



## 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

### VOTO

#### I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de PAS<sup>1</sup> instaurado pela SRE em face da incorporadora Hesa 101 e de seus administradores, Henrique Borenstein e Henry Borenstein, para apurar eventual responsabilidade pela realização de oferta pública de CICs relativos ao empreendimento hoteleiro **Park Inn by Radisson Santos**, sem a obtenção do registro de que trata o art. 19 da Lei nº 6.385/1976 e o 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 400/2003.

2. Neste PAS, julgamos se cabe responsabilizar os Acusados pela realização de oferta pública de CICs hoteleiros relativos ao Empreendimento enquanto inexistentes o registro ou a dispensa de registro perante a CVM (“Oferta Irregular”), no período decorrido antes da obtenção da respectiva dispensa de registro concedida pela CVM, em 18.12.2015. Cabe observar, de plano, que consoante reconhecido pelos próprios Acusados, **25** unidades autônomas componentes do Empreendimento foram alienadas após o Alerta ao Mercado de 12.12.2013, sendo que entre essas apenas **cinco** foram vendidas entre maio e setembro de 2014, quando outra empresa do grupo recebeu Ofício da SRE<sup>2</sup>, e que nenhuma unidade foi alienada de setembro de 2014 até a data de obtenção da dispensa de registro neste caso.

3. Destaco também, desde já, a relevância, para o deslinde deste caso, do julgamento do PAS CVM SEI nº 19957.009570/2018-21, ocorrido em 10.12.2019, de relatoria do Diretor

---

<sup>1</sup> Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados neste voto que não estiverem nele definidos têm o significado que lhes foi atribuído no relatório que o antecede (“Relatório”).

<sup>2</sup> Trata-se do Ofício/CVM/SRE/Nº 508/2014, de 15.09.2014, recebido pela HESA 100 – Investimentos Imobiliários Ltda. (“Hesa 100”), Doc. SEI 0726780, fls. 37-38.



## 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)

Henrique Balduino Machado (“Precedente Hesa 112”), em que foram condenados outra sociedade de propósito específico integrante do grupo Helbor – a Hesa 112 - Investimentos Imobiliários – e seus administradores<sup>3</sup> também acusados neste PAS, por oferta irregular de CICs hoteleiros referentes a outro empreendimento hoteleiro.

4. Como detalharei mais adiante, no Precedente Hesa 112, assentou-se o entendimento deste Colegiado acerca de certos aspectos relevantes para a análise da responsabilização dos acusados, os quais, a meu ver, são igualmente aplicáveis neste processo.

### II. MATERIALIDADE

5. Em benefício da síntese, haja vista a consolidada posição do Colegiado da CVM em diversos precedentes sobre o tema<sup>4</sup>, deixo de repisar o debate acerca da caracterização do condotel como CIC e da consequente necessidade de registro ou dispensa de registro perante a CVM para a realização de oferta pública de distribuição, nos termos da Lei nº 6.385/1976 e da regulamentação aplicável.

6. Neste PAS, a Acusação demonstrou a existência dos CICs, nos termos previstos no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76<sup>5</sup>, ao evidenciar que os contratos eram coletivos, previam remuneração para os investidores, advinda de esforços empreendidos por terceiros e que foram ofertados publicamente, inclusive por meio de materiais publicitários divulgados em *websites*.

7. Os defendentes, por sua vez, não trouxeram qualquer argumento ou prova a demonstrar que os contratos referentes ao Empreendimento se distinguem daqueles utilizados em outros empreendimentos hoteleiros já examinados pela CVM. Os próprios documentos e informações que, posteriormente, vieram a embasar a dispensa de registro perante a CVM evidenciam a configuração dos CICs e a Oferta Irregular durante o período que antecedeu a referida dispensa, não havendo razão para reabrir a discussão já superada.

8. Assim, os fatos examinados neste PAS, em seus aspectos fundamentais, se coadunam com os precedentes julgados pela CVM, restando, a meu ver, bem caracterizada a infração.

### III. ANÁLISE DE RESPONSABILIDADE

9. Também considero que restou bem demonstrada a responsabilidade da Hesa 101 pela Oferta Irregular de CICs do Empreendimento, inclusive por meio dos materiais publicitários utilizados<sup>6</sup> que traziam a logomarca da Helbor, controladora da Hesa 101.

<sup>3</sup> Henry Borenstein e Henrique Borenstein.

<sup>4</sup> v., p.ex., PAS CVM nº RJ2017/2225, j. 28.08.2018; PAS CVM nº RJ2018/324, j. 30.10.2018; PAS CVM nº RJ2017/4412, j. 30.10.2018; PAS CVM nº RJ2017/4779, j. 11.12.2018; e PAS nº RJ2017/3091, j. 26.03.2019.

<sup>5</sup> v. Decisão de 15.01.2008, no âmbito do Processo CVM nº RJ2007/11593, Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto.

<sup>6</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)

10. Ademais, a Incorporadora era parte em dois dos contratos centrais que compunham os CICs: (i) como “Promitente Vendedora” no Contrato de Promessa de Compra e Venda<sup>7</sup>; e (ii) como sócia participante no Contrato de Constituição de Sociedade em Conta de Participação<sup>8</sup>; bem como se identificou como ofertante no pedido de dispensa de registro perante a CVM<sup>9</sup>.

11. Da mesma forma, foi comprovado o envolvimento direto de Henry Borenstein e Henrique Borenstein com a Oferta Irregular, por sua atuação como administradores da Incorporadora, conforme demonstrado no Contrato Social e no cadastro na Receita Federal da Hesa 101<sup>10</sup>, reforçado pelo fato de que representaram a Incorporadora na assinatura de diversos documentos atinentes ao Empreendimento, observando-se que: (i) ambos os Acusados assinaram a Declaração de Veracidade referente à oferta de CICs do Empreendimento<sup>11</sup>; (ii) Henry Borenstein assinou o Acordo Comercial para Administração de Empreendimento Condo-hoteleiro<sup>12</sup>, o Contrato de Prestação de Serviços de Administração Condominial de Natureza Hoteleira<sup>13</sup>, e o Contrato de Constituição de Sociedade em Conta de Participação<sup>14</sup>; e (iii) Henrique Borenstein assinou o 1º Termo de Rerratificação e Consolidação do Anexo 7 do Contrato de Constituição de SCP – Contrato de Locação<sup>15</sup>, o 1º Termo de Rerratificação e Consolidação Instrumento Particular de Contrato de Prestação de Serviços de Administração Condominial de Natureza Hoteleira<sup>16</sup>; o 1º Termo de Rerratificação e Consolidação do Contrato de Comodato de Áreas e Equipamentos<sup>17</sup>, e o Primeiro Aditivo e Consolidação ao Contrato de Constituição de Sociedade em Conta de Participação Equipamentos<sup>18</sup>. Observe-se que este PAS se originou do pedido de dispensa protocolado pela Incorporadora, do qual constavam esses documentos utilizados pela Acusação para demonstrar a materialidade e autoria da infração, o que cabe ser sopesado para fins de dosimetria.

12. Note-se, ainda, como igualmente apontado pela Acusação, que a responsabilidade dos administradores da ofertante é expressamente prevista no art. 56-B da ICVM nº 400/2003<sup>19</sup>.

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

<sup>8</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 131.

<sup>9</sup> Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524722, fls. 1-14.

<sup>10</sup> Processo SEI 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524723, fls. 444-456 e Doc. SEI 0539036.

<sup>11</sup> Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524723, fls. 237.

<sup>12</sup> Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0508242, Anexo III.

<sup>13</sup> Idem.

<sup>14</sup> Idem.

<sup>15</sup> Processo SEI nº 19957.007000/2016-35, Doc. SEI 0524728, fls. 815.

<sup>16</sup> Idem, fls. 834.

<sup>17</sup> Idem, fls. 843.

<sup>18</sup> Idem, fls. 869.

<sup>19</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.



## 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)

13. Resta analisar o grau de reprovabilidade das condutas dos Acusados, à luz dos marcos temporais estabelecidos<sup>20</sup> e consolidados pelo Colegiado em diversos julgados nos últimos anos.

14. Para tanto cabe repisar que o entendimento do Colegiado tem sido no sentido (i) da não responsabilização pelos atos de distribuição realizados antes de 12.12.2013, data da divulgação do Alerta ao Mercado, ocasião em que a CVM manifestou-se sobre a caracterização dos chamados condo-hotéis como valores mobiliários na modalidade CIC; (ii) da responsabilização dos atos de distribuição posteriores a 17.03.2015, data da edição da Deliberação CVM nº 734, que estabeleceu requisitos e procedimentos para a obtenção de dispensa de registro de oferta pública desses CICs; e (iii) da necessidade de se sopesar as **particularidades do caso concreto** para os atos ocorridos no **período compreendido no interregno** transcorrido entre tais datas.

15. Neste PAS, consoante as informações trazidas aos autos pelos próprios Acusados, Acusação elaborou a seguinte tabela-resumo constante no item nº 44 do Termo de Acusação:

Período	CICs Comercializados
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>

16. De pronto, destaco que a SRE acertadamente reconheceu que não cabe responsabilizar os Acusados pela oferta de CICs Hoteleiros relativos ao Empreendimento no período anterior à divulgação do Alerta ao Mercado.

17. Nesse sentido, a acusação repercutiu apenas com relação ao período transcorrido entre 13.12.2013 e agosto de 2014, ao longo do qual foram alienadas 25 unidades autônomas integrantes do Empreendimento, evidenciando que os Acusados ofertaram CICs hoteleiros durante o que se passou a chamar de “período de assimilação”, cabendo ao Colegiado analisar as circunstâncias do caso concreto, a fim de identificar o momento a partir do qual os Acusados não mais poderiam alegar seu desconhecimento acerca do posicionamento da CVM quanto à configuração dos investimentos em condo-hotéis como CICs para justificar a continuidade da oferta.

<sup>20</sup> PAS CVM SEI nº 19957.004122/2015-99, j. 12.04.2016, e PAS CVM nº 19957.008081/2016-91, j. 07.08.2018.



## 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)

18. Considerando as semelhanças deste caso com o Precedente Hesa 112, cabe reiterar o entendimento então assentado pelo Colegiado no sentido de que (i) após a primeira manifestação objetiva e institucional da CVM sobre a natureza dos CICs hoteleiros por meio do Alerta ao Mercado de 12.12.2013, seguiu-se, ao longo do chamado “período de assimilação”, e já **a partir do fim do primeiro trimestre de 2014**, a disseminação de matérias a respeito do posicionamento da Autarquia em publicações em portais de comunicação de grande alcance, bem como de discussões e posicionamentos de relevantes entidades do setor imobiliário, e (ii) o alerta **não se restringia apenas a um modelo específico de estruturação de negócio imobiliário**, refutando a alegação de que não estariam abrangidos os empreendimentos estruturados com unidades autônomas, ao contrário do que sustentam os Acusados.

19. Além disso, o Precedente Hesa 112 também deixou clara a percepção do Colegiado no sentido de que, do segundo trimestre de 2014 em diante, a referida difusão do Alerta ao Mercado não passou despercebida dos **grandes players do mercado imobiliário**, como é o caso do grupo Helbor, razão pela qual o Colegiado não acolheu o argumento dos defendentes de que apenas tomaram ciência do entendimento institucional da CVM em setembro de 2014, quando do recebimento do Ofício da SRE. Também foi igualmente refutado pelo Colegiado o alegado erro de proibição quanto à caracterização da oferta pública de valor mobiliário por se tratar de agente integrante de grupo relevante no mercado imobiliário.

20. Tanto a Hesa 101 quanto a Hesa 112 são sociedades de propósito específico controladas pela Helbor Empreendimentos S.A., da qual H.B. e Henry Borenstein são administradores, sendo de todo aplicável o mesmo entendimento neste caso.

21. Como bem pontuado pelo Diretor Henrique Machado no Precedente Hesa 112: a Helbor é “ *um grande player do mercado imobiliário, que está inserido e, portanto, tem familiaridade com a dinâmica de captação de recursos no mercado de valores mobiliários e que não pode alegar desconhecimento da matéria, após a divulgação do alerta pela CVM e a ampla repercussão pública de seu conteúdo após mais de oito meses da divulgação do Alerta ao Mercado.*”.

22. Especificamente sobre a repercussão pública do Alerta ao Mercado, o ilustre Diretor Relator Henrique Machado já havia se manifestado, em 07.08.2018, no julgamento do PAS CVM SEI n° 19957.008081/2016-91, no seguinte sentido:

*24. Assim, a partir de abril de 2014, a grande imprensa já havia dado razoável publicidade ao assunto e setores significativos do mercado imobiliário dele já tinham conhecimento e estavam, inclusive, externando publicamente seus posicionamentos e discussões sobre o tema. A difusão do Alerta, portanto, não pode ter passado despercebida, em especial para um grande “player” do mercado imobiliário, do qual se supõe que tenha acesso às informações atualizadas sobre o seu ramo de atividade e que participe das principais*



## 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)

*entidades de classe do setor.*

.....  
29. *Considero, portanto, que a partir do recebimento do recebimento do Ofício nº 259 [de 14.05.2014, que pela primeira vez informou a empresa do Grupo Setin que o investimento ofertado poderia se enquadrar no conceito de valor mobiliário], e não somente a partir da emissão da Deliberação CVM nº 734/15, em 17.03.2015, conforme entende o Relator, já teria se tornado incontroverso e suficientemente assimilado pelas Acusadas o entendimento da Autarquia de que oferta pública de seus condohoteis deveria se submeter às normas de registro, em especial à Instrução CVM nº 400/03.* (grifos adotados)

23. Por fim, destaque-se também a seguinte passagem da manifestação de voto do Presidente Marcelo Barbosa, no âmbito do PAS CVM nº RJ2017/3091, julgado em 21.05.2019:

8. (...) *reitero meu posicionamento exposto por ocasião do julgamento do PAS RJ 2017/1298 (em que fui acompanhado pela maioria do Colegiado), no sentido de que a atuação sancionadora por parte da CVM se justifica independentemente da concessão da dispensa de registro e tem como propósito punir os agentes responsáveis pela inércia em buscar a regularização da oferta junto à CVM, deixando mercado e investidores expostos no período que antecede a concessão da dispensa.* (grifos adotados)

24. Neste PAS, cabe destacar que, conforme indicado no item 35 do Termo de Acusação<sup>21</sup>, foram alienadas **cinco** unidades **após o primeiro trimestre de 2014** e antes da obtenção da dispensa de registro da oferta perante a CVM, tendo uma venda ocorrido em maio e as outras quatro em agosto de 2014, evidenciando, de todo modo, o cabimento da responsabilização dos Acusados com relação a tal período.

#### IV. DOSIMETRIA E CONCLUSÃO

25. Passo, então, a dosimetria da pena a ser aplicada à Incorporadora e seus administradores.

26. No julgamento dos Processos SEI nºs 19957.0003266/2017-90 e 19957.008081/2016-91, consignou-se que as penalidades a serem cominadas aos responsáveis por ofertas irregulares de CIC hoteleiros sejam aplicadas por oferta, atenuadas ou agravadas em razão do período em que a irregularidade foi praticada e o número de unidades vendidas, o que tem sido adotado nos diversos precedentes julgados desde então, sopesando também o porte do ofertante<sup>22</sup>.

27. Em que pese a gravidade em abstrato da conduta e o fato de a Incorporadora integrar grupo econômico de grande porte, considero ainda assim que, neste caso, em linha com outros

---

<sup>21</sup> Doc. SEI 0619146.

<sup>22</sup> Nesse sentido, destaco manifestação de voto do Diretor Henrique Machado, acompanhada pela maioria do Colegiado, no âmbito do PAS CVM nº 19957.008081/2016-91, j. em 07.08.2018, e o voto Diretor Relator Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº RJ2018/2316, j. em 01.10.2019.



## 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)

precedentes julgados pelo Colegiado<sup>23</sup>, não se justifica a aplicação de penalidade mais gravosa que advertência, notadamente tendo em vista (i) as poucas unidades alienadas após o período de assimilação aplicável neste caso (apenas cinco); e (ii) a suspensão voluntária da Oferta Irregular pela Hesa 101, ainda que após o recebimento de Ofício pela Hesa 100, em setembro de 2014, e a retomada da oferta apenas após obtida a dispensa de registro em dezembro de 2015, período quanto ao qual restou demonstrada boa-fé e empenho da Incorporadora nas interações com a Autarquia voltadas à obtenção da dispensa e ajuste de seus procedimentos às normas aplicáveis<sup>24</sup>.

28. Pelo exposto, com fundamento no art. 11 da Lei nº 6.385/1976 (com redação anterior à entrada em vigor da Lei nº 13.506, de 13.11.2017), voto pela:

- a. condenação da **Hesa 101 – Investimentos Imobiliários Ltda.**, à penalidade de **advertência**, pela realização de oferta pública de distribuição de CICs, 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 400/03;
- b. condenação de **Henry Borenstein** à penalidade de **advertência**, pela realização de oferta pública de distribuição de CICs, 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; e
- c. condenação de **Henrique Borenstein** à penalidade de **advertência**, pela realização de oferta pública de distribuição de CICs, 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.

29. Por fim, impende comunicar o resultado deste julgamento ao Ministério Público Federal no Estado de São Paulo, em complemento ao Ofício nº 28/2019/CVM/SGE<sup>25</sup>, de 31.01.2019.

É como voto.

Rio de Janeiro, 18 de fevereiro de 2020.

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora Relatora

<sup>23</sup> Em linha com precedentes julgados pela CVM, como, por exemplo, PAS RJ2018/324, Relator Diretor Gustavo Gonzalez, j. 30.10.2018; PAS CVM 19957.010212/2017-81, Relator Presidente Marcelo Barbosa, j. 11.12.2018 e PAS 19957.007937/2016-19 e 19957.004542/2017-37, de minha relatoria, j. em 10.12.2018.

<sup>24</sup> Vale destacar disposição da ICVM nº 607, de 17.06.2019 (art. 66, I), quanto a circunstância atenuante relativa a “confissão do ilícito ou a **prestação de informações relativas à sua materialidade**” (grifei).

<sup>25</sup> Doc. SEI 0678606.