas ofertas públicas de que trata a Instrução CVM nº 400/2003. Trata-se do prospecto, que deve conter informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento. Infelizmente, o prospecto, na visão distorcida de diversos construtores e incorporadores, terminou por ser utilizado como um instrumento de convencimento coletivo, não de informação, e muito menos de transparência. Esse tipo de embuste, à evidência, não se confunde com o prospecto exigido pela CVM.

O prospecto, nos termos do art. 40, deve observar o conteúdo mínimo referido no Anexo III da Instrução CVM nº 400/2003, sem prejuízo de outros conteúdos que venham a ser exigidos em norma própria, “conforme as características da operação, em razão do tipo de valor mobiliário ofertado ou do público investidor”.

A relevância do prospecto é tamanha, que, mesmo após a obtenção do registro, caso se verifique qualquer imprecisão ou mudança significativa das informações já divulgadas, ou mesmo fato novo ou anterior não considerado, deverá ser suspensa a



distribuição dos valores mobiliários até que se proceda à divulgação ao público da complementação do prospecto e dessa nova informação. É o que dispõe o art. 41. O prospecto definitivo deve estar disponível ao investidor na data de início da distribuição, nos termos do art. 42.

O art. 48 estabelece as normas de conduta para a emissora, o ofertante e as instituições intermediárias, merecendo destaque aquela referida no inciso V, segundo o qual, *“a partir do momento em que a oferta se torne pública, ao divulgar informação relacionada à emissora ou à oferta”,* devem *“a) observar os princípios relativos à qualidade, transparência e igualdade de acesso à informação; e b) esclarecer as suas ligações com a emissora ou o seu interesse na oferta, nas suas manifestações em assuntos que envolvam a oferta, a emissora ou os valores mobiliários”*. Devem, igualmente, nos termos do art. 49, *“assegurar a precisão e conformidade de toda e qualquer informação fornecida a quaisquer investidores, seja qual for o meio utilizado, com as informações contidas no prospecto, devendo encaminhar tais documentos e informações à CVM, na forma do art. 50”*. O descumprimento desses deveres, de acordo com o art. 59, VII, configurará a infração grave a que se refere o § 3º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, acarretando a aplicação da multa cominada no § 1º desse preceito.

Em razão da necessidade de se estabelecer uma simetria informacional e assegurar a transparência do empreendimento, de modo a evitar que os investidores realizem juízos de valor equivocados, dispõe o art. 50 que *“a utilização de qualquer texto publicitário para oferta, anúncio ou promoção da distribuição, por qualquer forma ou meio veiculados, inclusive audiovisual, dependerá de prévia aprovação da CVM e somente poderá ser feita após a apresentação do Prospecto Preliminar à CVM”*. Para que o material publicitário possa ser utilizado antes da apresentação do prospecto preliminar, é necessário que se destine à campanha educativa do público alvo, em distribuições a investidores não familiarizados com o mercado de valores mobiliários, e que seja aprovado, de modo expresso ou tácito, pela CVM.

O art. 56 dispõe que *“o ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas*

*por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição*". Trata-se de comando mais que justificável, pois aquele que detém a informação deve ser responsável pela sua higidez. A exigência de que a informação tenha consistência e qualidade evidencia que o construtor ou incorporador, no caso dos condo-hotéis, não se eximirá do seu *munus* com a disponibilização de "qualquer informação". A não ser assim, a má-fé em não colher informações de qualidade poderia ser facilmente encoberta pela simples ausência da informação.

Além do lançamento de condo-hotéis que simplesmente ignoravam a normatização existente, ampliou-se consideravelmente o quantitativo de ofertas públicas de condo-hotéis que vinham sendo dispensadas de registro pela CVM, desde, como se disse, que não comprometessem os interesses (particularmente informacionais e de assunção de risco) dos investidores. Esse estado de coisas levou à edição da Deliberação CVM nº 734, de 13 de março de 2015, na qual foi concedida a dispensa "*em ofertas públicas de distribuição de contratos de investimento coletivo no âmbito de projetos imobiliários vinculados à participação em resultados de empreendimento hoteleiro, nas hipóteses que especifica*". Trata-se do primeiro ato regulamentar editado pela CVM direcionado especificamente aos contratos de investimento coletivo hoteleiro.

### 3.1 A DELIBERAÇÃO CVM Nº 734/2015

A Deliberação CVM nº 734/2015 outorgou competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para dispensar o registro dos condo-hotéis (item II) e definiu os valores dos empreendimentos que podem ser objeto de dispensa (item III). Além disso, fixou, no item IV, os documentos a serem apresentados nos pedidos de dispensa: (a) prospecto resumido da oferta, contendo, ao menos, as informações previstas no Anexo II; (b) estudo de viabilidade econômica do empreendimento hoteleiro; (c) modelo de declaração do investidor elaborado de acordo com o Anexo I, na qual é realçado o disposto nos incisos I e II do art. 4º da Instrução CVM nº 400/2003, sintetizados no

binômio *acesso à informação x plena aptidão do adquirente em compreendê-la*; (d) modelo de todos os instrumentos contratuais que compõem o negócio; (e) declaração assinada por dirigentes da incorporadora ou construtora no sentido de que as informações fornecidas ao público investidor são verdadeiras, consistentes, completas e suficientes, sendo que esse último aspecto bem ressalta a afronta à *ratio* da norma na conduta de oferecer ao público *alguma* ou *qualquer* informação, ao invés de *toda* a informação necessária; e (f) a certidão de ônus reais do imóvel.

O item IV, em sua alínea *c*, ainda estabelece um requisito indispensável ao deferimento da dispensa: trata-se da concessão do “*direito de retratação*”, que será aplicável nos termos do item I, *c*, da Deliberação [rectius: “*possibilidade de o investidor revogar a sua decisão de adquirir o CIC (“conjunto de instrumentos contratuais ofertados publicamente no âmbito do empreendimento hoteleiro”)* distribuído sem o registro de que trata a Instrução CVM nº 400, de 2003, ou sem a concessão de dispensa nos termos desta Deliberação”]. Pela sua relevância, o direito de retratação será analisado em separado no tópico 6.

O item V ainda exige que, enquanto a oferta estiver em curso, os ofertantes ponham à disposição do público, em página da rede mundial de computadores, os documentos referidos no item IV, que devem instruir o pedido de dispensa do registro. Construtores e incorporadores de má-fé podem vir a disponibilizar esses documentos após o quase exaurimento da oferta pública, com o só objetivo de ludibriar a fiscalização da CVM, o que exige cuidado redobrado da autarquia. Os ofertantes devem ainda obter dos adquirentes, por escrito, a declaração de que trata o Anexo I, cuja ausência irá macular a oferta realizada e a manifestação de vontade emitida.

O item V exige ainda que o material publicitário contenha o endereço preciso das páginas da *web* nas quais as informações úteis estão disponíveis, advirta os investidores dos riscos do investimento e, na hipótese de projeção de rentabilidade, explicita, “*com destaque, que a referida projeção não representa e nem deve ser considerada, sob qualquer hipótese, como promessa, garantia ou sugestão de rentabilidade*”. Além disso, deve conter, em todas as suas páginas, a frase:

*A presente oferta foi dispensada de registro pela CVM. A CVM não garante a veracidade das informações prestadas pelo ofertante nem julga a sua qualidade ou a dos valores mobiliários ofertados. Antes de aceitar a oferta, leia com atenção o estudo de viabilidade e o prospecto resumido, em especial a seção fatores de risco disponíveis no site xxx.xxxxxxx.com.br.*

Caso sejam direcionados ao público materiais publicitários que não atendam a esses requisitos, ter-se-á uma elevada possibilidade de que os adquirentes incorram em erro ao externarem a sua vontade. Aliás, a depender dos contornos do material publicitário, ter-se-á a caracterização do próprio dolo do construtor ou incorporador.

### 3.2. A INSTRUÇÃO CVM Nº 602/2018

Em 27 de agosto de 2018, a Comissão aprovou a Instrução CVM nº 602, diploma regulamentar que passou a dispor “sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro”. Como veremos, esse diploma irá coexistir com a Deliberação CVM nº 734/2015 em relação aos empreendimentos cuja oferta pública já foi iniciada.

O art. 6º da Instrução CVM nº 602/2018 dispôs sobre os documentos e informações que devem ser apresentados no pedido de registro, pouco inovando em relação à sistemática então vigente. O art. 7º fixou o prazo de 20 (vinte) dias para que a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários se manifeste sobre o pedido de registro, findo o qual o deferimento será automático. O art. 15 impôs ao ofertante o dever de fiscalizar a atividade dos corretores de imóveis, o que já estava ínsito na relação proponente-preposto.

O art. 18, por seu turno, dispõe que as informações divulgadas durante a oferta devem ser “verdadeiras, completas, consistentes e não podem induzir o investidor a erro”, devendo ainda ser úteis à avaliação do empreendimento hoteleiro e aos riscos do investimento. O art. 19 dispõe que o estudo de viabilidade deve ressaltar que as projeções nele contidas “não representam nem devem ser consideradas, em qualquer hipótese, como promessa, garantia ou sugestão de rentabilidade”.

Os arts. 20 a 22 preservaram os balizamentos do material publicitário, inclusive exigindo a sua divulgação na *internet*, mas a sua utilização não depende de prévia aprovação da Superintendência de Registro de Valores imobiliários, embora seja facultado ao ofertante apresentá-lo. O art. 25, parágrafo único, assegura o direito de retratação exclusivamente aos investidores que aceitarem a oferta durante o período em que tenha sido divulgado o material publicitário irregular, cessando esse direito no momento de sua retificação. O art. 26 assegura a restituição integral dos valores pagos pelos investidores que exerceram o direito de retratação.

A grande inovação da Instrução CVM nº 602/2018 foi o detalhamento dos requisitos a serem preenchidos para a dispensa automática do registro de distribuição dos valores mobiliários afetos aos empreendimentos hoteleiros. Para tanto, o art. 28 exige, entre outros requisitos, que (a) cada adquirente das frações ideais não adquira mais de 10 (dez) unidades; (b) a oferta pública seja realizada após a auditoria anual da sociedade operadora (*rectius*: bandeira) que irá explorar o empreendimento; (c) sejam alienadas mais de 10 (dez) unidades autônomas no mesmo ano-calendário; e (d) o material publicitário contenha o aviso que se reproduz abaixo:

*“A presente oferta de contrato de investimento coletivo hoteleiro foi dispensada de registro pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM. A CVM não analisa previamente tais ofertas. A CVM não garante a veracidade das informações prestadas pelo Ofertante nem julga a sua qualidade ou a dos contratos de investimento coletivo hoteleiro ofertados. A presente oferta trata de investimento em valores mobiliários, e não apenas da aquisição de imóvel. Antes de aceitar uma oferta, leia com atenção o Prospecto, em especial a seção Fatores de Risco, e o Estudo de Viabilidade Econômica e Financeira do empreendimento hoteleiro”.*

Os arts. 29 a 32 também trazem relevante inovação. Em primeiro lugar, dispensam do registro de emissor de valores mobiliários *“a sociedade operadora de empreendimento hoteleiro que for exclusivamente emissora de CIC hoteleiro nos termos desta Instrução”*.

Além disso, exigem a publicação das demonstrações financeiras do empreendimento, bem como que sejam objeto de análise por auditor independente, temática na qual não incursionava a Deliberação nº 734/2015.

Apesar de o art. 39 ter revogado a Deliberação CVM nº 734/2015, o *caput* do art. 41 ressaltou que,

“em relação às ofertas que na data de publicação desta Instrução já tenham sido dispensadas de registro, os ofertantes podem, alternativamente, continuar a observar as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003, e da Deliberação CVM nº 734, de 2015, ou seguir o regime estabelecido na presente Instrução, inclusive no que diz respeito ao conteúdo e à atualização do prospecto e do estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento”.

Como se percebe, a observância da nova disciplina por parte dos ofertantes que já tenham tido o registro dispensado com base na sistemática anterior é uma faculdade, não uma obrigação, o que se mostra de todo correto para fins de preservação da segurança jurídica. O § 1º do art. 40 ressalta que a opção a que se refere o *caput* deve ser realizada em até 60 (sessenta) dias úteis da entrada em vigor da Instrução nº 602/2018. O § 2º do art. 40, por sua vez, acresce que, *“terminado o prazo previsto no § 1º sem manifestação dos ofertantes, as ofertas continuam a reger-se pelas disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003, e da Deliberação CVM nº 734, de 2015”*.

Por fim, ressalte-se, o § 6º do art. 40 dispõe que, *“ainda que tenham optado por seguir as disposições da Instrução CVM nº 400, de 2003, e da Deliberação CVM nº 734, de 2015, os ofertantes devem observar o prazo de duração da oferta previsto no art. 17, contado a partir da data de entrada em vigor desta Instrução, bem como divulgar anúncio de encerramento de oferta na forma prevista no Anexo 6-X, observado, nesse tocante, o disposto no § 4º deste artigo”*.

A partir dessa sintética visão das normas estabelecidas pela CVM para os condo-hotéis, direcionaremos nossa atenção para três pontos fundamentais para a presente análise: a) a potencial

lesividade das assimetrias informacionais; b) a existência ou não de conflito entre o direito de retratação assegurado pela CVM e a garantia do ato jurídico perfeito; e, por último, c) a incidência ou não das normas protetivas do Código de Defesa do Consumidor na oferta pública das frações ideais dos condo-hotéis.

#### 4 AS ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS E OS CONDO-HOTÉIS

No mercado financeiro, é bem conhecida a concepção de *disclosure*, que significa, em vernáculo, divulgação ou, de modo mais específico, a ação de tornar algo conhecido. Como ressaltado por Staking e Schulz (1999, p. 1), trata-se de “pré-requisito” para o seu desenvolvimento. Ainda de acordo com esses autores, os mercados financeiros têm o objetivo de facilitar a alocação de recursos escassos nos “*melhores investimentos*” para economia, considerando-se como tal aquele que oferece o maior retorno. A partir das informações disponíveis e do retorno médio das opções disponíveis no mercado, cada investidor será capaz de decidir entre poupar (e onde poupar) ou consumir (e onde consumir). A promessa de retorno superior à média do mercado irá atrair, invariavelmente, o investimento (*Idem*, p. 3).

A habilidade de separar a decisão de investir da decisão de consumir é crucial para os modelos comuns de investimento, sendo direcionada pela avaliação de risco. Apesar de poucos investimentos serem avessos ao risco, a compreensão do seu alcance e de sua extensão será diretamente influenciada pela quantidade e pela qualidade das informações disponíveis. Mesmo em investimentos com elevada margem de risco, a escassez de informações tende a minimizá-lo e a obnubilar a razão com a expectativa de resultados positivos, algo comum no imaginário coletivo.

É justamente a disponibilidade da completude informacional, dever ético-jurídico do ofertante dos valores mobiliários e direito do adquirente desses valores, que permitirá a plena percepção do risco e a decisão consciente de assumi-lo ou não. Na síntese de Staking e Schulz (*Ibidem*, p. 5), “a fronteira teoricamente eficiente associada ao modelo de precificação de ativos de



capital será, portanto, menor para um mercado com informações de baixa qualidade do que para um mercado com informações de boa qualidade”.

Ainda de acordo com Staking e Schulz (Ibidem, p. 5), “o mercado financeiro, portanto, necessita de informações efetivas e eficientes”, de modo que aqueles que têm acesso à “melhor informação” e são capazes de interpretar a “informação disponível” de modo mais rápido ou mais acurado terão uma vantagem comparativa em sua decisão de investimento. Esse aspecto, como ressaltado pelos autores, bem explica o potencial lesivo da assimetria de informações - *asymmetric information* – (Ibidem, p. 6-7). Assim ocorre porque a informação permitirá o delineamento do risco ou ao menos da percepção de risco, e a sua ausência ou incompletude invariavelmente conduzirá a um desequilíbrio entre os *players* do mercado. Parafraseando Mirella Pellegrini (2016, p. 225), é possível afirmar que se trata de “*aspetto degenerativo di un capitalismo avanzato*”.

Sem informações igualitárias, a própria liberdade na valoração da conveniência ou não de se realizar o investimento é comprometida. Afinal, a liberdade pode ser vista “como sensibilidade e acessibilidade a alternativas de conduta e resultado” (GRAU, 2017, p. 197).

As competências outorgadas à Comissão de Valores Mobiliários decorrem justamente da percepção de que as informações relativas aos valores mobiliários alcançados pela disciplina da Lei nº 6.385/1976 podem afetar os preços e as condições de negociação, “especialmente aquelas que apresentam risco de mercado (risco de flutuação do valor do ativo), não apenas o risco de crédito (risco de o devedor não pagar a dívida)” – (BENSOUSSAN e GOUVÊA, 2019, p. 533). Esse aspecto, aliás, permeou toda a normatização editada pela CVM a respeito da oferta pública dos condo-hotéis. Como valores mobiliários, devem então se ajustar necessariamente à completude informacional que direciona a oferta pública de ativos dessa natureza em todos os quadrantes do mundo.



Assim sendo, as informações não devem ser deduzidas pelos adquirentes dos condo-hotéis; não se pode presumir que conhecem os riscos de um ativo que foi, por construtores e incorporadores, despejado no mercado de maneira aventureira (na ausência de eufemismo ainda mais adequado); é preciso que efetivamente sejam capazes de compreender a conexão lógica entre aspectos circunstanciais e risco, sendo a completude informacional o amálgama que os une. E essa compreensão, na avaliação do órgão competente, a Comissão de Valores Mobiliários, somente será alcançada com o pleno atendimento das exigências contidas na Instrução Normativa CVM nº 400/2003, na Deliberação nº 734/2015 e, posteriormente, na Instrução Normativa CVM nº 602/2018.

Apesar dessa constatação, o que se verificou na realidade brasileira foi a divulgação e a comercialização de condo-hotéis como se fossem meras unidades imobiliárias, não valores mobiliários com potencial de comprometer a esfera jurídica individual durante anos a fio. Nesse sentido, estudos de viabilidade econômica não parecem ter sido, como seria exigível, apresentados aos investidores, que, por isso, não tinham como ter ciência do crescente aumento do quantitativo de hotéis construídos e a inviabilidade de as respectivas vagas serem absorvidas pelo ambiente social.

Os informes publicitários se utilizaram da taxa de ocupação do setor hoteleiro nos anos anteriores, o que certamente tem o (forte) condão de produzir no imaginário dos adquirentes a sua reprodução em anos futuros. Todavia, essa expectativa jamais se formaria se os adquirentes possuíssem as informações garantidas pelo sistema normativo que circunstancia a matéria. Ademais, é difícil crer que adquirentes informados de modo transparente de que as bandeiras dos hotéis seriam remuneradas mesmo quando a taxa de ocupação do hotel não alcançasse os patamares mínimos para que isso fosse possível mantivessem intactas suas pretensões de investir.

O resultado prático desse estado de coisas leva a resultados somente agora claros: enquanto os adquirentes direcionavam suas economias a esses empreendimentos sem que obtivessem

qualquer rendimento (inclusive com a obrigação de realizar aportes regulares para que as bandeiras se utilizassem das estruturas que contribuíram para construir), construtores e incorporadores, ao perceberem a inviabilidade do negócio do qual obtiveram lauto benefício, retiram-se, deixando para trás os desinformados adquirentes investidores.

Infelizmente, a assimetria de informações, que tem sido vista como a principal falha de mercado, tem o potencial de produzir resultados desastrosos no âmbito dos condo-hotéis, redundando, em muitas ocasiões, no “efeito manada”. Nesse caso, embora não tenha informações adequadas, um *player* imita o comportamento dos demais, o que conduz a resultados irracionais e amplia consideravelmente o prejuízo no âmbito coletivo.

## 5 O DIREITO DE RETRATAÇÃO ASSEGURADO PELA CVM E A GARANTIA DO ATO JURÍDICO PERFEITO

Como já anteriormente abordado, a CVM assegurou o direito de retratação aos adquirentes das frações ideais dos condo-hotéis tanto na Deliberação CVM nº 734/2015 (Itens I, c e IV) como na Instrução CVM nº 602/2018 (art. 25). No primeiro caso, a retratação decorreria da realização da oferta pública do empreendimento hoteleiro sem o registro de que trata a Instrução CVM nº 400/2003 ou sem a concessão de dispensa de registro prevista na Deliberação CVM nº 734/2015; no segundo caso, a retratação decorreria da divulgação de material publicitário irregular, sendo assegurado, ainda, o direito à restituição integral dos valores pagos.

À luz desses comandos regulamentares, que produzem efeitos diretos nos contratos celebrados entre, de um lado, o construtor ou incorporador, e do outro, o adquirente da fração ideal, põe-se o problema de saber se estamos perante uma violação à liberdade contratual ou, em se tratando de contratos celebrados em momento anterior à edição do ato normativo, à garantia constitucional do ato jurídico perfeito (CRFB/9188, art. 5º, XXXVI). A resposta a esse questionamento é singela e não demanda maiores elucubrações de ordem teórica.

A partir do momento em que a Lei nº 10.303/2001 alterou a redação do art. 2º da Lei nº 6.385/1976 e acresceu um inciso ao preceito (no caso, o inciso IX), considerando valores mobiliários, “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”, foi exigido o seu registro perante a CVM ou, preenchidos os requisitos exigidos, a sua dispensa pelo referido órgão. Com essa constatação, é possível alcançar, com relativa facilidade, a conclusão de que a oferta pública dos condo-hotéis, sem registro ou dispensa de registro, consubstancia ato ilícito. Esse é o ponto.

Nos termos do art. 104 do Código Civil, a validade do negócio jurídico requer: “I - agente capaz; II – objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III – forma prescrita ou não defesa em lei”. Na medida em que, nos termos da ordem jurídica brasileira, os valores mobiliários elencados no art. 2º da Lei nº 6.385/1976 não podem ser objeto de oferta pública *ad libitum* de quem quer que seja sem a prévia avaliação da CVM, não há dúvida a respeito da nulidade dos contratos que não atenderam esse requisito.

Ao dispor sobre a possibilidade de retratação dos adquirentes em relação às ofertas públicas de condo-hotéis realizadas sem registro ou dispensa de registro, o que fez a CVM foi suavizar o rigor legal. Embora seja mais que duvidoso o seu poder para suprimir vícios de validade reconhecidos pela ordem jurídica, a opção de permitir a retratação foi o meio-termo encontrado para evitar a ruína econômica de construtores ou incorporadores e, ainda, inviabilizar a conclusão dos empreendimentos em curso. Diz-se que é duvidosa a opção de suavizar o rigor legal por uma razão muito simples: lembrando Bevilacqua (1955, p. 245), “essas nulidades são de ordem pública e tiram todo o valor ao ato. Por isso, podem ser alegadas independentemente da prova de prejuízo”.

Tratando-se de empreendimentos que, além de não terem sido registrados ou terem o registro dispensado, ainda omitiram

ou deturparam informações relevantes nos informes publicitários, incidirá a segunda causa de retratação admitida. Ainda aqui o objetivo almejado pela CVM foi o de permitir a viabilidade do empreendimento, já que, na melhor das hipóteses, estaremos perante uma situação de erro do adquirente, o que é causa eficiente para a anulação do negócio jurídico, nos termos do art. 171 do Código Civil. O erro, como ressaltado por Capitant (1927, p. 389), nada mais é “que uma crença não conforme à verdade”, ou, como afirmado por Santiago Dantas (1979, p. 285), é “uma representação errada que se tem da realidade e que influi sobre o ato de vontade”.

Diante do que já foi apresentado, não é de se descartar um possível dolo do construtor ou incorporador na manipulação das informações repassadas ao público, de maneira a criar no imaginário coletivo a ideia de que se trata de um ótimo investimento. Ainda recorrendo a Santiago Dantas (Idem, p. 285), pode-se afirmar que *“a manobra dolosa pode conduzir aos dois erros: a uma representação errada da realidade e a uma manifestação errada da vontade”*. Nas hipóteses de erro ou dolo, ao não optar pela retratação, o adquirente concorreria para a convalidação do ato anulável. Assim ocorre porque, ainda de acordo com Bevilacqua (Ibidem, p. 246), *“os atos anuláveis podem ser ratificados, e a ratificação retroage à data do ato, salvo prejuízo de terceiro”*.

Pelas mesmas razões expostas, não haverá que se falar em afronta ao ato jurídico perfeito na aplicação das normas regulamentares da CVM aos negócios jurídicos celebrados em momento anterior.

Observa-se, inicialmente, que ato jurídico perfeito é *“o já consumado segundo a lei vigente ao tempo em que se efetuou”* (LINDB, art. 6º, § 1º). Como demonstrado à exaustão, a oferta pública dos condo-hotéis, desde 2003, sem prévio registro ou dispensa de registro na CVM, está em franca colidência com o disposto no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976 e na Instrução CVM nº 400/2003. A oferta assim realizada, portanto, estava em desacordo com a lei vigente ao tempo em que foi efetuada. Acresça-se que são igualmente ilícitos, como ressaltado por Vicente Rao (1994, p. 132), os atos anuláveis, viciados de erro ou dolo, anuláveis portanto. Da ilicitude, como não poderia deixar de ser, não advém

o ato jurídico perfeito. Como ressaltado por Bevilacqua (1931, p. 319), o ato ilícito “*não se destina a criar direitos em favor do agente; gera-lhe, ao contrário, obrigações, pois que o coage a indenizar o dano causado*”. No mesmo sentido: SANTOS, 1944, p. 267.

Ainda convém observar que as próprias normas afetas aos contratos em geral são solenemente afrontadas com a oferta pública dos condo-hotéis sem que haja uma simetria informacional entre ofertantes e adquirentes. O contrato de investimento coletivo deixa de cumprir a sua função social (CC, art. 421, *caput*), considerando os objetivos do sistema financeiro nacional enunciados no art. 192 da Constituição de 1988, que são os de promover o desenvolvimento equilibrado do país e o de servir aos interesses da coletividade; construtores ou incorporadores afrontam diretamente a boa-fé ao não oferecerem as informações adequadas e não atuarem de modo transparente (CC, art. 422); e, nos contratos de adesão, os adquirentes não podem atrair a presunção de que conhecem informações não fornecidas (CC, art. 424).

É relevante observar que, em se tratando de ofertas públicas realizadas ilicitamente em momento anterior à edição da Deliberação CVM nº 734/2015, com registro requerido e dispensado após a sua vigência, sequer há espaço para discussões em torno do ato jurídico perfeito. Afinal, o construtor ou incorporador que o obteve nessas condições automaticamente aderiu à regulamentação da CVM e ao direito de retratação nele previsto. Assim ocorre porque a única forma de distribuição (lícita) de valores mobiliários admitida pela legislação brasileira é aquela que se ajusta aos termos da Lei nº 6.385/1976 e à regulamentação da referida Comissão de Valores Imobiliários.

## 6 O CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR E A OFERTA PÚBLICA DOS CONDO-HOTÉIS

Discussão curiosa diz respeito à sujeição ou não ao Código de Defesa do Consumidor dos negócios jurídicos que caracterizam a realização de um investimento por uma das partes, a ser gerido pela outra. A curiosidade decorre do fato de a tese negativa obter um êxito aparentemente injustificável em diversos

setores da doutrina e da jurisprudência. É como se o *significante investidor* fosse o suficiente para negar de forma veemente a proteção que um sistema minimamente baseado em alicerces de justiça (no sentido mais singelo que o termo possa oferecer) não poderia recusar a conceder. A análise, a nosso ver, tem sido lastreada em premissas equivocadas.

Ao lançarmos os olhos na Deliberação CVM nº 734/2015 e na Instrução CVM nº 602/2018, nítido fica que a CVM visualiza a oferta pública dos condo-hotéis como direcionada aos investidores experientes, com plena compreensão dos aspectos circunstanciais do empreendimento e capazes de realizar a avaliação do risco envolvido a partir das informações que os atos regulamentares exigem que sejam fornecidas.

O adquirente, aliás, deve firmar declaração nesse sentido. A este, por certo, não é direcionado o Código de Defesa do Consumidor. Mas seria razoável que a solução fosse a mesma em se tratando de oferta pública desses valores mobiliários sem registro ou dispensa da CVM e, pior, em total afronta às suas deliberações, com ampla e irrestrita assimetria informacional?

Não vemos como alcançar uma resposta positiva ao questionamento acima apresentado. A oferta irregular de condo-hotéis à generalidade das pessoas, escamoteando informações relevantes, omitindo a viabilidade econômica e construindo perspectivas fantasiosas de rendimentos, deve ser enquadrada nos ditames do Código de Defesa do Consumidor por estarem presentes os requisitos legais exigidos.

Esse enquadramento, aliás, já foi feito pelo Supremo Tribunal Federal (BRASIL, 2006) com as atividades de natureza bancária, excetuadas apenas a definição do custo das operações ativas e a remuneração das operações passivas praticadas na exploração da intermediação de dinheiro na economia. Portanto, não há qualquer razão lógica ou argumentativa para a distinção. O cliente de uma instituição financeira que mantém alguns poucos reais em uma caderneta de poupança e é surpreendido com uma elevada tarifa bancária de cuja existência não foi previamente in-

formado é tão investidor quanto os adquirentes de frações ideais nos condo-hotéis.

Os adquirentes das frações ideais são proprietários das cotas e destinatários finais das atividades de administração e gestão desenvolvidas, respectivamente, pela bandeira hoteleira e pela sociedade em conta de participação, à qual estão integrados não por força da *affectio societatis*, mas em razão do contrato de adesão de natureza coletiva que celebraram. São, portanto, destinatários de um serviço (CDC, art. 2º). É importante repetir que estamos tratando de situação em que elevado contingente de pessoas foi irregularmente conduzido a aderir à oferta ilícita de valores mobiliários, cuja “vulnerabilidade econômica” (Cf. FILOMENO, 1999, p. 31) em relação aos ofertantes é manifesta.

Ainda é importante lembrar que o posicionamento contrário à incidência do Código de Defesa do Consumidor nessa espécie de relação jurídica não afasta a aplicação do Código Civil, especialmente, como vimos, na caracterização de sua nulidade, quando a oferta pública ocorrer sem prévio registro ou dispensa, ou anulabilidade, quando presente o erro ou o dolo. Além disso, não pode ser olvidado o instituto da lesão, amparado tanto pelo Código de Defesa do Consumidor (art. 6º, V) como pelo Código Civil (art. 317), que veda a oneração excessiva de uma das partes, a exemplo do que ocorre com os adquirentes de frações ideais que nada recebem pelo seu investimento e ainda são obrigados a realizar aportes, tudo para custear a administração do empreendimento por uma bandeira hoteleira, que capitaliza os lucros e socializa os prejuízos, nos termos em que bem situa os contornos da lesão consumerista Carvalho Júnior (2005).

## CONCLUSÕES

A oferta pública de condo-hotéis sem o registro ou a dispensa de registro perante a CVM, como exigido pela Lei nº 6.385/1976 e pela Instrução Normativa CVM nº 400/2003, consubstancia ato ilícito, dela decorrendo negócios jurídicos nulos de pleno direito, nos termos do art. 104, II, do Código Civil. Além disso, a não observância das normas regulamentares em relação



à realização de estudos de viabilidade financeira e à promoção de publicidade que omita informações e encubra riscos compromete a manifestação de vontade dos adquirentes ao maculá-la pelos vícios do erro ou do dolo, tornando o ato anulável, conforme dispõe o art. 171 do Código Civil.

O direito de retratação assegurado na Deliberação CVM nº 734/2015 (itens I, c e IV) aos adquirentes de frações de condo-hotéis não registrados ou sem dispensa de registro, embora destoe da legislação civil, já que a nulidade de ordem pública é insuscetível de ser convalidada, teve por objetivo evitar o colapso financeiro dos ofertantes e a paralisação dos empreendimentos, não tendo comprometido os direitos dos adquirentes, já que não foi fixado prazo para a sua realização.

No que diz respeito ao direito de retratação assegurado na Instrução CVM nº 602/2018 (art. 25), aos adquirentes das frações ideais em período de veiculação de material publicitário irregular, o que configura uma situação de erro ou dolo, viciando a manifestação de vontade e tornando o ato anulável, tem-se a plena compatibilidade com a legislação civil, que admite a sua convalidação.

Na medida em que a oferta pública dos condo-hotéis sem o registro ou a dispensa de registro configure ato ilícito, a incidência das normas regulamentares da CVM sobre os contratos pretéritos, especialmente aqueles cujo registro foi dispensado em período contemporâneo à sua vigência, não configura afronta à garantia do ato jurídico perfeito.

A oferta pública de condo-hotéis à margem das normas regulamentares da Comissão de Valores Mobiliários, oferecidos à generalidade das pessoas e não apenas àqueles com expertise avançada no mercado financeiro, deve ser necessariamente regida pelo Código de Defesa do Consumidor, a exemplo do que se verifica com as relações jurídicas estabelecidas com as instituições financeiras. Assim ocorre porque, nesse caso, os adquirentes são destinatários diretos de serviços prestados por pessoas jurídicas com as quais não mantêm a *affectio societatis*, tendo sido ilicitamente cooptados no mercado.



## REFERÊNCIAS

AGUILLAR, Fernando Herren. **Direito Econômico. Do Direito Nacional ao Direito Supranacional**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2016.

BANI, Elisabeta e MONTEDORO, Giancarlo. Le Autorità Amministrative Indipendenti. In PELLEGRINI, Mirella. **Corso di Diritto Pubblico dell'Economia**. Milão: Cedam, 2016, p. 243-272.

BENSOUSSAN, Fábio Guimarães e GOUVÊA, Marcus de Freitas. **Manual de Direito Econômico**. 5 ed. Salvador: JusPodivm, 2019.

BEVILAQUA, Clóvis. **Código Civil dos Estados Unidos do Brasil Comentado**, v. I. 4 ed. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1931.

BEVILAQUA, Clóvis. **Teoria Geral do Direito Civil**. 7. ed. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1955.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Pleno). **Ação Direta de Inconstitucionalidade 2.591/DF**. Requerente: Confederação Nacional do Sistema Financeiro - CONSIF. Requerido: Presidente da República e Congresso Nacional. Relator: Min. Eros Grau. 7 de Junho de 2006. Disponível em <https://stf.jusbrasil.com.br/jurisprudencia/760371/acao-direta-de-inconstitucionalidade-adi-2591-df>. Acesso em: 12/10/2020.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (Pleno). **Ação Direta de Inconstitucionalidade 4/ DF**. Requerente: Partido Democrático Trabalhista (PDT). Requerido: Presidente da República. Relator: Min. Sydney Sanches. 7 de Março de 1991. 2006. Disponível em: <http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=266153>. Acesso em: 12/10/2020.

CAPITANT, Henri. **Introduction a l'étude du Droit Civil**. 5. ed. Paris: A. Pedone, 1927.

CAPOBIANCO, Ernesto e PERLINGIERI, Giovanni. **Codice del Consumo. Annotato con la dottrina e la giurisprudenza**. Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 2009.

CARVALHO JÚNIOR, Pedro Lino de. **A Lesão Consumista no Direito Brasileiro de Acordo com o Novo Código Civil**. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2005.

DANTAS, Santiago. **Programa de Direito Civil. Parte Geral**. 4. tiragem. Rio de Janeiro: Editora Rio, 1979.

FILOMENO, José Geraldo Britto. Disposições Gerais. *In: Código Brasileiro de Defesa do Consumidor Comentado pelos Autores do Anteprojeto*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 1999, p. 21-51.

GRAU, Eros Roberto. **A Ordem Econômica na Constituição de 1988**. 18. ed. São Paulo: Malheiros, 2017.

PELLEGRINI, Mirella. Autoregolazione e Controllo. *In: PELLEGRINI, Mirella. Corso di Diritto Pubblico dell'Economia*. Milão: Cedam, 2016., p. 221-242.

PELLEGRINI, Mirella; TROISI, Angela. Gli Operatori del Mercato Finanziario: Regolazione e Supervisione. *In: PELLEGRINI, Mirella. Corso di Diritto Pubblico dell'Economia*. Milão: Cedam, 2016, p. 383-412.

RAO, Vicente. **Ato Jurídico**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1994.

RAO, Vicente. **O Direito e a Vida dos Direitos**. v. 1. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1991.

SANTOS, António Carlos dos, GONÇALVES, Maria Eduarda e MARQUES, Maria Manuel Leitão. **Direito Económico**. 7. ed. Coimbra: Almedina, 2016.

SANTOS, J. M. Carvalho. **Código Civil Brasileiro Interpretado**. v. II. 3. ed. Rio de Janeiro: Livraria Editora Freitas Bastos, 1944.

SEPE, Marco. I Mercati di Strumenti Finanziari. *In: PELLEGRINI, Mirella. In: Corso di Diritto Pubblico dell'Economia*. Milão: Cedam, 2016, p. 465-504.

STAKING, Kim B. e SCHULZ, Alison. Improved Financial Disclosure as a Prerequisite to Financial Market Development. *In: STAKING, Kim B. e SCHULZ, Alison. Financial Disclosure: A First Step to Financial Market*. Washington: IDB, 1999, p. 1-18.