



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR SEI Nº 19957.009556/2018-28

(PAS CVM nº RJ2018/7211)

Reg. Col. 1402/19

**Acusados:** HESA 101 – Investimentos Imobiliários Ltda.

Henrique Borenstein

Henry Borenstein

**Assunto:** Apurar eventual responsabilidade pela realização de oferta pública de CICs hoteleiros sem a obtenção de registro ou dispensa.

**Diretora Relatora:** Flávia Perlingeiro

### RELATÓRIO

#### I. OBJETO E ORIGEM

1. Trata-se de processo administrativo sancionador (“PAS”) instaurado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE” ou “Acusação”) em face de Hesa 101 – Investimentos Imobiliários Ltda. (“Hesa 101” ou “Incorporadora”) e de seus administradores, Henrique Borenstein e Henry Borenstein (ambos, em conjunto com a Incorporadora, “Acusados”), para apurar eventual responsabilidade pela realização de oferta pública de contratos de investimento coletivo (“CICs”), relativos ao empreendimento hoteleiro Park Inn by Radisson Santos (“Empreendimento”), sem a prévia obtenção do registro de que trata o art. 19 da Lei nº 6.385, de 07.12.1976<sup>1</sup>, e o art. 2º da Instrução CVM (“ICVM”) nº 400, de 29.12.2003, e sem a dispensa prevista no art. 19, §5º, I<sup>3</sup>, da Lei nº 6.385/1976, e no art. 4º da ICVM nº 400/2003.

2. Este PAS é oriundo dos Processos CVM nº RJ2015/6859 e SEI nº 19957.007000/2016-35, que versaram sobre a oferta pública de CICs relacionados com o Empreendimento.

<sup>1</sup> Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão.

<sup>2</sup> Art. 2º Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução.

<sup>3</sup> Art. 19, § 5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - definir outras situações que configurem emissão pública, para fins de registro, assim como os casos em que este poderá ser dispensado, tendo em vista o interesse do público investidor; (...).

<sup>4</sup> Art. 4º 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, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### II. FATOS

3. O Processo CVM nº RJ2015/6859<sup>5</sup> foi instaurado pela SRE para analisar pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de CICs do Empreendimento<sup>6</sup>, protocolado na CVM, em 30.06.2015, pela Hesa 101, na qualidade de incorporadora, e pela Atlântica Hotels International (Brasil) Ltda. (“AHI” ou “Operadora Hoteleira”), na qualidade de administradora, para a distribuição de 241 unidades hoteleiras autônomas.

4. No pedido de dispensa, foi informada a estrutura contratual do investimento, com a celebração pela Hesa 101 e pelos adquirentes de Instrumento Particular de Contrato de Promessa de Venda e Compra de Unidade Autônoma a ser Construída e Outras Avenças (“Contrato de Promessa de Venda e Compra”)<sup>7</sup> e, depois de instituído o condomínio, seria criada uma sociedade em conta de participação, tendo a Operadora Hoteleira como sócia ostensiva e os adquirentes<sup>8</sup> como sócios participantes. Com isso, a AHI celebraria Contrato de Locação<sup>9</sup>, por meio do qual locaria as unidades autônomas imobiliárias do Empreendimento.

5. Também foi informado à SRE que os CICs relativos ao Empreendimento já vinham sendo ofertados, inclusive que “*131 (cento e trinta e uma) Unidades Autônomas Imobiliárias já haviam sido vendidas*”, mas que a oferta tinha sido suspensa quando a Incorporadora e a Operadora Hoteleira tomaram conhecimento “*de que a alienação de Unidades Autônomas Imobiliárias poderia ser considerada uma oferta de contratos de investimento coletivo.*”<sup>10</sup>.

6. Após análise inicial do pedido de dispensa de registro, a SRE enviou à Hesa 101 ofício com comunicação acerca de exigências a serem cumpridas para apreciação do pleito, que incluía questionamento sobre “*o tratamento a ser dado aos adquirentes das 131 unidades autônomas já vendidas e se será concedida possibilidade de desistência do investimento (...)*”<sup>11</sup>.

7. A resposta apresentada<sup>12</sup>, em 23.09.2015, buscou demonstrar o atendimento das exigências relativas à concessão da dispensa de registro da oferta, bem como informou a retificação do “Prospecto Resumido” para reduzir o número de unidades da oferta de 241 para 77, de maneira

<sup>5</sup> O Processo CVM nº RJ2015/6859 foi digitalizado e incorporado aos autos do Processo CVM SEI nº 19957.007000/2016-35, instaurado para apurar possíveis irregularidades na distribuição de CICs do Empreendimento. Para facilitar eventuais consultas, as referências feitas neste voto a documentos do Processo CVM nº RJ2015/6859 indicarão os docs. e fls. dos arquivos digitalizados constantes do Processo CVM SEI nº 19957.007000/2016-35.

<sup>6</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Docs. SEI 0524722 e 0524723, fls. 1-488.

<sup>7</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 16-86.

<sup>8</sup> Esses assinarão o Termo de Adesão à SCP, Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 131a 155.

<sup>9</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 157-160.

<sup>10</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Docs. SEI 0524722 e 0524723, fls. 08.

<sup>11</sup> Ofício nº236/2015/CVM/SRE/GER-2, de 28.07.2015 - Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524723, fls. 491-500.

<sup>12</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524725, fls. 502-527.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

a excluir as 131 unidades previamente alienadas. Adicionalmente, foi reiterado que o Empreendimento havia sido lançado pela Incorporadora em setembro de 2013 e que teve suas vendas suspensas, voluntariamente, após a ciência de que a venda das unidades autônomas imobiliárias poderia ser considerada pela CVM como oferta de valor mobiliário. Quanto à possibilidade de desistência pelos adquirentes, foi informado que a Incorporadora não tinha recursos financeiros para tanto, pois mais da metade do Empreendimento já havia sido alienada.

8. As interações com a SRE prosseguiram até 18.12.2015, quando a área técnica comunicou à Hesa 101 a concessão da dispensa de registro de oferta pública de distribuição dos CICs<sup>13</sup>.

9. Em 05.04.2018, já no âmbito do Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, que tinha como objeto a apuração de eventual oferta irregular de valores mobiliários relativos ao Empreendimento, a SRE enviou ofício<sup>14</sup> à Incorporadora e seus administradores para que se manifestassem sobre a possível oferta irregular de CICs relativos ao Empreendimento, nos termos do art. 11 da então vigente Deliberação CVM nº 538, de 05.03.2008, bem como solicitou, dentre outras informações: (i) as datas de início e de paralisação da oferta de unidades imobiliárias do Empreendimento, com comprovação de tais informações; e (ii) esclarecimentos sobre os motivos da paralisação da oferta.

10. Em resposta<sup>15</sup>, refutando a existência de irregularidades, foi informado que:

- a. A Incorporadora agiu de boa-fé e foi diligente, tendo em vista que suspendeu espontaneamente a venda de unidades autônomas previamente a qualquer atuação da CVM e iniciou processo para obtenção de dispensa de registro da oferta perante a SRE;
- b. O lançamento do Empreendimento ocorreu em 30.09.2013, antes de qualquer manifestação da CVM sobre condo-hotéis, e a venda de unidades foi suspensa em 15.09.2014, em decorrência do recebimento do Ofício CVM/SRE/nº508/2014 (“Ofício Hesa 100”) por outra sociedade do mesmo grupo econômico, a Hesa 100 – Investimentos Imobiliários Ltda. (“Hesa 100”), tendo ocorrido em 30.08.2014 a última alienação anterior;
- c. A Hesa 101, à época das vendas das primeiras unidades autônomas do Empreendimento, entendia que a venda de unidades de condo-hotéis, não se enquadrava como oferta de valores mobiliários;
- d. O Alerta ao mercado publicado pela CVM em 12.12.2013 (“Alerta ao Mercado”), em sua página na Internet, não poderia ser considerado como uma indicação à Incorporadora do entendimento da CVM sobre condo-hotéis e seu texto não englobava estruturas como a do Empreendimento, pois se referia à captação de recursos “direcionados a sociedades em conta de participação (SCP), por meio de frações ideais de imóveis que correspondem a cotas das sociedades”;

<sup>13</sup> Ofício nº 480/2015/CVM/SRE/GER-2, Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524752, fls. 2.314-2.315.

<sup>14</sup> Ofício nº 82/2018/CVM/SRE/GER-3, Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0485560.

<sup>15</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI. 0508240.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

- e. O Empreendimento era formado por unidades autônomas, com registros individualizados perante o Registro de Imóveis, e não envolvia a venda de frações ideais de imóveis. Logo, tratava-se de uma incorporação imobiliária, e não da operação referida no Alerta ao Mercado; e
- f. A Incorporadora não vendeu unidades autônomas entre setembro de 2014 e a data do deferimento da dispensa de registro de oferta pública de valores mobiliários.

### III. PROPOSTA DE TERMO DE COMPROMISSO ANTERIOR A ESTE PAS

11. No dia 16.05.2018, foi apresentada proposta de termo de compromisso<sup>16</sup>, que abarcava um outro PAS e dois processos de investigação envolvendo ofertas públicas irregulares de CICs hoteleiros referentes a empreendimentos que tinham como incorporadoras empresas do mesmo grupo da Hesa 101, entre esses incluía o arquivamento do Processo CVM SEI n° 19957.007000/2016-35, antes da eventual instauração deste PAS, mediante o pagamento do montante de R\$ 150.000,00 (cento e cinquenta mil reais), pela Hesa 101, e de R\$ 75.000,00 (setenta e cinco mil reais) em relação a seus administradores, representados por Henry Borenstein.

12. No entanto, em 01.10.2018, os proponentes comunicaram ao Comitê de Termo de Compromisso sua desistência<sup>17</sup> em celebrar termo de compromisso com a CVM, em razão do julgamento do PAS CVM SEI n° 19957.008081/2016-91, concluído em 07.08.2018.

### IV. ACUSAÇÃO

13. Com base nos fatos apurados, a SRE elaborou termo de acusação, no qual foram elencadas todas as normas atinentes à acusação, a saber: (i) art. 2º<sup>18</sup>, inciso IX, e art. 19, §1º<sup>19</sup>, §3º, incisos I a III<sup>20</sup>, e §5º, incisos I e II, alíneas “a” a “d”<sup>21</sup>, todos da Lei n° 6.385/76; e (ii) arts. 2º, 4º,

<sup>16</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0521915.

<sup>17</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0614257.

<sup>18</sup> Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...) IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

<sup>19</sup> Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º - 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 pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas.

<sup>20</sup> Art. 19. (...) § 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

<sup>21</sup> §5º - Compete à Comissão expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: (...) II - fixar o procedimento do registro e especificar as informações que devam instruir o seu pedido, inclusive sobre: a) a companhia emissora, os empreendimentos ou atividades que explora ou pretende explorar, sua situação econômica e financeira, administração e principais acionistas; b) as características da emissão e a aplicação a ser dada aos recursos dela



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

56-B<sup>22</sup> e 59, inciso II<sup>23</sup>, da ICVM nº 400/2003, ressalvando, ainda, que, à época da oferta, não existia instrução específica regulando as ofertas públicas de distribuição de CICs hoteleiros<sup>24</sup>.

14. Na sequência, a Acusação explicitou as diferenças entre o presente PAS e os PASs SEI nº 19957.008081/2016-91 e nº 19957.003266/2017-90<sup>25</sup>, que trataram de ofertas de CICs hoteleiros, que tinham como incorporadoras outras Sociedades de Propósito Específico (“SPEs”) controladas pela Setin Incorporação e Participação S.A. e uma *joint venture* denominada Hesa 84 Investimentos Imobiliários Ltda.<sup>26</sup>, destacando inclusive, trechos do voto proferido pelo Diretor Henrique Machado, que prevaleceu no julgamento do Processo CVM SEI nº 19957.008081/2016-91. Nos trechos referidos pela Acusação, foi destacada a publicidade dada ao assunto, a partir de abril de 2014, pela imprensa e setores significativos do mercado imobiliário.

15. Em tal precedente, não foram aplicadas punições por ofertas de CIC hoteleiro realizadas no período compreendido entre o Alerta ao Mercado emitido 12.12.2013 e o recebimento pelos referidos ofertantes do primeiro ofício da SRE, no caso, em maio de 2014, alertando sobre a possibilidade de o investimento ofertado se enquadrar no conceito de valor mobiliário.

16. Porém, a Acusação pontuou que tal caso não se assemelharia ao presente uma vez que a Hesa 101 continuou ofertando os CICs<sup>27</sup>, tanto após o Alerta ao Mercado, quanto após a repercussão na imprensa e nas entidades de classe do mercado imobiliário sobre o enquadramento dos contratos de condo-hotéis no conceito de valor mobiliário.

17. A SRE apontou também como diferença o fato de a Hesa 101 ter como sócia a Helbor Empreendimentos S.A. (“Helbor”), companhia aberta com registro na CVM e ações negociadas em bolsa, e que tem como Presidente e Diretor os acusados Henry Borestein e Henrique Borestein, que, por atuarem no mercado de valores mobiliários, não poderiam alegar desconhecimento dos alertas divulgados pela CVM.

18. Quanto à materialidade da infração, a SRE destacou que a Hesa 101 utilizou materiais publicitários<sup>28</sup> para ofertar os CICs relativos ao Empreendimento, o que já caracterizaria a ocorrência de distribuição pública, nos termos da legislação/regulamentação.

---

provenientes; c) o vendedor dos valores mobiliários, se for o caso; d) os participantes na distribuição, sua remuneração e seu relacionamento com a companhia emissora ou com o vendedor.

<sup>22</sup> Art. 56-B. Os administradores do ofertante, dentro de suas competências legais e estatutárias, são responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas ao ofertante por esta Instrução.

<sup>23</sup> Art. 59. Considera-se infração grave, para os efeitos do §3º do Art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976, sem prejuízo da multa de que trata o §1º do mesmo artigo, a distribuição: (...) II - realizada sem prévio registro ou dispensa da CVM;

<sup>24</sup> Tal fato ocorreu com a edição da Instrução CVM nº 602, de 27 de agosto de 2018.

<sup>25</sup> Nesse PAS foi acusado apenas a pessoa física administradora das incorporadoras responsáveis pelas ofertas.

<sup>26</sup> Ambos tiveram julgamento pela CVM iniciado em 10.04.2018 e concluído em 07.08.2018.

<sup>27</sup> Visto que o Empreendimento teve vendas até agosto de 2014.

<sup>28</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0508242 – Anexo IV.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

19. Além disso, analisando o quadro resumo do Contrato de Promessa de Venda e Compra<sup>29</sup>, o próprio Contrato de Promessa de Venda e Compra<sup>30</sup> e o Contrato de Constituição de Sociedade em Conta de Participação (“Contrato de SCP”)<sup>31</sup>, a Acusação, seguindo o paradigma estabelecido na decisão do Colegiado de 22.01.2008, relativa ao Processo CVM nº RJ2007/11593, destacou, que a proposta de investimento no Empreendimento reuniria todas as características de valor mobiliário, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976.

20. Segundo a Acusação, havia investimento uma vez que os adquirentes, ao comprar uma unidade autônoma condo-hoteleira pelo preço ajustado<sup>32</sup>, aplicavam recursos financeiros. A intenção de se lucrar restaria clara na previsão de distribuição de rendimentos<sup>33</sup> e no interesse do adquirente da unidade autônoma na geração de renda decorrente dos aluguéis e dividendos da SCP.

21. Ademais, a SRE argumentou que o investimento era coletivo, por ser oferecido ao público em geral por meio de material publicitário. As unidades autônomas condo-hoteleiras do Empreendimento foram adquiridas por diversos investidores e o empreendimento hoteleiro era administrado pela AHI através de um único *Pool* obrigatório, conforme os contratos relacionados.

22. A área técnica consignou ainda que havia promessa de remuneração aos adquirentes na forma de dividendos decorrentes da participação no lucro líquido operacional da SCP<sup>34</sup> ou da locação das unidades autônomas imobiliárias<sup>35</sup>. Tal remuneração era oriunda dos esforços de terceiros: a AHI, pois os investidores, após adquirirem as unidades autônomas e aderirem ao *pool* regulado no Contrato de SCP, deveriam entregá-las à operadora hoteleira<sup>36</sup>.

23. Com base nas informações prestadas pela Incorporadora, que forneceu a relação de investidores do Empreendimento<sup>37</sup>, informando a comercialização de 153 unidades entre 30.09.2013 e 30.08.2014, sendo 25 após o Alerta ao Mercado, a Acusação consolidou o seguinte quadro resumo:

---

<sup>29</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 76 a 86.

<sup>30</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 16 a 73.

<sup>31</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 131 a 155.

<sup>32</sup> Conforme item 04 do quadro resumo do Contrato de Promessa de Venda e Compra, Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 77.

<sup>33</sup> Conforme itens V.1.e V.1.1, do Contrato de SCP, Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls.138-139.

<sup>34</sup> Conforme itens V.1 e IX.1 do Contrato de SCP, Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 138, 139 e 142.

<sup>35</sup> Conforme item V.1.1 do Contrato de SCP Processo, SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls.139.

<sup>36</sup> Conforme itens 8.2 e 8.2.1 do quadro resumo do Contrato de Promessa de Venda e Compra e item II.3 do Contrato de SCP, Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 80 e 136.

<sup>37</sup> Doc. SEI. 0508242 – Anexo II.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

<b>Período</b>	<b>CICs Comercializados</b>
Até 12/12/2013	128
Entre 13/12/2013 e 31/01/2014	9
fev/14	8
mar/14	3
abr/14	0
mai/14	1
jun/14	0
jul/14	0
ago/14	4
<b>Total</b>	<b>153</b>

24. A Acusação frisou ainda que, ao avaliar consulta da SRE sobre as ofertas de CIC hoteleiros e o Alerta ao Mercado, a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) assim se manifestou no PAS CVM SEI nº 19957.008131/2016-30, através do Parecer nº 00182/2016/GJU 4/PFECVM/PGF/AGU<sup>38</sup>:

Portanto, se era admissível que os participantes do mercado imobiliário, por não serem agentes que usualmente atuavam no específico mercado de valores mobiliários, não alcançavam o entendimento de que o modelo idealizado para os contratos de condo-hotéis se encaixavam no conceito de valor mobiliário, tal argumento deixou de ser invocável a partir dos referidos Alertas - em especial o Alerta geral - com a divulgação do entendimento da Autarquia.

Neste ponto, nos parece indiscutível que a emissão de tais alertas teve sim o condão de disseminar o entendimento da Autarquia sobre a configuração dos contratos de condo-hotéis como valor mobiliário, bem como sobre a respectiva necessidade de registro prévio das ofertas públicas, não apenas para os agentes que regularmente atuam no mercado de valores mobiliários, mas para toda a sociedade, inclusive aos participantes do mercado imobiliário, como incorporadores e corretores de imóveis. Essa disseminação foi ampliada e multiplicada com a veiculação de notícias sobre o Alerta em diversos meios de comunicação, atingindo, portanto, um número ainda maior de pessoas.

25. Apontou a Acusação que a caracterização dos contratos de condo-hotéis como valor mobiliário foi disseminada não somente por meio de jornais como Valor Econômico<sup>39</sup> e O Estado de São Paulo<sup>40</sup>, como também foi amplamente debatida pelas entidades de classe dos mercados

<sup>38</sup> Doc. SEI 0206830.

<sup>39</sup> Matérias com os títulos “Empresa contesta valor fixado para patrimônio”, “CVM analisa vendas de cotas de hotéis”, “Devagar com esse hotel” e “Investidor consegue recuperar no Judiciário prejuízo com flat”, veiculadas entre 21.05.2014 e 11.08.2014 (Processo SEI 19957.007969/2016-14, Docs. SEI 0526686, 0526688, 0526690 e 0526693).

<sup>40</sup> Matéria “Incorporadoras e corretoras na mira da CVM” veiculada em 02.04.2014 (Processo SEI 19957.007969/2016-14, Doc. SEI 0526698).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

imobiliário e hoteleiro após a publicação do Alerta ao Mercado<sup>41</sup>. Como, por exemplo, o SECOVI (Sindicato das Empresas de Compra, Venda, Locação e Administração de Imóveis e dos Condomínios Residenciais e Comerciais), sendo que a Helbor era associada do SECOVI-SP<sup>42</sup>.

26. Segundo a SRE, não seria crível que os administradores da Hesa 101, que também eram administradores de companhia aberta, não tenham recebido informações sobre o Alerta ao Mercado, e não soubessem, até setembro de 2014, do entendimento da CVM de que os contratos de condo-hotéis se encaixavam no conceito de valor mobiliário, assunto que foi amplamente comentado na imprensa e amplamente debatido pelas entidades de classe do mercado imobiliário.

27. Prosseguiu alegando que tanto nos contratos principais, como, por exemplo, o Contrato de Promessa de Venda e o Contrato de SCP, quanto nos contratos secundários, havia informações claras e precisas que permitiam a percepção de que se tratavam de contratos de condo-hotéis.

28. Para a Acusação, os ofertantes assumiram o risco de serem responsabilizados pelas infrações à legislação vigente quando ofertaram unidades do Empreendimento antes da obtenção de registro ou dispensa do registro, somente cessando a oferta quando do recebimento de notificação formal por outra empresa do grupo Helbor.

29. Por fim, a Acusação pontuou que a aquisição de uma unidade condo-hoteleira do Empreendimento acarretava na adesão pelo investidor ao sistema de exploração hoteleira conjunta, regulado pelo Contrato de SCP, o que o qualificava como sócio participante daquela sociedade e vinculava a compra de uma unidade à locação para a exploração pela Operadora Hoteleira.

30. Acerca da responsabilidade da Hesa 101 pela oferta, a SRE destacou que: (i) a própria Incorporadora se apresentou como “Ofertante” no pedido de dispensa de registro e contratou a AHI para fazer a administração de todas as unidades autônomas hoteleiras do condo-hotel; (ii) os materiais publicitários<sup>43</sup> utilizados na oferta traziam o logotipo da Helbor, controladora da Hesa 101; e (iii) a Incorporadora era parte nos principais contratos que compunham o CIC relativo ao Empreendimento: promitente vendedora no Contrato de Promessa de Compra e Venda<sup>44</sup> e sócia participante no Contrato de SCP<sup>45</sup>.

31. Assim, entendeu que a Hesa 101 deve ser responsabilizada pela oferta por meio da divulgação de material publicitário do Empreendimento antes da concessão da dispensa de registro, bem como Henrique Borenstein e Henry Borenstein, tendo em vista serem os

---

<sup>41</sup> Como, por exemplo, a matéria da “Revista Hotéis” com o título “Regulamentação de condo-hotel pela CVM é debatido na Convenção do SECOVI”.

<sup>42</sup> Processo SEI 19957.007969/2016-14, Doc. SEI 0526732.

<sup>43</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0508242 – Anexo IV.

<sup>44</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 16.

<sup>45</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 131.





## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

administradores da Hesa 101, conforme seu Contrato Social<sup>46</sup> e cadastro na Receita Federal<sup>47</sup> e por terem se envolvido diretamente com a oferta em diversas ocasiões, tais como descritas no item 58 do termo acusação, segundo o qual:

- (a) Ambos assinaram a Declaração de Veracidade referente à oferta de CIC do Empreendimento<sup>48</sup>;
- (b) Henry Borenstein assinou: o Acordo Comercial para Administração de Empreendimento Condo-hoteleiro<sup>49</sup>; o Contrato de Prestação de Serviços de Administração Condominial de Natureza Hoteleira<sup>50</sup>; e o Contrato de Constituição de Sociedade em Conta de Participação<sup>51</sup>;
- (c) Henrique Borenstein assinou: o 1º Termo de Rerratificação e Consolidação do Anexo 7 do Contrato de Constituição de SCP – Contrato de Locação<sup>52</sup>; o 1º Termo de Rerratificação e Consolidação Instrumento Particular de Contrato de Prestação de Serviços de Administração Condominial de Natureza Hoteleira<sup>53</sup>; o 1º Termo de Rerratificação e Consolidação do Contrato de Comodato de Áreas e Equipamentos<sup>54</sup>; e o Primeiro Aditivo e Consolidação ao Contrato de Constituição de Sociedade em Conta de Participação Equipamentos<sup>55</sup>.

### V. RESPONSABILIDADES

32. Diante do exposto, a SRE responsabilizou os Acusados pela realização de oferta de valores mobiliários sem a obtenção do registro previsto no art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e no art. 2º da ICVM nº 400/2003 e sem a dispensa prevista no art. 19, §5º, I, da Lei nº 6.385/1976 e no art. 4º da ICVM nº 400/2003, o que constitui infração grave, consoante o art. 59, II, dessa Instrução.

### VI. MANIFESTAÇÃO DA PFE

33. Em 19.11.2018, a PFE manifestou-se no sentido de terem restado atendidos os requisitos previstos nos arts. 6º e 11, da Deliberação CVM nº 538/2008<sup>56</sup>, bem como, diante da existência de indícios de crime de ação penal pública, e recomendou o envio de comunicação ao Ministério Público Federal, o que ocorreu com o envio do Ofício nº 49/2019/CVM/SGE, de 15.02.2019<sup>57</sup>.

<sup>46</sup> Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524723, fls. 445-459 e Doc. SEI 0508242, Anexo V.

<sup>47</sup> Doc. SEI 0539036.

<sup>48</sup> Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524723, fls. 237.

<sup>49</sup> Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0508242, Anexo III.

<sup>50</sup> Idem.

<sup>51</sup> Idem.

<sup>52</sup> Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524728, fls. 815.

<sup>53</sup> Idem, fls. 834.

<sup>54</sup> Idem, fls. 843.

<sup>55</sup> Idem, fls. 869.

<sup>56</sup> Doc. SEI 0648500.

<sup>57</sup> Doc. SEI 0692608.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### VII. RAZÕES DE DEFESA

34. Em 01.04.2019, os Acusados apresentaram, tempestivamente, defesa conjunta<sup>58</sup> (“Defesa”), na qual não contestaram que os investimentos ofertados relativos ao Empreendimento sejam o que se convencionou chamar de condo-hotéis, os quais, posteriormente, vieram a ser classificados como valores mobiliários, na modalidade CICs, atraindo a competência da CVM.

35. Segundo a Defesa, entretanto, não seria possível punir os Acusados, pois eles suspenderam voluntariamente a oferta assim que a Hesa 100 Investimentos Imobiliários Ltda. (“Hesa 100”) recebeu notificação<sup>59</sup> da CVM, indicando que o investimento, nos moldes em que ofertado (unidades autônomas), também configuraria CIC.

36. Ainda de acordo com a Defesa, os precedentes do Colegiado existentes até a apresentação do termo de acusação também indicavam, consistentemente, a impossibilidade de punição. Nesse sentido, a Defesa pontuou que, no primeiro julgamento pela CVM de PAS que versava sobre oferta irregular de condo-hotéis, em 07.08.2018<sup>60</sup>, o Colegiado reconheceu que, após a divulgação do Alerta ao Mercado, deveria “*ser considerado um período de assimilação, pelo mercado, do novo posicionamento do regulador.*”. Assim, e considerando que naquele precedente o período da oferta estava compreendido entre a divulgação do Alerta ao Mercado e o recebimento pela incorporadora<sup>61</sup> do primeiro ofício da CVM questionando sua realização e alertando que tal ato poderia configurar uma oferta irregular de valor mobiliário, não houve aplicação de qualquer sanção pelas ofertas de valores mobiliários sem registro ou dispensa no precedente em questão.

37. Além disso, a Defesa destacou que, após esse primeiro precedente, foram julgados outros oito casos<sup>62</sup>, não havendo condenação por ofertas posteriores ao Alerta ao Mercado sem que a incorporadora tivesse sido questionada pela CVM sobre a realização da oferta<sup>63</sup>. Ademais, ressaltou que há ao menos um caso<sup>64</sup>, em que foi aplicada pena de advertência, mas não devido a

---

<sup>58</sup> Doc. SEI 0726780.

<sup>59</sup> Ofício/CVM/SRE/Nº508/2014.

<sup>60</sup> PAS CVM nº RJ2016/8347, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 07.08.2018.

<sup>61</sup> No caso em tela, o primeiro ofício foi recebido em 14.05.2014, data que foi considerado o marco temporal a partir do qual, no caso, a incorporadora já não mais poderia ofertar publicamente unidades em condo-hotéis.

<sup>62</sup> PAS CVM nº RJ2017/1239, Dir. Rel. Gustavo Borba, j. em 07.08.2018; PAS CVM nº RJ2018/324, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 30.10.2018; PAS CVM nº RJ2017/4779, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 11.12.2018; PAS CVM nº RJ2017/5471, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 11.12.2018; PAS CVM nº RJ2018/157, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 08.01.2019; PAS CVM nº RJ2018/3285, Dir. Rel. Henrique Machado, j. em 29.01.2019; PAS CVM nº RJ2017/5788, Dir. Rel. Carlos Rebello, j. em 29.01.2019; e PAS CVM nº RJ2017/3091, Dir. Rel. Gustavo Gonzalez, j. em 26.03.2019.

<sup>63</sup> O período de assimilação teria tido fim em 17.03.2015, com a edição da Deliberação CVM nº 734. Ofertas realizadas após essa data, mesmo sem a notificação do incorporador, ensejariam a aplicação de sanção. Entretanto, a Hesa 101 não teria realizado qualquer oferta ou venda após tal data.

<sup>64</sup> PAS CVM nº RJ2017/5471, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. em 11.12.2018.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

vendas realizadas ao longo de 2014, e sim às realizadas pela incorporadora após a data do recebimento do primeiro ofício da CVM, no referido caso, em 06.03.2015<sup>65</sup>.

38. Complementou alegando que em nenhum dos precedentes já julgados pelo Colegiado houve a condenação a sanção por oferta de condo-hotéis realizada antes da Deliberação CVM n° 734, de 17.03.2015, sem que houvesse “*elemento de prova concreto*” do conhecimento pela incorporadora do entendimento da CVM.

39. Nesse passo, os Acusados sustentaram que o presente caso se amolda exatamente aos precedentes em que não foram aplicadas punições pela CVM.

40. Arguiu a Defesa que, no período das alienações das unidades destacadas pela SRE, a Incorporadora interpretava legitimamente que o Alerta ao Mercado não abarcava a estrutura jurídica do Empreendimento, que apresentava relevantes diferenças com relação à compra e venda de frações ideais de imóveis mencionadas no Alerta ao Mercado, que não teve o condão de obrigar a paralisação da venda de unidades, conforme já decidido pelo Colegiado da CVM:

[O] processo de suspensão deve ser próprio e específico, de modo que o Alerta geral dirigido ao mercado, informando a respeito da necessidade de cumprimento da legislação pertinente, não pode ser considerado como fato gerador da suspensão de toda e qualquer oferta irregular de CIC envolvendo condo-hotel. Logo, o Alerta não teve o condão de suspender a distribuição realizada pelas Recorrentes.<sup>66</sup>

41. Nessa linha, reproduziu trecho do voto do Presidente Marcelo Barbosa no PAS CVM SEI n° 19957.010212/2017-81, julgado em 11.12.2018, em que tratou do período de incerteza existente entre o Alerta ao Mercado e a Deliberação CVM n° 734/15, tendo aduzido que foi a referida Deliberação que estabeleceu regras claras e objetivas sobre a dispensa de registro dos CICs hoteleiros, não deixando margem para dúvida quanto ao entendimento da CVM, e que mesmo após o Alerta ao Mercado não é possível exigir uma assimilação automática da interpretação da CVM a respeito da natureza dos CICs hoteleiros, tratando-se de setor que até então havia permanecido alheio à regulação do mercado de valores mobiliários.

42. O contexto em que as manifestações da CVM ocorreram também foi destacado pelos Acusados, que lembraram que as ofertas de condo-hotéis, além de estarem sujeitas a regramento próprio, ocorriam há décadas<sup>67</sup>, e em todo esse período, a CVM não havia manifestado seu

<sup>65</sup> A Defesa sublinha que conforme o item 12 do relatório de tal caso, foram vendidas 18 unidades em novembro de 2014, quatro em dezembro de 2014 e cinco em janeiro de 2015, mas a venda dessas 27 unidades antes do recebimento do ofício pela incorporadora não embasou a aplicação de qualquer sanção.

<sup>66</sup> Trecho apontado pela Defesa (Doc. SEI 0726780, fls. 12) com relação ao voto do ex-Presidente da CVM, Leonardo Pereira, no Processo CVM SEI n° 19957.004122/2015-99, decidido em 12.04.2016.

<sup>67</sup> Inclusive, eram anteriores a previsão legal dos CICs.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

entendimento quanto à sua competência de supervisão sobre tal estrutura. Tal pronunciamento, sustenta a Defesa, era vital, tendo em vista que o conceito de valor mobiliário foi introduzido de forma aberta no ordenamento jurídico. Portanto, era cabível a interpretação de que sua venda não estaria sujeita a supervisão e fiscalização da CVM.

43. Os Acusados acrescentaram, ainda, que o entendimento da CVM sobre o assunto foi se alterando ao longo do tempo, devido a melhor compreensão pela CVM da atividade de incorporação imobiliária. Como exemplo, foi mencionado que a SRE, originalmente, concedia dispensa de registro de oferta tão somente para as unidades disponíveis para venda, o que foi posteriormente alterado para abarcar, também, as unidades autônomas vendidas, mas que viessem a retornar, por distrato, ao estoque da incorporadora. De igual modo, o Colegiado afastou a antiga exigência de se assegurar aos antigos adquirentes o direito de retratação das vendas feitas até abril de 2016, por reconhecer a incerteza da regulamentação aplicável.

44. Frisaram, também, que a própria ICVM nº 602, de 27.08.2018, atualizou o tratamento dos condo-hotéis, refletindo entendimentos que até então não haviam sido divulgados pela CVM, como por exemplo, que as operadoras hoteleiras, a princípio, não são ofertantes dos CICs.

45. A Defesa igualmente se insurgiu contra o que entendeu ser a imposição de tratamento diferenciado à Incorporadora, negando-lhe o “período de assimilação” considerado nos precedentes, pelo simples fato de sua controladora ser uma empresa de capital aberto, “não se justifica sob nenhuma ótica”, visto que as incertezas em torno do teor do Alerta CVM eram as mesmas para todo o mercado imobiliário, independentemente da estrutura de capital das empresas.

46. Ademais, a Defesa arguiu que todas as condenações impostas pela CVM até então foram calcadas no recebimento de ofício emitido pela SRE, ou ainda, pelo seguimento da oferta após a Deliberação CVM nº 734/2015, não havendo precedente onde a estrutura da incorporadora ou a formação profissional dos administradores justificasse a aplicação de sanção.

47. Nesse contexto, as imputações por ofertar CICs Hoteleiros em período anterior ao envio do Ofício Hesa 100 pela SRE importariam em aplicação retroativa de nova interpretação de norma administrativa, o que é vedado pelo art. 2º, § único, XIII da Lei nº 9.784, de 29.01.1999<sup>68</sup>.

48. No mesmo sentido, sustentaram os Acusados que o fato de o conceito de contrato de investimento coletivo ter sido incluído no nosso ordenamento jurídico como um conceito aberto

---

<sup>68</sup> Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. (...) Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

combinado com a ausência de clara manifestação da CVM sobre o tema até a edição da Deliberação CVM nº 734/2015, faz com que a sanção por eventuais irregularidades anteriores seja obstada pela excludente de ilicitude do erro de proibição, como foi já reconhecido pelo Colegiado da CVM no julgamento dos casos relativos à “crise da marcação a mercado”.

49. A Defesa também refutou a tese da SRE de que os Acusados já tinham ciência da irregularidade da oferta antes do recebimento do Ofício Hesa 100 pela respectiva incorporadora. Especificamente sobre a convenção do SECOVI, de 28.08.2014, que teria tratado do tema, foi afirmado que nenhum dos Acusados ou seus representantes estavam presentes em tal evento.

50. Por fim, a Defesa sustentou que, ainda que se conclua pela responsabilidade da Incorporadora, não caberia apenar seus administradores com base em assinaturas de contratos, cujas celebrações foram todas anteriores ao Alerta ao Mercado. Além disso, os Acusados sustentam que a Acusação não teria demonstrado que eles tinham competências legais e estatutárias relacionadas com a oferta dos CICs, consoante o art. 56-B da ICVM nº 400/2003.

### VIII. DISTRIBUIÇÃO DO PROCESSO

51. Em reunião do Colegiado ocorrida em 21.05.2019, fui sorteada relatora deste processo<sup>69</sup>. É o relatório.

Rio de Janeiro, 17 de fevereiro de 2020.

Flávia Sant’Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

---

<sup>69</sup> Doc. SEI 0761915.