

Victor Machado Schmitt

**ESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA DE EMPREENDIMENTOS
IMOBILIÁRIOS: EM FACE DOS REGIMES JURÍDICOS DA
INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA E DO MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS**

Dissertação submetida ao Programa de
Pós-Graduação em Direito da
Universidade Federal de Santa Catarina
para a obtenção do Grau de Mestre em
Direito.

Orientador: Prof. Dr. Orlando Celso da
Silva Neto

Florianópolis
2019

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Schmitt, Victor Machado
Estruturação societária de empreendimentos
imobiliários : em face dos regimes jurídicos da
incorporação imobiliária e do mercado de valores
mobiliários / Victor Machado Schmitt ; orientador,
Orlando Celso da Silva Neto, 2019.
193 p.

Dissertação (mestrado) - Universidade Federal de
Santa Catarina, Centro de Ciências Jurídicas,
Programa de Pós-Graduação em Direito, Florianópolis,
2019.

Inclui referências.

1. Direito. 2. incorporação imobiliária. 3.
mercado de valores mobiliários. 4. contrato de
investimento coletivo. 5. sociedade em conta de
participação. I. Silva Neto, Orlando Celso da . II.
Universidade Federal de Santa Catarina. Programa de
Pós-Graduação em Direito. III. Título.

Victor Machado Schmitt

**ESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA DE EMPREENDIMENTOS
IMOBILIÁRIOS: EM FACE DOS REGIMES JURÍDICOS DA
INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA E DO MERCADO DE
VALORES MOBILIÁRIOS**

Esta Dissertação foi julgada adequada para obtenção do Título de “Mestre em Direito” e aprovada em sua forma final pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 27 de fevereiro de 2019.

Prof. Dr. Arno dal Ri Junior
Coordenador do Curso

Banca Examinadora:

Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto
UFSC - Orientador

Prof. Dr. Marcus Vinícius
Motter Borges
Membro

Prof. Dr. Marcos Andrey de Sousa
Membro

AGRADECIMENTOS

A conclusão desta dissertação de mestrado não seria possível sem o apoio e a colaboração de pessoas essenciais em minha vida pessoal, acadêmica e profissional.

Agradeço, primeiramente, à minha família, especialmente aos meus pais Mylene e Fábio, integralmente responsáveis por minha educação e pelas oportunidades que me trouxeram à pós-graduação, a quem jamais conseguirei agradecer o bastante. Aos meus avós, tios, irmã e madrinha, a gratidão pelo apoio incondicional e pela compreensão da ausência inerente à elaboração do trabalho.

Agradeço ao meu orientador, Prof. Dr. Orlando Celso da Silva Neto, pela solicitude e pelo rigor técnico com que me norteou no desenvolvimento desta dissertação.

Agradeço ao Prof. Dr. André Lipp Pinto Basto Lupi, ao Prof. Dr. Marcos Andrey de Sousa e ao Prof. Dr. Marcus Vinícius Motter Borges, componentes das bancas de qualificação e de defesa de dissertação, cujas análises e ponderações foram indispensáveis para o adequado desenvolvimento da pesquisa.

Agradeço aos estimados Drs. Diogo Bonelli Paulo, Gustavo Miranda Schlösser e Jéssica Cristina da Silva Costa, responsáveis diretos pela percepção da importância do problema objeto do trabalho e desde sempre entusiastas deste projeto. Agradeço, ainda, aos amigos de advocacia no Núcleo de Negócios Imobiliários, Marcus, Luiza, Lucas, Bruna, Sara, Freccia, Matheus e Dr. Eduardo, pelo convívio alegre e pela inspiração profissional.

Agradeço ao Des. Ronei Danielli, pela oportunidade da convivência e aprendizado constante e pelo apoio ao meu projeto acadêmico. Agradeço à inigualável equipe do gabinete, Carla, Vitória, Vanessa, Matiola, Saulo e Ana, pela compreensão da dupla jornada e pela cotidiana motivação em alcançar os objetivos.

Agradeço a todos os amigos que o curso de direito me apresentou, os quais, cada qual a seu modo, participaram e colaboraram nessa trajetória. Em especial, agradeço ao Eduardo Moretti e ao Ivan Pereira Remor, pelos conselhos e pelo auxílio no desenvolvimento da pesquisa, e ao Gustavo Becker Monteiro, pela ajuda importantíssima na reta final do trabalho.

Agradeço aos colegas de orientação no mestrado, Bruno de Oliveira Carreirão e Rodrigo Junqueira Bertoncini, pela parceira e pela amizade ao longo do curso.

Agradeço aos professores, servidores e colegas do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Santa Catarina, especialmente ao Prof. Dr. Arno Dal Ri Júnior e ao Prof. Dr. Caetano Dias Corrêa, pelo apoio e pelo estímulo ao engajamento na Academia.

Por fim, agradeço à pessoa mais importante nessa jornada.

À Maria Eugênia, por todo carinho, força e companheirismo. O êxito deste trabalho só é possível graças ao teu apoio, ao teu exemplo e ao teu amor. A alegria da conquista extrai real significado ao teu lado. Com você, compreendo a mais pura acepção da felicidade.

RESUMO

O trabalho busca examinar a conformidade jurídica da estruturação societária de empreendimentos imobiliários, consistente nas alternativas de captação de investimentos concebidas pelo mercado imobiliário mediante sociedade em conta de participação, em face dos regimes jurídicos da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários. Parte-se da análise do histórico e objetivos da Lei n. 4.591/64, norma de regência da incorporação imobiliária no direito brasileiro, debruçando-se sobre o sistema legal de proteção ao adquirente, os deveres do incorporador e o requisito de registro da incorporação para comercialização de unidades autônomas do empreendimento em construção. Em um segundo momento, estuda-se as premissas do regime regulatório do mercado de capitais brasileiro e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários. Pesquisa-se o conceito contemporâneo de valor mobiliário como contrato de investimento coletivo e a proximidade conceitual e negocial com a sociedade em conta de participação. Na sequência, a partir do modelo de negócio proposto, promove-se a análise teórico-normativa da conformidade jurídica da estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante sociedade em conta de participação frente aos regimes regulatórios da Lei n. 4.591/64 e da Lei n. 6.385/76. A pesquisa realizada fornece subsídios para concluir que a adequação da operação societária ao regime jurídico da incorporação imobiliária depende da ausência de vinculação dos resultados sociais do investidor a unidades autônomas predeterminadas do empreendimento imobiliário projetado, ao passo que sua adequação ao regime jurídico do mercado de valores mobiliários depende essencialmente das práticas comerciais e negociais do empreendedor, tendentes a qualificar a oferta de investimento como pública ou privada.

Palavras-chave: incorporação imobiliária; mercado de valores mobiliários; contrato de investimento coletivo; sociedade em conta de participação.

ABSTRACT

This research seeks to analyze the legal conformity of the corporate structuring of real estate enterprise, focused on the alternatives for attracting investments conceived by the real estate market through a general partnership, relying on the legal regimes of real estate development and the securities market. The analysis starts with the history and objectives of the Act. 43591/64, which is the rule of real estate enterprises in the Brazilian law, specifically analyzing the legal system of protection to the acquirer, the duties of the developer and the merger requirement of registration for commercialization of autonomous units of the project under construction. Secondly, this research focuses on the assumptions of the regulatory regime of the Brazilian capital market and the action of the Securities Commission. It is also investigated the contemporary concept of security as a investment contract and the conceptual and negotiation proximity with the company in a participation account. Following, based on the proposed business model, this paper focuses on the theoretical-normative analysis of the legal compliance of the corporate structuring of real estate developments through a company in the account of participation in relation to the regulatory regimes of the Acts 4.591/64 and 6.385/76. This research provides elements to conclude that the compliance of the corporate transaction to the real estate development legal regime depends on the absence of linkage of the investor's social results to predetermined autonomous units of the projected real estate enterprise, while its conformity to the legal regime of the stock market fundamentally the commercial and business practices of the entrepreneur, tending to qualify the offer of investment as public or private.

Keywords: real estate development; securities law; investment contract; general partnership.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CIC – Contrato de Investimento Coletivo
CVM – Comissão de Valores Mobiliários
Lei de Incorporações – Lei n. 4.591/94, Brasil
SCP – Sociedade em Conta de Participação
SEC – *Securities and Exchange Commission*
SPE – Sociedade de Propósito Específico
STJ – Superior Tribunal de Justiça
TJDFT – Tribunal de Justiça do Distrito Federal e Territórios
TJRJ – Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro
TJRS – Tribunal de Justiça do Estado do Rio Grande do Sul
TJSC – Tribunal de Justiça do Estado de Santa Catarina
TJSP – Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo

SUMÁRIO

| | |
|--|------------|
| INTRODUÇÃO | 15 |
| 1. O REGIME JURÍDICO DA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA | 17 |
| 1.1. HISTÓRICO E OBJETIVOS DA LEI N. 4.591/64 | 17 |
| 1.2. O REGIME DE PROTEÇÃO AO ADQUIRENTE E AS RESPONSABILIDADES DO INCORPORADOR | 29 |
| 1.3. O REQUISITO DO REGISTRO DA INCORPORAÇÃO PARA NEGOCIAÇÃO DE UNIDADES AUTÔNOMAS | 45 |
| 2. O REGIME JURÍDICO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS..... | 58 |
| 2.1. O MERCADO DE CAPITAIS E A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS | 58 |
| 2.2. A DEFINIÇÃO CONTEMPORÂNEA DE VALOR MOBILIÁRIO: TÍTULOS E CONTRATOS DE INVESTIMENTO COLETIVO | 81 |
| 2.3. A SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO E O CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO | 111 |
| 3. A ESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA DE EMPREENDEIMENTOS IMOBILIÁRIOS..... | 129 |
| 3.1. A CONCEPÇÃO DA ESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA PARA CAPTAÇÃO DE RECURSOS E DESENVOLVIMENTO DE EMPREENDEIMENTOS IMOBILIÁRIOS | 129 |
| 3.1.1. A formulação concebida na prática do mercado imobiliário | 129 |
| 3.1.2. As vantagens aparentes da sociedade em conta de participação | 136 |

| | |
|---|------------|
| 3.1.3 Modelo de negócio: sociedade em conta de participação com resultados vinculados à entrega de unidades imobiliárias | 141 |
| 3.1.4. Variante pertinente: participação nos resultados desvinculada de unidades imobiliárias determinadas | 144 |
| 3.2. ANÁLISE DO MODELO DE NEGÓCIO FRENTE AOS REGIMES JURÍDICOS DA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA E DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS | 148 |
| 3.2.1. A distinção do propósito econômico do investidor | 148 |
| 3.2.2. Interesse na propriedade da unidade autônoma e o regime jurídico da incorporação imobiliária | 150 |
| 3.2.3. Interesse nos lucros do empreendimento e o regime jurídico do mercado de valores mobiliários | 164 |
| CONCLUSÃO | 177 |
| REFERÊNCIAS | 180 |

INTRODUÇÃO

O dinamismo comercial do século XXI não descuida o mercado imobiliário. Unindo amplo mercado consumidor, forte concorrência e alto valor agregado, este setor econômico atrai diariamente novos investidores e empreendedores, com novas concepções de negócios, arranjos e produtos; que se deparam, contudo, com outra característica marcante deste mercado: sua complexidade jurídica.

As alternativas de estruturação societária destinadas à captação de investimentos para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários despontaram na prática empresarial como profícuas opções de organização financeira e jurídica de novos negócios imobiliários.

No entanto, a intensa regulação desse setor econômico impõe sólidas balizas normativas às operações, identificadas, de um lado, no regime jurídico da incorporação imobiliária, assentado na Lei n. 4.591/64, e de outro, no sistema regulatório do mercado de capitais, arquitetado na Lei n. 6.385/76.

Nesse contexto, o presente trabalho busca examinar a conformidade jurídica da estruturação societária de empreendimentos imobiliários, consistente nas alternativas de captação de investimentos concebidas pelo mercado imobiliário mediante sociedade em conta de participação, em face dos regimes jurídicos da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários.

O problema a ser enfrentado é se as alternativas de captação de investimentos concebidas pelo mercado imobiliário mediante sociedade em conta de participação são compatíveis com os regimes jurídicos da incorporação imobiliária (Lei n. 4.591/64) e do mercado de valores mobiliários (Lei n. 6.385/76).

Parte-se da hipótese de que o arcabouço regulatório da incorporação imobiliária e do mercado de capitais assentam as balizas normativas e os limites práticos dentro dos quais as estruturas societárias de empreendimentos imobiliários devem se enquadrar, para ostentar regularidade jurídica, o que dependerá essencialmente das peculiaridades negociais e propósitos comerciais levados a efeito pelo organizador do negócio.

Assim, com o propósito de averiguar os desdobramentos teórico-normativos da estruturação societária de empreendimentos imobiliários em face do regime jurídico da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários, este trabalho abordará o tema em três capítulos, com a utilização do método de procedimento monográfico. O desenvolvimento da temática irá observar a técnica de documentação

indireta, envolvendo a pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental. Será utilizado os métodos de abordagem dedutivo e indutivo. Inicialmente, para a compreensão dos institutos jurídicos, utilizar-se-á o método dedutivo. Após, em vistas a delimitar uma concepção precisa do instituto e a traçar as hipóteses genéricas de sua manifestação, utilizar-se-á o método indutivo.

No primeiro capítulo, examina-se o histórico e os objetivos da Lei n. 4.591/64, norma de regência da incorporação imobiliária no direito brasileiro, debruçando-se sobre o sistema legal de proteção ao adquirente, as responsabilidades do incorporador e o requisito de registro da incorporação para comercialização de unidades autônomas do empreendimento em construção.

No segundo capítulo, estuda-se as premissas do regime regulatório do mercado de capitais brasileiro e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários, estruturadas na Lei n. 6.385/76. Pesquisa-se a evolução histórica da noção de valor mobiliário e seu conceito contemporâneo como contrato de investimento coletivo, focalizando a pesquisa nos cenários jurídicos norte-americano, manifesta inspiração do modelo regulatório instituído no Brasil, e nacional. Apura-se, ainda, a proximidade conceitual e negocial do contrato de investimento coletivo com a sociedade em conta de participação.

Por fim, no terceiro capítulo, procede-se à análise teórico-normativa da conformidade jurídica da estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante sociedade em conta de participação frente aos sistemas regulatórios da Lei n. 4.591/64 e da Lei n. 6.385/76.

Para tanto, parte-se de um modelo de negócio fixado com suporte na análise doutrinária e jurisprudencial das práticas empreendidas no mercado imobiliário. Focaliza-se a substância econômica do negócio, capaz de revelar uma distinção nos propósitos do investidor, direcionado à aquisição de imóvel ou à obtenção de lucro. Examina-se as peculiaridades e repercussões jurídicas decorrentes desta percepção, almejando-se traçar um panorama concreto capaz de desanuviar a compreensão das operações e precisar seus limites normativos em face dos regimes jurídicos da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários.

1. O REGIME JURÍDICO DA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA

No propósito de analisar a conformidade jurídica da estruturação societária de empreendimentos imobiliários, compreendida nas alternativas concebidas pelo mercado imobiliário para captação de investimentos destinadas à exploração da atividade econômica, cumpre examinar, nesse primeiro capítulo, os pressupostos e institutos do regime jurídico da incorporação imobiliária.

Parte-se da análise do histórico e objetivos da Lei n. 4.591/64, norma de regência da incorporação imobiliária no direito brasileiro, debruçando-se sobre o sistema legal de proteção ao adquirente, as responsabilidades do incorporador e o requisito de registro da incorporação para comercialização de unidades autônomas do empreendimento em construção.

1.1. HISTÓRICO E OBJETIVOS DA LEI N. 4.591/64

A crise habitacional do século XX, motivada especialmente pelo movimento migratório da zona rural aos centros urbanos, pela ocorrência de duas guerras devastadoras no mesmo século, pela falta de prédios capazes de acomodar toda a população e as atividades comerciais por ela desenvolvidas e pelas questões relativas à rentabilidade imobiliária, é considerada propulsora do aprimoramento da técnica de construção “que permitisse o melhor aproveitamento dos espaços e a mais suportável distribuição de encargos, mediante o edifício de apartamentos” (PEREIRA, 2018, p. 33).

No ordenamento pátrio, na primeira metade do século XX, inexistia um regime jurídico próprio a disciplinar a propriedade em prédios de habitação coletiva, como aponta Marco Aurélio Bezerra de Melo:

No Brasil, o Código Civil de 1916 não tratava do condomínio edilício. A primeira regulamentação sobre o tema coincide com o início da urbanização do solo brasileiro e o notável crescimento populacional no início do século XX, tendo vindo a lume apenas com a edição do Decreto n. 5.481/28¹, modificado posteriormente pelo

¹ O Decreto n. 5.481/28 dispunha acerca da alienação parcial dos edifícios de mais de cinco andares. Assim, em seu art. 1º disciplinava que os edifícios poderiam ser alienados no todo ou em parte, sendo cada apartamento considerado uma unidade autônoma, com designação numérica própria, a ser averbada no

Decreto-Lei n. 5.234/43 e pela Lei n. 285/48.²³ Essa regulamentação sobreviveu até a Lei n. 4.591/64, conhecida como “Lei Caio Mário” por ter sido o brilhante jurista o seu grande arquiteto e que dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias. O novo Código Civil regulou a matéria nos artigos 1.331 a 1.358 e revogou a maioria das disposições da lei especial na parte referente, por óbvio, ao condomínio edilício, restando intocado o regulamento das incorporações imobiliárias também referida pela aludida lei. (2011, p. 231).⁴

Registro de Imóveis, *in verbis*: “Art. 1º Os edifícios de mais de cinco andares, construídos de cimento armado ou materia similar incombustível, sob a fôrma de apartamentos isolados, entre si, contendo cada um, pelo menos, três peças, e destinados a escriptorios ou residencia particular, poderão ser alienados no todo ou em parte objectivamente considerada, constituindo cada apartamento uma propriedade autonoma, sujeita ás limitações estabelecidas nesta lei. Paragrapho unico. Cada apartamento será assinalado por uma designação numerica, averbada no Registro de Immoveis, para os effeitos de identidade e discriminação”.

² O Decreto n. 5.234/43 modificou o disposto no art. 1º do diploma legal supramencionado, para permitir a alienação parcial de edifícios com três ou mais andares, nos seguintes termos: “Art. 1º O art. 1º do decreto nº 5.481, de 25 de junho de 1928, passa a vigorar com a seguinte redação: ‘Art. 1º Os edifícios de três ou mais pavimentos construídos de cimento armado, ou material similar incombustível, sob a forma de apartamentos isolados, entre si, contendo cada um pelo menos três peças, e destinados a escritórios, ou residência particular, poderão ser alienados no todo ou em parte, objetivamente considerado, constituindo cada apartamento uma propriedade autônoma, sujeita às limitações estabelecidas nesta lei’”.

³ Da mesma forma a Lei n. 285/48 alterou o art. 1º do Decreto n. 5.481/28, com o objetivo de abranger a venda de edifícios com dois ou mais andares: “Art. 1º O artigo 1º do Decreto-lei nº 5.481, de 25 de junho de 1928, passa a vigorar com a seguinte redação: ‘Os edifícios de dois ou mais pavimentos construídos de cimento armado ou material similar incombustível, sob a forma de apartamentos isolados, entre si, que contiverem cada um, pelo menos, três peças, e destinados a escritórios ou residências particulares, poderão ser alienados, no todo ou em parte, objetivamente considerados, e constituirá cada apartamento propriedade autônoma sujeita às limitações estabelecidas nesta Lei’”.

⁴ No mesmo sentido Arnaldo Rizzardo discorre acerca das origens legislativas do instituto: “o tratamento legislativo, no Brasil, sobre a incorporação imobiliária teve incremento através da Lei n. 4.591/1964. Houve modificações pela Lei n. 4.864/1965, e, dentre outros diplomas, pela Lei n. 10.931/2004. Antes da Lei n.

Com efeito, o crescimento da urbanização nacional impulsionou o desenvolvimento da atividade econômica da incorporação imobiliária, em ritmo paralelo à verticalização das cidades e à multiplicação da demanda por moradias e espaços comerciais nos centros urbanos (ZOJRAŃSKI, 2015, p. 26).

A concepção de edifícios compostos simultaneamente por partes privativas (apartamentos, lojas, salas comerciais) e por partes comuns (corredores, escadas, elevador, áreas de lazer, zonas de carga e descarga) trouxe a necessidade da estruturação de novos institutos jurídicos capazes de compatibilizar o cenário com as figuras típicas do direito de propriedade e do direito de vizinhança⁵.

Nesse contexto, a insegurança decorrente da incerta definição da natureza jurídica do edifício e suas partes integrantes, e, principalmente, do regime de responsabilidades de todos os envolvidos no

4.591/1964, não existia um ordenamento que tratasse com abrangência a incorporação imobiliária em imóveis. O regramento existente resumia-se no Decreto n. 5.481/1928, regulamentando os prédios de mais de cinco andares, construídos com cimento armado e divididos em apartamentos ou escritórios isolados de, no mínimo, três peças cada, e prevendo que se constituíssem por unidades autônomas, averbadas no registro imobiliário, permitida a alienação isolada. Surgiram alterações com o Decreto-lei n. 5.243/1943, e com a Lei n. 285/1945, mais atinente à venda de partes das edificações já com dois ou mais pavimentos e à sua ocupação”. (2018a, 240).

⁵ Nesse diapasão, enuncia Caio Mário da Silva Pereira: “A iniciativa individual imaginou no edifício de apartamentos uma forma nova de domínio, em que a propriedade do solo converte-se em uma quota-parte de um espaço necessário a certa aglomeração. Desloca-se o conceito dominial da exclusividade para a utilização comum, restando o poder exclusivo reduzido a uma unidade no conjunto, e mesmo assim onerada de pesadas restrições. Não sendo viável a mobilização do capital privado para a realização da grande construção, a propriedade urbana, sob a nova modalidade do edifício de apartamentos, nasce de uma iniciativa empresária. É a empresa que possibilita o prédio. E, depois, converte-se este em uma “situação coletiva”, em que sobressai no domínio de um edifício a sua utilização por agrupamento, submetido a um regime jurídico especial. O apartamento é uma fração do todo. E como este todo é apropriado por um grupo ou uma coletividade proprietária, no edifício de apartamentos está presente aquele mesmo fenômeno da dispersão do direito dominial pela coletividade proprietária, a difusão e fragmentação do domínio. Isto é que se denomina propriedade horizontal, que encontra na sociedade moderna uma tão grande receptividade que quase nos leva a esquecer todo o seu passado e, a vista de sua difusão atual, proclamá-la uma das modalidades dominiais típicas deste século”. (2018, p. 24).

empreendimento, conduziu à edição de uma nova legislação específica a fim de regulamentar a atividade e dotá-la da segurança jurídica necessária para garantir o negócio e resguardar os adquirentes.

Este o contexto que motivou a elaboração do anteprojeto da Lei de Condomínios e Incorporações, como destaca o seu autor, Caio Mário da Silva Pereira:

Com o agravamento do problema habitacional, a superposição de unidades residenciais, profissionais e comerciais e a proliferação crescente de edifícios em regime condominial nas capitais e no interior, todos estavam conscientes da necessidade de um provimento urgente, de vez que a disciplina legal da matéria se limitava ao Dec. n. 5.481, de 25 de junho de 1928, com as alterações superficiais que lhe trouxeram o Dec.-Lei n. 5.234/1943 e a Lei n. 285/1948. Contrastava com o alto padrão técnico da indústria da construção civil a estagnação legislativa. O arquiteto superara o legislador. Multiplicavam-se os conflitos, que um sistema legal desemparelhado não lograva desatar. (2018, p. XIII).

Assim, a Lei n. 4.591, de 16 de dezembro de 1964, que “dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias”, representa o marco normativo do moderno mercado imobiliário urbano brasileiro, com a definição de parâmetros legais e regras específicas para a construção e venda de edificações coletivas de unidades autônomas.⁶

A lei nasceu com um duplo objetivo bastante claro: traçar definitivamente uma nova figura do direito civil, o condomínio edilício⁷, a fim de garantir a propriedade e viabilizar a pacificação dos emergentes

⁶ Embora a Lei n. 4.591/64 tenha sido pioneira em estabelecer, de forma exauriente, o regime jurídico do condomínio edilício e da incorporação imobiliária, ensina o mestre Caio Mário da Silva Pereira: “Novo não é o fenômeno, nem o social nem o jurídico. Em verdade, novo, totalmente novo, nada há debaixo do sol. Já de remotos tempos vem a habitação concentrada, e desde então o jurista pensou no assunto, e emitiu conceitos. Não, porém, com a intensidade e a extensão de hoje em dia.” (2018, p. 35).

⁷ Considerando o enfoque deste trabalho, aprofundaremos apenas o estudo das incorporações imobiliárias; no tocante ao condomínio edilício, destaca-se o conceito traçado por Arnaldo Rizzardo: “é a copropriedade numa edificação da qual constam unidades privativas autônomas, de uso exclusivo, e partes que são propriedade comum dos condôminos”. (2018a, p. 8). Para um estudo minudente do condomínio edilício, reporta-se às obras de Pereira (2018) e Chalhub (2017).

conflitos entre os condôminos; e regular a operação da construção e comercialização de unidades autônomas em edifícios, a incorporação imobiliária, no intuito de proteger os adquirentes e fiscalizar a atuação dos agentes, conferindo segurança jurídica à nova atividade econômica, imprescindível tanto para o desenvolvimento da indústria da construção civil quanto para a política pública de habitação urbana.

Sobre a conjuntura na qual o diploma foi erigido, anota Humberto Theodoro Júnior:

Geralmente, após concluir a colocação das unidades no mercado e entregar a realização da obra a um construtor, o incorporador simplesmente se afastava da cena, deixando a construtora e os adquirentes à deriva, num mar de inflação e incertezas, que com frequência provocava paralisação indevida das edificações. Embora organizador do empreendimento, o incorporador não raro deixava de figurar como parte dos respectivos contratos. Não se responsabilizava pelo empreendimento e apenas se remunerava pela aproximação dos interessados finais, agindo mais como uma espécie de corretor do que como verdadeiro agente de negociação. (2004, p. 82).

Na mesma linha, pontua Arnaldo Rizzardo:

Antes de sua vigência, a atividade do incorporador caíra em descrédito dada a má fama criada ao longo dos anos, especialmente pelo abandono de muitos empreendimentos. Os compradores de unidades efetuavam os pagamentos, dando-se o desvio ou mau emprego dos valores, com o desaparecimento ou a insolvência dos empreendedores, que simplesmente paralisavam ou abandonavam a construção. Denotava-se a completa insegurança no cumprimento dos negócios. (2018a, p. 245).

O ambiente, portanto, era de incertezas. O adquirente, à vista do projeto ou da obra em andamento, pagava pela propriedade de um imóvel futuro, sem garantia de seu recebimento. O empreiteiro ou construtor despendia esforços na obra do edifício, sem o resguardo de pagamento integral. O proprietário do terreno o entregava à construção, sem a certeza da entrega das unidades prometidas. O próprio Poder Público aprovava um projeto destinado à ocupação do solo urbano, sem a segurança de que a obra sairia do papel.

Esta situação de incerteza jurídica inequivocamente provoca aumento dos riscos e custos envolvidos, o que afasta o ordenamento de efetivar papel essencial, nas palavras de Luciano Timm:

Como os mercados são imperfeitos, existem custos de transação (custos incorridos pelas partes para negociar e fazer cumprir um contrato⁸). É papel do Direito diminuir os custos de transação. O que se pode afirmar, inclusive, é que, pelo menos dentro de uma perspectiva econômica, quanto mais desenvolvidas as instituições, mais propício é o ambiente para seu natural desenvolvimento, pela diminuição dos custos de transação. Quanto mais sólidos os tribunais e íntegro o sistema jurídico de um país (garantindo a propriedade e os contratos empresariais), melhores são suas instituições. (*apud* TUTIKIAN, 2010, p. 107).

A Lei de Incorporações Imobiliárias, assim, foi concebida com a finalidade de prover a necessária segurança jurídica à atividade econômica, cuja importância é destacada por Cláudia Fonseca Tutikian:

Somente em um mercado marcado pela segurança jurídica e pela previsibilidade é que haverá a diminuição dos custos de transação e, por consequência, do preço final dos imóveis, facilitando o acesso à moradia, o que favorecerá o interesse público. [...] Nessa senda, quanto mais claras forem “as regras do jogo”, mais pessoas irão se sentir aptas a investir na economia. O que se aspira é apenas um cenário de credibilidade, de confiança jurídica; que se defina, com clareza e transparência, as normas norteadoras da atividade e que, após, sejam mantidas e seguidas como foram previamente estipuladas. (2010, pp. 107-108).

⁸ A respeito, ensina Luciano Timm: “O interessante dos custos de transação é que eles saem do bolso de uma das partes, mas não entram no bolso da outra. Nesse sentido, são puras ineficiências, mero atrito na relação comercial entre dois agentes, indisponível para uso útil. Os custos de transação podem ser de três tipos: (i) custos de procura e obtenção de informações; (ii) custos de negociação; e (iii) custos para garantir a execução do contrato. Na presença de custos de transação, os mercados, sozinhos, não atingirão resultados eficientes sempre que o excedente econômico da transação seja menor que os custos de transação, de forma que não seja vantajoso para as partes concluírem o contrato. Ou seja, num mundo com custos de transação, há menos transações do que o nível eficiente”. (2012, p. 168).

A incorporação é assim conceituada no artigo 28, parágrafo único, da Lei n. 4.951/64: “considera-se incorporação imobiliária a atividade exercida com o intuito de promover e realizar a construção, para alienação total ou parcial, de edificações ou conjunto de edificações compostas de unidades autônomas”. A respeito, esmiúça a doutrina especializada:

No campo dos negócios imobiliários, a expressão incorporação imobiliária tem o significado de mobilizar fatores de produção para construir e vender, durante a construção, unidades imobiliárias em edificações coletivas, envolvendo a arregimentação de pessoas e a articulação de uma série de medidas no sentido de levar a cabo a construção até sua conclusão, com a individualização e discriminação das unidades imobiliárias no Registro de Imóveis. (CHALHUB, 2017, p. 09).

A incorporação traduz atividade econômica de coordenação dos fatores construtivos, negociais e jurídicos para a consecução do empreendimento imobiliário, caracterizando-se essencialmente pelo ato de alienação de unidades (BEZERRA DE MELO, 2011, p. 239), tal como destacado por Orlando Gomes:

A incorporação é economicamente um empreendimento que consiste em obter o capital necessário à construção do edifício, geralmente mediante a venda, por antecipação, dos apartamentos de que se constituirá. Daí a necessidade que tem o incorporador de colocar no mercado imobiliário certo número de apartamentos, que promete construir, com a entrada dos promitentes-compradores e, não raro, com o financiamento obtido de um estabelecimento de crédito. (2008, p. 256).

O traço fundamental e distintivo da incorporação imobiliária, em relação à pura construção de edifício ou à direta constituição de condomínio, consiste na comercialização das futuras unidades do empreendimento⁹, antes mesmo do início das obras e durante sua

⁹ Este o destaque de Fábio de Oliveira Azevedo: “Não existe incorporação em qualquer atividade construtiva. É preciso que a construção seja acompanhada do propósito específico de alienar as unidades antes de concluídas as obras. Seria o caso do investidor ou grupo adquirir terreno e contratar a construção de edifício residencial, comercial ou shopping center, destinado a locação ou alienação, quando estiver concluída a construção e averbado o habite-se. Apesar de existir

construção¹⁰. Esta essência comercial está ligada diretamente ao agente responsável pela operação, figura central na sistemática legal.

O organizador do negócio, até então anônimo na legislação brasileira, é descoberto na prática do mercado imobiliário e identificado pela Lei n. 4.591/64, como narrado por Caio Mário da Silva Pereira:

O incorporador existiu antes de o direito ter cogitado dele. E viveu a bem dizer na rua ou no alto dos edifícios em construção, antes de sentar-se no gabinete dos juristas ou no salão dos julgadores.

Um indivíduo procura o proprietário de um terreno bem situado, e incute-lhe a ideia de realizar ali a edificação de um prédio coletivo, mas nenhum dos dois dispõe do numerário e nenhum deles tem possibilidade de levantar por empréstimo o capital, cada vez mais vultoso, necessário a levar a termo o empreendimento. Obtém, então, opção do proprietário, na qual se estipulam as condições em que este aliena o seu imóvel. Feito isto, vai o

condomínio (geral voluntário pelo art. 1.314 do CC) entre os coproprietários, não há incorporação pela ausência do propósito de alienar durante a construção, afastando-se a aplicação da Lei 4.591/64”. (2015, p. 471).

¹⁰ A Lei n. 4.591/64 prevê três modalidades de construção do edifício em incorporação: (i) por conta e risco do incorporador (arts. 41 e 43); (ii) por empreitada (art. 55); (iii) por administração (art. 58). Segundo Scavone Jr, “nos casos de construção por empreitada e construção por administração, os titulares do terreno ou com compromissários à sua compra custeiam as obras, que serão construídas em seu nome. Na outra modalidade, a construção corre por conta e em nome próprio do incorporador, que entrega os apartamentos prontos, por preço global abrangendo a fração do terreno e a unidade autônoma e a respectiva participação nas coisas e áreas de uso comum.” (2018, p. 162). Para o escopo deste trabalho, adotamos como parâmetro a construção por conta e risco do incorporador, hipótese na qual este corresponde ao efetivo titular do negócio, obrigando-se perante os adquirentes pela entrega do empreendimento, às suas custas e sob seu risco. Nas outras modalidades, a dinâmica é sensivelmente diversa, cabendo ao incorporador a coordenação dos fatores em nome dos próprios adquirentes, que custeiam diretamente a obra, ao invés de pagar um preço certo e pré-definido pelo imóvel (por isso também denominada “a preço de custo”) e preservam em seu nome a maior parte das prerrogativas gerenciais do empreendimento. Estas circunstâncias dotam o negócio, nestas modalidades, de uma dinâmica negocial, comercial e societária eminentemente diversa da construção por conta e risco do incorporador. De todo modo, para uma análise mais acurada destas modalidades, as obras de Caio Mário da Silva Pereira (2018), Orlando Gomes (2008) e Hércules Aghirian (2015).

incorporador ao arquiteto, que lhe dá o projeto. O construtor lhe fornece o orçamento. De posse dos dados que lhe permitem calcular o aspecto econômico do negócio (participação do proprietário, custo da obra, benefício do construtor e lucro), oferece à venda as unidades. Aos candidatos à aquisição não dá um documento seu, definitivo ou provisório, mas deles recebe uma “proposta” de compra, em que vêm especificadas as condições de pagamento e outras minúcias. Somente quando já conta com o número de subscritores suficientes para suportar os encargos da obra é que o incorporador a inicia. [...] Vendidas todas as unidades, promove a regularização da transferência de domínio, reunindo em uma escritura única o vendedor e compradores que ele nunca viu, aos quais são transmitidas as respectivas quotas ideais do terreno. (2018, pp. 219-220).

O artigo 29 da lei conceitua a figura do incorporador como sendo a pessoa física ou jurídica, comerciante ou não, que efetiva a venda e se obriga a construir o edifício e entregar as unidades compromissadas a cada adquirente. Apesar de a redação do dispositivo¹¹ ser criticada pela doutrina especializada, em razão de sua extensão e imprecisão¹², “o certo

¹¹ Lei 4.591/64. Art. 29. Considera-se incorporador a pessoa física ou jurídica, comerciante ou não, que embora não efetuando a construção, compromisse ou efetive a venda de frações ideais de terreno objetivando a vinculação de tais frações a unidades autônomas, (VETADO) em edificações a serem construídas ou em construção sob regime condominial, ou que meramente aceite propostas para efetivação de tais transações, coordenando e levando a têrmo a incorporação e responsabilizando-se, conforme o caso, pela entrega, a certo prazo, preço e determinadas condições, das obras concluídas. Parágrafo único. Presume-se a vinculação entre a alienação das frações do terreno e o negócio de construção, se, ao ser contratada a venda, ou promessa de venda ou de cessão das frações de terreno, já houver sido aprovado e estiver em vigor, ou pender de aprovação de autoridade administrativa, o respectivo projeto de construção, respondendo o alienante como incorporador.

¹² Por todos, Melhim Chalhoub: “A definição do art. 29, ‘demasiado longa, imprecisa e deselegante’, torna difícil a conceituação da figura do incorporador. Melhor teria sido a adoção, pelo Congresso Nacional, da redação proposta pelo autor do Anteprojeto, que exprime uma ideia completa, em termos simples, concisos e claros: ‘Considera-se incorporador e se sujeita aos preceitos desta lei toda pessoa física ou jurídica que promova a construção para alienação total ou parcial de edificação composta de unidades autônomas, qualquer que seja a sua

é que se tem o incorporador como a figura central da incorporação, ou a pessoa formuladora da ideia da edificação, que planeja o negócio, reúne um grupo de pessoas e se responsabiliza pela sua plena realização” (RIZZARDO, 2018a, p. 249).

Antes da edição da Lei n. 4.591/64, que definiu o conceito de incorporador, este dificilmente era responsabilizado, como leciona Hércules Aghiarian:

Deixa a lei que a atividade tipifique o agente, e não o agente tipifique a atividade. Mas a intenção, senão de rigor técnico, se entende razoável, em face da justificativa de elaboração e aprovação de lei dessa ordem, dado que antes de sua publicação, dificilmente se podia responsabilizar alguém por determinado empreendimento. Ora, se eximia o agente promotor, sob alegação de que não assumira a edificação, senão a divulgação, ou que assumindo a edificação, não respondia jurídica e tecnicamente pelo imóvel solo, sobre o qual se edificava o empreendimento. Enfim, diante de tanta escusa, diante de tanto dolo não punível por falta de boa tipificação, personalização em face da competência, ponderou o legislador em, simplesmente, prever a atividade como discriminadora. Daí se chegar a afirmar que quem, de qualquer forma, concorrer para a edificação ou sua publicidade e desenvolvimento econômico estará enquadrado e responsabilizado sob os ditames procedimentais, civis-administrativos-criminais da lei em comento. (2015, pp. 273-274).

natureza ou destinação”. O legislador, entretanto, optou pela formulação de um texto que na sua estrutura é desnecessariamente complicado e na construção vocabular está eivado de impropriedades conceituais, tanto jurídicas como vernaculares, como é o caso, por exemplo, de se empregar o vocábulo transação como sinônimo de negócio jurídico. Essa deficiência legislativa tornou imprecisas as linhas definidoras do perfil do incorporador, mas é possível visualizá-lo a partir da construção doutrinária. (2017, p. 16). O próprio Prof. Caio Mário da Silva Pereira, relator do anteprojeto, destaca a impropriedade dos conceitos incluídos em emendas legislativas: “Foi pena que o relator da Comissão Mista, devido provavelmente à urgência da tramitação, não tivesse tido autoridade bastante para repelir algumas emendas que, sem desfigurarem sua estrutura, enfearam a lei com definições desnecessárias, e um certo exagero técnico, inconveniente em diplomas legislativos”. (2018, p. XV).

Assim, o legislador focalizou a atuação comercial do agente organizador do negócio para defini-lo como incorporador; atuação esta identificada na participação na celebração de contratos compromissando futuras unidades do empreendimento, ou frações ideais do imóvel, no intuito de identificar de forma clara e ampla o agente responsável pela atividade, pressuposto indispensável para imputar-lhe responsabilidades e estabelecer, a partir delas, mecanismos de proteção aos adquirentes.

O incorporador é o efetivo organizador da atividade econômica, titular do negócio¹³ e responsável por mobilizar os fatores necessários à consecução do empreendimento imobiliário, como explica Melhim Chalhub:

Ao exercer a atividade da incorporação, alguém (pessoa natural ou jurídica) agrupa pessoas, utiliza fatores de produção, com o objetivo de produzir um bem, comercializá-lo e obter lucro, assumindo os riscos correspondentes. Dessa atividade não se pode dissociar a figura do empresário (incorporador): aquele que lidera o negócio, promovendo, por si ou por terceiros, o planejamento do negócio, o estudo arquitetônico e as providências para aprovação do projeto de construção, as minutas dos atos necessários à organização do empreendimento (recibo de sinal e reserva, escritura para comercialização, convenção de condomínio etc.), a captação dos recursos necessários para executar a obra, adotando, enfim, todas as medidas necessárias à organização, execução e controle de sua atividade empresarial. (2017, p. 16).¹⁴

¹³ À luz do regime legal, Arnaldo Rizzardo reforça, ainda, a importância da relação jurídica (real ou obrigacional) do incorporador com o imóvel destinado ao empreendimento: “Não é aceita a ideia da função desvinculada da existência de algum direito sobre o imóvel destinado à incorporação. Em princípio, imprescindível a ligação do incorporador ao imóvel, por meio do domínio ou de algum direito sobre o mesmo, ou de poderes expressos recebidos. Nesta ordem, é necessário que o incorporador tenha a propriedade do terreno, ou seja o promitente comprador, ou o cessionário, ou o promitente-cessionário, ou construtor, ou corretor, se devidamente autorizado pelo proprietário”. (2018a, p. 251).

¹⁴ A doutrina nacional é categórica ao indicar a impossibilidade prática de se traçar um esquema geral da atuação do incorporador, que pode ocorrer desde a concepção do conceito do edifício, planejamento, obtenção do terreno,

Inafastável, nesse panorama, a essência mercantil da atividade de incorporação imobiliária, notadamente a caracterização do incorporador como empresa ou empresário. De acordo com Humberto Theodoro Júnior:

O incorporador não é corretor, não é mandatário, nem representantes dos interessados na incorporação. É um empresário. Sua atividade constitui ‘empresa imobiliária’ como anota Caio Mário da Silva Pereira, pois representa uma exploração, organizada, de vários negócios tendentes a proporcionar-lhe resultados lucrativos. (2004, p. 84).

O Prof. Caio Mário da Silva Pereira, redator do anteprojeto da Lei de Incorporações, traçou genuína compreensão ao direito brasileiro ao aproximar a atuação do incorporador do conceito de empresa, qualificando como uma empresa imobiliária, haja vista o intento lucrativo dos negócios jurídicos por ele entabulados e a natureza da atividade (2018, p. 224).

O Código Civil de 2002 consolidou a asserção, na medida em que a incorporação de edifícios, independentemente da estrutura societária adotada, qualifica-se como atividade empresária, conforme definido no diploma, uma vez que o incorporador “exerce profissionalmente atividade econômica organizada para a produção ou circulação de bens ou de serviços” (Código Civil, art. 966).

A propósito, “a finalidade lucrativa é, obviamente, a contrapartida dos riscos que o incorporador assume, em razão de sua iniciativa e das ações que empreende até a consecução do negócio”; “pois, repita-se, o

elaboração e aprovação do projeto, licenciamento, contratação do construtor, venda antecipada das futuras unidades autônomas, captação dos recursos iniciais, conclusão da obra, transferência da propriedade dos novos imóveis aos adquirentes, instituição do condomínio edilício, quitação das obrigações com o dono do terreno, construtor e projetistas, e obtenção do resultado financeiro ao final da operação. A forma de concretização destas etapas pelo incorporador é onde reside tal aspecto multiforme. Pode ser o proprietário do terreno, ou seu promitente-comprador, ou negociá-lo em permuta. Pode construir ele próprio o edifício, ou representar os adquirentes, ou contratar terceiro para construí-lo. Pode alienar diretamente as unidades, ou mediante intermediação de corretores de imóveis. Enfim, as nuances práticas da atividade econômica são infinitas, e, por isso, mesmo, não traduzem maior importância para a caracterização do incorporador, senão enquanto demonstração geral da sua função aglutinadora e diretiva do empreendimento. Nesse sentido, as doutrinas de Arnaldo Rizzardo (2018a), Caio Mário (2018), Orlando Gomes (2008) e Melhim Chalub (2017).

traço característico da incorporação é a mercancia” (CHALHUB, 2017, p. 10).

Identificada a natureza jurídica e comercial das incorporações imobiliárias, a Lei n. 4.591/64 estrutura dois importantes lastros normativos: o sistema de proteção ao adquirente e os deveres do incorporador.

1.2. O REGIME DE PROTEÇÃO AO ADQUIRENTE E AS RESPONSABILIDADES DO INCORPORADOR

A disciplina da Lei n. 4.591/64 fundamenta-se na importância econômico-social do contrato de promessa de compra e venda de futuras unidades imobiliárias e na percepção da vulnerabilidade do adquirente, razão pela qual promove uma exaustiva regulamentação das relações entre o incorporador e os adquirentes¹⁵, visando à sua proteção e à própria segurança do negócio.

A Lei de Incorporações Imobiliárias regulamenta a atividade contratual mediante a estipulação de deveres pré-contratuais específicos a cargo do incorporador, associados à acurada prestação de informações e prévio registro do memorial de incorporação no Registro de Imóveis, bem como de balizas ao conteúdo dos pactos, visando à manutenção de seu equilíbrio econômico-financeiro e à efetivação de sua função social¹⁶,

¹⁵ Destaca-se da doutrina de Caio Mário da Silva Pereira: “Identificada a vulnerabilidade da posição do adquirente, e ante as práticas abusivas que se verificavam no mercado, a Lei n. 4.591/64 regulamentou a atividade da incorporação imobiliária, interveio no contrato de compra e venda de imóveis durante a construção e instituiu um sistema de proteção da posição contratual do adquirente, dada a vulnerabilidade em que se encontra, caracterizando-se como lei precursora do Código de Defesa do Consumidor.” (2018, p. 278).

¹⁶ De acordo com Melhim Chalhuh: “O sistema de proteção dos adquirentes de unidades imobiliárias no regime das incorporações sustenta-se nos mesmos princípios do sistema de proteção dos consumidores em geral, e ambos encontram fundamento, basicamente, nos princípios constitucionais da isonomia, do devido processo legal e da garantia da propriedade privada, observada sua função social, os quais, por sua vez, inspiram-se nos valores sociais do trabalho e da livre iniciativa (art. 1º, III e IV), fundados no desenvolvimento humano e na dignidade da pessoa humana (arts. 5º, XXII e XXIII, e 170). [...] O contrato de incorporação imobiliária, tal como tipificado no direito positivo em 1964, atende a essa nova concepção, submetendo a controle a manifestação de vontade para ajustá-la às atuais exigências sociais e econômicas e, assim, assegurar o cumprimento da função social do contrato”. (2017, pp. 311-322).

compreendida essencialmente, na lógica da Lei n. 4.951/64, pela garantia de atingimento à finalidade econômica do negócio: a finalização da construção e entrega das unidades autônomas aos adquirentes (CHALHUB, 2017, p 323).

Nesse cenário, a Lei n. 4.591/64 mostra absoluta sintonia com os princípios da função social do contrato¹⁷, da boa-fé¹⁸ e do equilíbrio contratual¹⁹, insculpidos no Código Civil de 2002, com amparo na Constituição Federal de 1988, tidos como paradigmáticos no contemporâneo direito contratual brasileiro, a conjugar a autonomia privada com os preceitos do Estado-social.²⁰

Sob outro viés, o Código de Defesa do Consumidor desponta como lei geral incidente sobre as relações entre incorporador e adquirente,

¹⁷ O princípio da função social do contrato, consagrado como cláusula geral no artigo 421 do Código Civil ('A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato'), contempla o propósito de conjugar a autonomia privada (bem comum dos contratantes) com os princípios do Estado social (bem-estar coletivo), submetendo o conteúdo dos contratos privados a um controle de compatibilidade com o meio social, econômico e normativo em que inserido. Trata-se, segundo Luciano Timm, de oferecer um marco regulatório previsível, passível de proteção jurídica e criar mecanismos de proteção, ressarcimento e alocação de riscos. (2012, p. 4)

¹⁸ O princípio da boa-fé contratual, estampado na cláusula geral de boa-fé objetiva do artigo 422 do Código Civil ('Os contratantes são obrigados a guardar, assim na conclusão do contrato, como em sua execução, os princípios de probidade e boa-fé.') estabelece o padrão de conduta exigidos dos contratantes durante todas as fases negociais, centrado nos deveres de lealdade e cooperação, com alicerce na tutela da confiança. Nesse passo, Teresa Ancona Lopez aponta três funções centrais da boa-fé objetiva no direito civil, quais sejam: i) regra de conduta obrigatória aos contratantes; ii) regra interpretativa dos negócios jurídicos; iii) limite ao exercício de direitos subjetivos, evitando abuso de direito (2010, p. 52).

¹⁹ O princípio do equilíbrio contratual, ou da equivalência material das prestações, tutela o equilíbrio da soma de direitos e obrigações que cada parte assume na relação contratual, a tutelar a preservação da economia interna do contrato (sinalagma funcional) e evitar que uma das partes assuma prestações manifestamente desproporcionais (sinalagma genérico) (LOPEZ, 2010, p. 26).

²⁰ De mais a mais, a precisa conceituação e delimitação dos princípios sociais do direito contratual brasileiro, especialmente da função social do contrato, é objeto de inúmeras teses e debates acadêmicos, não sendo oportuno nem metodologicamente adequado adentrar aqui neste debate. O que nos interessa é indicar a compatibilidade da Lei de Incorporações com a atualidade normativa do direito contratual brasileiro, em um viés protetivo à coletividade tida pelo legislador como vulnerável.

qualificando-as como relação de consumo²¹, ao passo que a Lei de Incorporações segue como lei especial regulamentadora da atividade, como explana Melhim Chalhub:

O Código de Defesa do Consumidor equipara a incorporação imobiliária às relações de consumo em geral, nas hipóteses em que o adquirente seja o destinatário final do imóvel e esteja em posição vulnerável em face do incorporador. [...] Quanto à figura do consumidor, o adquirente de imóvel pelo regime das incorporações estará assim caracterizado na medida em que esteja na posição de destinatário final do imóvel e se mostre vulnerável em face do incorporador. Não será equiparado ao consumidor aquele que adquire imóvel em razão de sua atividade econômica, assim como aquele que adquire para revender, e não para utilizar como destinatário final. Para caracterização da figura do consumidor, é indispensável que esteja configurada a vulnerabilidade do adquirente. (2001, pp. 108-110).

Assim, ao lado dos mecanismos específicos em prol dos adquirentes estabelecidos na Lei n. 4.591/64, as normas gerais consumeristas fortalecem o sistema protetivo ao consumidor destinatário do produto imobiliário (a unidade autônoma em construção), quando caracterizados os pressupostos para incidência do CDC²², notadamente com o reforço dos deveres de informação e das responsabilidades do incorporador.

Essa circunstância, ressalte-se, não interfere na vigência do sistema de proteção instituído pela Lei 4.591/1964, “nem implica derrogação dos

²¹ No ponto, indica Melhim Chalhub: “O Código de Defesa do inclui o contrato de incorporação entre os que caracterizam relações de consumo, ao classificar o bem imóvel como produto para efeito das relações jurídicas de consumo, bem como ao considerar a construção e a comercialização de imóveis como atividades caracterizadoras da figura de fornecedor (art. 3.º da Lei 8.078/1990)”. (2013, p. 09).

²² A incidência das normas do Código de Defesa do Consumidor à incorporação imobiliária e todos os desdobramentos da submissão da atividade econômica ao ambiente regulatório consumerista correspondem a objeto de estudo complexo e multifacetado, que extrapola os contornos deste trabalho. Focalizamos, no corte metodológico deste estudo, as imbricações imobiliárias e empresariais da atividade, sem descuidar da potencial incidência das normas de proteção ao consumidor na realização da atividade.

regimes jurídicos especiais dos contratos empregados na incorporação, sob qualquer das suas formas, que coexistem com os princípios gerais de proteção do contratante mais fraco estruturado pelo CDC” (CHALHUB, 2013, p. 09).

A Lei de Incorporações confere ao contrato de transmissão da propriedade de imóveis em construção uma feição própria, diversa e mais complexa do que a definida pelo direito comum à compra e venda de imóveis já construídos ou aos contratos de empreitada ou de administração de construção.

Na incorporação, a promessa de compra e venda²³ articula o negócio jurídico de alienação com uma obrigação de fazer: a construção do imóvel alienado. Afinal, o bem a ser transmitido ainda não tem natureza física, se trata de um projeto de empreendimento a que o incorporador se compromete a concluir, transmitindo ao final a propriedade da respectiva unidade autônoma aos adquirentes, que se comprometem a pagar o preço (RIZZARDO, 2018a, p. 259).²⁴

Os contratos de promessa de compra e venda celebrados entre incorporador e adquirentes traduzem, para o comprador, a obrigação de pagar o preço nas condições ajustadas, e, para o vendedor, as obrigações de providenciar a construção do edifício conforme os projetos e

²³ Como mencionado, tendo em vista o foco deste trabalho, utiliza-se por base de estudo a incorporação por conta e risco do incorporador, modalidade na qual a comercialização das unidades autônomas se formaliza pela celebração de promessas de compra e venda entre incorporador e adquirentes “a preço fechado”. Nas modalidades de incorporação por empreitada ou incorporação por administração, os contratos de incorporação celebrados guardam considerável diferença em relação à promessa de compra e venda, justamente porque, nessas espécies, a titularidade da obra e responsabilidade por seu efetivo custeio recai sobre os próprios adquirentes. Para maior aprofundamento nestas outras modalidades de contratos, indica-se as obras de Scavone Jr (2018) e Rizzardo (2018).

²⁴ A propósito, esclarece Melhim Chalhuh: “O primeiro traço peculiar do contrato de incorporação é a articulação entre a venda e a construção; a construção é atividade imanente ao contrato de venda de imóvel ‘na planta’, que o distingue da venda de imóvel cuja construção já esteja averbada no Registro de Imóveis; pouco importa que o negócio se revista da forma de compra e venda de coisa futura, por conta e risco do incorporador, ou de venda da fração ideal do terreno com a atribuição do custo da obra ao adquirente, pois em qualquer caso a construção será sempre elemento essencial do contrato de incorporação, sem o qual o negócio jurídico não se caracterizaria como contrato de incorporação.” (2013, p. 02).

memoriais registrados e entregar a unidade imobiliária compromissada devidamente concluída, no prazo ajustado.²⁵

Nas palavras de Caio Mário da Silva Pereira:

É prática consagrada no mercado a contratação da promessa de venda da unidade imobiliária como coisa futura, pela qual o incorporador, sendo proprietário do terreno e das acessões, promete vender a unidade e entregá-la ‘pronta’ por preço certo, reajustável ou não, acrescido de juros ou não, assumindo o risco da construção, custe quanto custar, e podendo executá-la por si ou por terceiros; o promitente comprador, por sua vez, se obriga a

²⁵ A promessa de compra e venda, embora mais frequente (CHALHUB, 2016, p. 158), não é a única modalidade contratual para negociar as futuras unidades do empreendimento objeto de incorporação. A doutrina especializada destaca, também, a promessa de compra e venda de fração ideal ou contrato de construção “a preço de custo”, por empreitada ou administração, por meio do qual “celebrase um contrato de venda ou de promessa de venda da fração ideal e um contrato de construção, o primeiro entre incorporador e o adquirente e o segundo entre uma construtora e o adquirente, tendo como objeto a execução da obra, podendo a construtora ser a própria empresa incorporadora; são contratos distintos, mas operam coligados para realização da incorporação. Traço distintivo importante entre a promessa a preço fechado e a promessa de venda da fração conjugada com contrato de construção é a responsabilidade pelo custo da unidade: enquanto no primeiro caso o custo da construção é atribuído exclusivamente ao incorporador, custe quanto custar, na venda da fração ideal conjugada com contrato da construção esse custo é atribuído ao adquirente”. (PEREIRA, 2018, p. 251). Ainda, a operação pode ser realizada mediante contrato de compra e venda com pacto adjeto de alienação fiduciária, em que “o incorporador transmitirá ao adquirente, desde logo, o domínio pleno do imóvel, e, em ato subsequente, o adquirente o alienará ao incorporador [ou à instituição financeira], em caráter fiduciário, em garantia do crédito que dele recebeu para pagamento do preço de aquisição. A alienação que o adquirente faz ao incorporador, em caráter fiduciário, opera a transmissão a este apenas a propriedade resolúvel e tem a finalidade exclusiva de garantia do pagamento do saldo do preço”. (CHALHUB, 2017, p. 199). Anote-se, sem embargo, que a análise das particularidades e repercussões específicas destas modalidades contratuais se afasta do corte metodológico desta dissertação, para a qual focalizamos no contrato de promessa de compra e venda “a preço fechado”, em que o incorporador assume propriamente a obrigação de entrega de coisa futura certa e especificada, assumindo os riscos da operação. Para estudos aprofundados das demais modalidades contratuais pertinentes, indicamos a consulta às obras supra referenciadas.

pagar o preço convenionado, geralmente em parcelas, com atualização monetária e juros. (2018, p. 251).²⁶

Os contratos de promessa de compra e venda de unidades autônomas em empreendimentos sujeitos ao regime da incorporação imobiliária são irrevogáveis e, levados a registro no Cartório de Registro de Imóveis respectivo, conferem ao adquirente o direito real, oponível a terceiros, à adjudicação compulsória do imóvel, nos termos do artigo 32, § 2º, da Lei n. 4.591/64.²⁷

No tocante à importância do registro da promessa de compra e venda, discorre Melhim Chalhoub:

A simples celebração do contrato de incorporação não é suficiente para dar-lhe validade e eficácia perante terceiros. Não basta assinar o contrato; é indispensável que se efetive seu registro, pois só se adquire o domínio sobre imóveis ou só se torna titular de direitos reais a eles relativos mediante registro do contrato no Registro de Imóveis da situação do imóvel objeto do negócio²⁸. Pelo

²⁶ Por seu turno, assim o conceitua Melhim Chalhoub: “É modalidade que se utiliza nas hipóteses, muito frequentes, em que o incorporador assume o risco da construção, estabelecendo desde logo o preço final da unidade e obrigando-se a entregá-la concluída e averbada no Registro de Imóveis. Nesse caso, o incorporador outorga um contrato de promessa de compra e venda no qual se convencionam sua obrigação de transmitir a propriedade da futura unidade, com a obrigação do adquirente, na contrapartida, de pagar-lhe o preço em parcelas. É promessa de venda de coisa futura, a preço certo, também vulgarmente conhecido como venda a preço fechado”. (2017, p. 187).

²⁷ Lei n. 4.591/64. Art. 32. [...] § 2º. Os contratos de compra e venda, promessa de venda, cessão ou promessa de cessão de unidades autônomas são irrevogáveis e, uma vez registrados, conferem direito real oponível a terceiros, atribuindo direito a adjudicação compulsória perante o incorporador ou a quem o suceder, inclusive na hipótese de insolvência posterior ao término da obra.

²⁸ Código Civil. Art. 1.227. Os direitos reais sobre imóveis constituídos, ou transmitidos por atos entre vivos, só se adquirem com o registro no Cartório de Registro de Imóveis dos referidos títulos (arts. 1.245 a 1.247), salvo os casos expressos neste Código.

Art. 1.245. Transfere-se entre vivos a propriedade mediante o registro do título translativo no Registro de Imóveis. § 1º Enquanto não se registrar o título translativo, o alienante continua a ser havido como dono do imóvel. § 2º Enquanto não se promover, por meio de ação própria, a decretação de invalidade do registro, e o respectivo cancelamento, o adquirente continua a ser havido como dono do imóvel.

contrato de incorporação apenas se constitui a obrigação do incorporador de transmitir a propriedade da fração ideal e acessões, mas essa transmissão só se efetiva mediante registro. É o registro que dá ao adquirente a titularidade sobre a fração ideal e sobre as acessões que constituirão a futura unidade imobiliária. [...] O registro é o ‘sinal exterior’ que atesta para toda a sociedade a ‘deslocação do domínio de uma pessoa para outra’. (2017, p. 286).²⁹

Destarte, com o registro da promessa de compra e venda no Ofício Registral, resta constituído direito real em favor do adquirente, que passa a reunir prerrogativas dominiais sobre a unidade imobiliária em construção, notadamente a possibilidade de adjudicação compulsória em caso de recusa à entrega do imóvel pelo incorporador.

Ainda, a Lei n. 4.591/64 estabelece normas específicas para proteção do objeto contratado, especialmente a restrição à modificação do projeto do empreendimento, salvo se aprovado pela unanimidade dos adquirentes, a obrigação de informar periodicamente o avanço das obras, a responsabilidade pela execução integral da construção e por sua efetiva

Art. 1.417. Mediante promessa de compra e venda, em que se não pactuou arrependimento, celebrada por instrumento público ou particular, e registrada no Cartório de Registro de Imóveis, adquire o promitente comprador direito real à aquisição do imóvel.

Art. 1.418. O promitente comprador, titular de direito real, pode exigir do promitente vendedor, ou de terceiros, a quem os direitos deste forem cedidos, a outorga da escritura definitiva de compra e venda, conforme o disposto no instrumento preliminar; e, se houver recusa, requerer ao juiz a adjudicação do imóvel.

²⁹ A respeito dos efeitos do direito real do promissário comprador perante terceiros, discorre Carlos Augusto da Silveira Lobo: “Cabe ressaltar que o efeito perante terceiro não resulta apenas da publicidade do registro, que lhe impede a alegação de boa-fé por desconhecimento da promessa; trata-se do efeito erga omnes do direito real do promitente comprador, que tem a sequela como consequência lógica. Esse direito real retira da esfera jurídica do promitente vendedor um fragmento do domínio, ou, mais precisamente, do poder de disposição sobre o imóvel prometido, razão pela qual eventuais negócios conflitantes, efetuados pelo promitente vendedor com o imóvel prometido, são equiparáveis a negócios a non domino, inválidos mesmo que pactuados em boa fé. Pela mesma razão, pode o promitente vendedor transferir a terceiro a sua posição jurídica no contrato de promessa, mas não tem poderes para transmitir o imóvel”. (*In* AZEVEDO; MELO, 2015, p. 580).

entrega, com a individualização das unidades autônomas e registro de propriedade em favor do adquirente.³⁰

³⁰ Lei n. 4.591/64. Art. 43. Quando o incorporador contratar a entrega da unidade a prazo e preços certos, determinados ou determináveis, mesmo quando pessoa física, ser-lhe-ão impostas as seguintes normas: I - informar obrigatoriamente aos adquirentes, por escrito, no mínimo de seis em seis meses, o estado da obra; II - responder civilmente pela execução da incorporação, devendo indenizar os adquirentes ou compromissários, dos prejuízos que a estes advierem do fato de não se concluir a edificação ou de se retardar injustificadamente a conclusão das obras, cabendo-lhe ação regressiva contra o construtor, se for o caso e se a este couber a culpa; III - em caso de falência do incorporador, pessoa física ou jurídica, e não ser possível à maioria prosseguir na construção das edificações, os subscritores ou candidatos à aquisição de unidades serão credores privilegiados pelas quantias que houverem pago ao incorporador, respondendo subsidiariamente os bens pessoais deste; IV - é vedado ao incorporador alterar o projeto, especialmente no que se refere à unidade do adquirente e às partes comuns, modificar as especificações, ou desviar-se do plano da construção, salvo autorização unânime dos interessados ou exigência legal; V - não poderá modificar as condições de pagamento nem reajustar o preço das unidades, ainda no caso de elevação dos preços dos materiais e da mão-de-obra, salvo se tiver sido expressamente ajustada a faculdade de reajustamento, procedendo-se, então, nas condições estipuladas; VI - se o incorporador, sem justa causa devidamente comprovada, paralisar as obras por mais de 30 dias, ou retardar-lhes excessivamente o andamento, poderá o Juiz notificá-lo para que no prazo mínimo de 30 dias as reinicie ou torne a dar-lhes o andamento normal. Desatendida a notificação, poderá o incorporador ser destituído pela maioria absoluta dos votos dos adquirentes, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal que couber, sujeito à cobrança executiva das importâncias comprovadamente devidas, facultando-se aos interessados prosseguir na obra; VII - em caso de insolvência do incorporador que tiver optado pelo regime da afetação e não sendo possível à maioria prosseguir na construção, a assembleia geral poderá, pelo voto de 2/3 (dois terços) dos adquirentes, deliberar pela venda do terreno, das acessões e demais bens e direitos integrantes do patrimônio de afetação, mediante leilão ou outra forma que estabelecer, distribuindo entre si, na proporção dos recursos que comprovadamente tiverem aportado, o resultado líquido da venda, depois de pagas as dívidas do patrimônio de afetação e deduzido e entregue ao proprietário do terreno a quantia que lhe couber, nos termos do art. 40; não se obtendo, na venda, a reposição dos aportes efetivados pelos adquirentes, reajustada na forma da lei e de acordo com os critérios do contrato celebrado com o incorporador, os adquirentes serão credores privilegiados pelos valores da diferença não reembolsada, respondendo subsidiariamente os bens pessoais do incorporador. Art. 44. Após a concessão do "habite-se" pela autoridade administrativa, o incorporador deverá requerer, (VETADO) a averbação da construção das

Nesse cenário, portanto, o contrato em questão (promessa de compra e venda de unidades imobiliárias em construção) observa a regulação específica promovida pela legislação, com condições gerais predefinidas e requisitos cogentes, concebidas no propósito declarado de conferir maior grau de proteção ao adquirente (CHALHUB, 2013, p. 02).

Nessas circunstâncias, o sistema de proteção ao adquirente instituído pela lei de regência representa uma limitação à atuação do empreendedor imobiliário, como enuncia Melhim Chalhub:

A regulamentação da atividade empresarial da incorporação e a definição dos requisitos do conteúdo mínimo do contrato corporifica a instituição de um sistema de proteção do adquirente de imóveis integrantes de conjuntos imobiliários em construção, visando compensar sua vulnerabilidade como contratante mais fraco. [...] Nesse sentido, a atividade do incorporador é submetida a controle. (2013, p. 167).

Com efeito, a estipulação de requisitos formais e materiais de validade à promessa de compra e venda, destacadamente o prévio registro da incorporação, a delimitação legal de um conteúdo mínimo ao contrato e determinadas condições cogentes do negócio, traduzem efetiva restrição à autonomia privada e à liberdade de contratar, na medida em que o incorporador não poderá, sob pena de ver reconhecida a nulidade da avença e sofrer sanções civis e administrativas³¹, estabelecer cláusulas e condições negociais contrárias às disposições da Lei n. 4.591/64.

A propósito, a Lei n. 13.786/18, recentemente promulgada, insere, dentre o conteúdo legal dos contratos de promessa de compra e venda afetos a incorporações imobiliárias, normas específicas atinentes à hipótese de rescisão unilateral ou desistência da avença, à delimitação do conteúdo mínimo do instrumento, o direito ao arrependimento em prazo

edificações, para efeito de individualização e discriminação das unidades, respondendo perante os adquirentes pelas perdas e danos que resultem da demora no cumprimento dessa obrigação. § 1º Se o incorporador não requerer a averbação (VETADO) o construtor requerê-la-á (VETADO) sob pena de ficar solidariamente responsável com o incorporador perante os adquirentes. § 2º Na omissão do incorporador e do construtor, a averbação poderá ser requerida por qualquer dos adquirentes de unidade. (*sic*).

³¹ Essas repercussões serão objeto de estudo à frente.

determinado e às regras aplicáveis em caso de atraso na entrega das obras, com balizas na aplicação de multas aos contraentes.³²

O diploma contempla a obrigatoriedade de aposição, ao instrumento contratual, de um quadro-resumo, em vistas a auxiliar o adquirente a visualizar um panorama completo das principais obrigações contraídas na promessa de compra e venda (SOUZA; SILVA, 2019). O conteúdo mínimo do quadro-resumo consta discriminado nos doze incisos do art. 35-A da Lei de Incorporações.

A nova lei institui, em favor do adquirente, na hipótese do contrato ser firmado em estande de vendas ou fora da sede ou estabelecimento comercial do incorporador, o direito de arrependimento no prazo de sete dias, cenário em que fará jus à devolução da integralidade dos valores eventualmente já pagos.³³ Passado o interregno, a irretratabilidade da promessa de compra e venda é retomada (GOMIDE, 2019).

A Lei n. 13.786/18 estabelece, ainda, um prazo legal de tolerância para entrega da unidade imobiliária. Assim, o incorporador, vencido o prazo ajustado contratualmente para a entrega do imóvel ao adquirente, contará com cento e oitenta dias para efetivar a prestação, período no qual não estará sujeito a qualquer penalidade. Ultrapassado o prazo de tolerância, a própria lei fixa o parâmetro para indenização do adquirente pelo tempo de atraso e contempla a possibilidade de resolução do contrato por iniciativa do adquirente.³⁴

³² Conforme o disposto no art. 2º da Lei n. 13.786, de 27 de dezembro de 2018, editada com o escopo de “disciplinar a resolução do contrato por inadimplemento do adquirente de unidade imobiliária em incorporação imobiliária e em parcelamento de solo urbano”, que inseriu os arts. 35-A, 43-A e 67-A à Lei n. 4.591/64. Para uma análise pormenorizada das previsões na nova lei, confira-se as análises de Eduardo Nunes de Souza e Rodrigo da Guia Silva (2019), de Melhim Chalhub (2019) e de Alexandre Junqueira Gomide (2019).

³³ Não obstante tenha sido influenciado pela regra do artigo 49 do Código de Defesa do Consumidor (direito de arrependimento em compra realizada fora do estabelecimento comercial do fornecedor), o direito de arrependimento inserido na Lei de Incorporações Imobiliárias não está restrito apenas aos adquirentes vulneráveis ou hipossuficientes, mas, pela dicção aberta da Lei n. 13.786/18, alcança todo e qualquer adquirente de unidades autônomas afetas ao regime da incorporação imobiliária, desde que celebrado o contrato em estande de vendas ou fora da sede do incorporador (GOMIDE, 2019).

³⁴ Lei n. 4.591/64. Art. 43-A. A entrega do imóvel em até 180 (cento e oitenta) dias corridos da data estipulada contratualmente como data prevista para conclusão do empreendimento, desde que expressamente pactuado, de forma clara e destacada, não dará causa à resolução do contrato por parte do adquirente

Além disso, o diploma prevê que no caso de distrato ou resolução por inadimplemento do adquirente, o incorporador deve restituir parcialmente os valores já recebidos, com a dedução da comissão de corretagem e de até 25% (vinte e cinco por cento) das quantias pagas, a título perdas e danos decorrentes da quebra do contrato, a ser efetivada em 180 dias da data do distrato ou da resolução.³⁵

No caso de a incorporação estar submetida ao regime do patrimônio de afetação³⁶, a regra observa algumas particularidades: o percentual dedutível alcança 50% dos valores já pagos pelo adquirente, e sua restituição deve ocorrer até 30 dias após a expedição do habite-se (logo, apenas ao final da construção da edificação).³⁷

Quanto às inovações contempladas pela Lei n. 13.786/18 ao regime contratual das promessas de compra e venda no âmbito da incorporação imobiliária, destaca Melhim Chalhub:

A lei não chega a inovar, pois, em certa medida, reproduz a jurisprudência já consolidada. [...] O

nem ensejará o pagamento de qualquer penalidade pelo incorporador. § 1º Se a entrega do imóvel ultrapassar o prazo estabelecido no caput deste artigo, desde que o adquirente não tenha dado causa ao atraso, poderá ser promovida por este a resolução do contrato, sem prejuízo da devolução da integralidade de todos os valores pagos e da multa estabelecida, em até 60 (sessenta) dias corridos contados da resolução, corrigidos nos termos do § 8º do art. 67-A desta Lei. § 2º Na hipótese de a entrega do imóvel estender-se por prazo superior àquele previsto no caput deste artigo, e não se tratar de resolução do contrato, será devida ao adquirente adimplente, por ocasião da entrega da unidade, indenização de 1% (um por cento) do valor efetivamente pago à incorporadora, para cada mês de atraso, pro rata die, corrigido monetariamente conforme índice estipulado em contrato. § 3º A multa prevista no § 2º deste artigo, referente a mora no cumprimento da obrigação, em hipótese alguma poderá ser cumulada com a multa estabelecida no § 1º deste artigo, que trata da inexecução total da obrigação. (Inserido pela Lei n. 13.786/2018).

³⁵ Na forma do art. 67-A da Lei n. 4.591/64, inserido pela Lei n. 13.786/2018.

³⁶ Tema que será analisado a seguir neste capítulo.

³⁷ Lei n. 4.591/64. Art. 67-A. [...] § 5º Quando a incorporação estiver submetida ao regime do patrimônio de afetação, de que tratam os arts. 31-A a 31-F desta Lei, o incorporador restituirá os valores pagos pelo adquirente, deduzidos os valores descritos neste artigo e atualizados com base no índice contratualmente estabelecido para a correção monetária das parcelas do preço do imóvel, no prazo máximo de 30 (trinta) dias após o habite-se ou documento equivalente expedido pelo órgão público municipal competente, admitindo-se, nessa hipótese, que a pena referida no inciso II do caput deste artigo seja estabelecida até o limite de 50% (cinquenta por cento) da quantia paga. (Inserido pela Lei n. 13.786/2018).

que há de novo em relação aos efeitos do desfazimento da promessa é o diferimento da restituição ao adquirente para 30 dias após o habite-se, nas resoluções judiciais de promessas integrantes de incorporação sob o regime de afetação.

Essa norma fundamenta-se em que, no contexto da incorporação imobiliária, as promessas de venda operam interligadas por um nexo funcional, não só como negócio jurídico de transmissão da propriedade, mas, também, como instrumentos de captação de recursos destinados prioritariamente à execução da obra.

Na medida em que a incorporação imobiliária se estrutura como uma unidade econômica autônoma, cujo êxito depende da geração de recursos mediante venda do seu próprio ativo e da preservação desses recursos, é claro que a interrupção do pagamento pelo adquirente e a drenagem de recursos do orçamento da obra para restituição das quantias pagas repercute em todo o conjunto dos demais contratos, podendo frustrar a realização da obra, que constitui o interesse comum da coletividade dos contratantes. (2019).

Nesse viés, outra particularidade essencial à promessa de compra e venda é o caráter coletivo da incorporação e, por via de consequência, dos próprios contratos. O empreendimento é composto de unidades autônomas postas no mercado, culminando com a celebração de uma gama de contratos entre o incorporador e diversos adquirentes. Estes acabam necessariamente ligados entre si pela natureza do negócio: a todos os adquirentes interessa a finalização da obra para recebimento de suas unidades.

Sendo assim, a convergência de interesses entre os adquirentes conduz à sua coordenação para a realização da finalidade comum da incorporação, priorizando-se o interesse da comunidade, quando em confronto com os direitos individuais de um contratante. As promessas de compra e venda ligam-se, pois, não apenas por força de uma padronização ou relativa similaridade de minutas, mas por conta das premissas comuns da incorporação e da relativa identidade entre objetos, até porque o imóvel adquirido é composto por partes comuns e partes privativas.

A respeito, ensina Arnaldo Rizzardo:

Todos os contratos encerram iguais premissas e idêntico objetivo. A feição unitária ostenta-se em

ações ou atos que são dirigidos à consecução de propriedades imobiliárias novas que constituirão um conjunto imobiliário. A conjugação de ideias e atividades com grande identidade das metas importa em se configurar uma forma societária nas relações estabelecidas, embora a individualidade de cada contrato. Realmente, não se atingirá o escopo último da incorporação mediante o cumprimento de um ou alguns contratos, mas, no mínimo, de sua grande maioria, de sorte a se chegar à edificação coletiva. Somente assim alcança-se a finalidade da incorporação. (2018a, p. 263).

A Lei n. 4.591/64, atenta a esta situação, cria ferramentas para articulação dos adquirentes em vistas à conclusão das obras, principalmente com a Comissão de Representantes dos adquirentes, imbuída de prerrogativas de fiscalização do andamento da construção e, em caso de falência ou abandono pelo incorporador, de assunção do controle da obra (SANTOS; CASTRO, 2015, p. 99).

Nesse diapasão, a Lei n. 10.931/04 acrescentou ao direito positivo um novo mecanismo de proteção aos adquirentes e aos credores do empreendimento: o patrimônio de afetação. A segregação dos bens e direitos afetos ao empreendimento objetiva minimizar os riscos de eventuais má gestão, insolvência, desvios ou abandono por parte do incorporador, capazes de frustrar o intento comum de conclusão do empreendimento.

Destaca-se das lições do Prof. Melhim Namen Chalhub, relator do anteprojeto da Lei n. 10.931/04, a essência do instituto:

Segundo a nova legislação, o acervo relativo à incorporação (terreno e acessões, bem como os demais bens, direitos e obrigações a ela vinculados) é destacado do patrimônio geral do incorporador, passando a constituir um patrimônio autônomo, destinado a satisfazer exclusivamente os direitos dos adquirentes e dos demais credores vinculados à incorporação, ficando, assim, cada conjunto de adquirentes imune aos efeitos de eventuais desequilíbrios gerados por outros negócios do incorporador. A afetação cumpre função dúplice de proteção do adquirente e de viabilização econômico-financeira da incorporação, e nesse mister é instrumento de realização do escopo contratual; quanto ao primeiro aspecto, põe nas mãos dos adquirentes o controle do equilíbrio

contratual, ao lhes conferir poderes para fiscalizar e controlar toda a atividade do incorporador e, até, promover sua substituição em caso de atraso injustificado da obra ou insolvência do incorporador; de outra parte, a afetação propicia melhor organização da incorporação e dá meios aos adquirentes de prosseguir a obra sem sofrer os efeitos dos desequilíbrios do incorporador. (2017, p. 324).³⁸

Assim, a formação de um patrimônio próprio do empreendimento em construção tende a gerar autonomia financeira à incorporação, potencializando a perspectiva de conclusão das obras e protegendo os adquirentes dos efeitos negativos no desequilíbrio econômico-financeiro do incorporador (RIZZARDO, 2018a, p. 377).

Nesse diapasão, o Código de Processo Civil instituiu a impenhorabilidade dos créditos oriundos de alienação de unidades autônomas, sob regime de incorporação imobiliária, vinculados à execução da obra³⁹, no intuito de salvaguardar o regime de vinculação de receitas destinado à efetivação do interesse comum dos contratantes (CHALHUB, 2019).

As obrigações legais do incorporador são eminentemente relacionadas com os deveres de informação acurada aos adquirentes e de administração diligente e cuidadosa do patrimônio comum do empreendimento.

Nesse contexto, o dever de promover o registro da incorporação perante o Ofício do Registro de Imóveis possui papel central dentre as obrigações do incorporador e da própria dinâmica do negócio imobiliário⁴⁰. Nesta linha, pontua Maria Flávia Seabra Gemperli:

O objetivo da Lei de Incorporações Imobiliárias é exatamente trazer segurança jurídica à aquisição de imóveis antes de sua existência física. Por essa razão, o incorporador somente poderá negociar as unidades autônomas do futuro empreendimento

³⁸ Para um estudo aprofundado do patrimônio de afetação e todas as suas particularidades, reguladas nos artigos 31-A a 31-F da Lei n. 4.591/64, sugere-se as obras de Chalhub (2017), Pereira (2018) e Rizzardo (2018a).

³⁹ Código de Processo Civil. Art. 833. São impenhoráveis: [...] XII - os créditos oriundos de alienação de unidades imobiliárias, sob regime de incorporação imobiliária, vinculados à execução da obra.

⁴⁰ Diante de sua importância para a dinâmica da incorporação e para o desenvolvimento do objeto deste estudo, o registro do memorial de incorporação será analisado em tópico próprio neste trabalho (item 1.3, na sequência).

imobiliário após o devido arquivamento, junto ao cartório de registro de imóveis competente, ou seja, o cartório da situação do imóvel onde o mesmo será erguido, da documentação que compõe o chamado memorial de incorporação (art. 32, Lei nº 4.591/64). (in CASTRO, 2014, p. 437).

O incorporador assume o risco do negócio, comprometendo-se perante os adquirentes a providenciar a conclusão da obra e a efetiva entrega das unidades autônomas componentes do edifício. Esse compromisso finalístico molda as suas obrigações, como explica Arnaldo Rizzardo:

Em razão de certo risco que decorre do empreendimento de incorporação, em especial no que diz com o compromisso de conclusão da obra, no desvio de valores pagos pelos adquirentes, na qualidade dos serviços, no simples abandono da construção, no descumprimento das exigibilidades fiscais, trabalhistas e previdenciárias, procurou a lei cercar os adquirentes de segurança e garantias (como na afetação do patrimônio), e impor uma série de providências e obrigações a que deve se submeter o incorporador. Buscou desestimular e impedir que aventureiros se lancem a promover incorporações, por não possuírem lastro econômico, condições técnicas e mesmo uma infraestrutura condizente. Em verdade, existe toda uma concatenação de normas dirigidas a exercer o controle da obra. (2018a, p. 447).

O incorporador responde ao adquirente, ainda, pela segurança e solidez da edificação, solidariamente com o construtor responsável pela obra⁴¹ (AVVAD, 2006, p. 592), compreendidas na garantia as imperfeições ou vícios capazes de colocar em risco a estrutura do imóvel e a incolumidade dos ocupantes, bem como aqueles que tornem o bem imprestável ao fim a que se destina, como infiltrações e rachaduras (CHALHUB, 2017, p. 471).

⁴¹ Na forma do art. 618 do Código Civil: “Nos contratos de empreitada de edifícios ou outras construções consideráveis, o empreiteiro de materiais e execução responderá, durante o prazo irredutível de cinco anos, pela solidez e segurança do trabalho, assim em razão dos materiais, como do solo. Parágrafo único. Decairá do direito assegurado neste artigo o dono da obra que não propuser a ação contra o empreiteiro, nos cento e oitenta dias seguintes ao aparecimento do vício ou defeito”.

Ademais, o incorporador é responsável pela perfeição da obra, isto é, pela qualidade da unidade autônoma alienada, que deve corresponder fidedignamente aos projetos do empreendimento e suas especificações construtivas. Por essa razão, responde por eventuais vícios aparentes ou ocultos identificados no imóvel, durante um prazo de garantia legal (SCAVONE JR., 2018, p. 480).⁴²⁴³

Assim, as obrigações do incorporador se concretizam em diversas e multifacetárias incumbências inerentes à atividade, como empregar os recursos necessários ao adequado desenvolvimento das obras, formalizar os contratos celebrados com os adquirentes, custear as unidades não vendidas, cumprir os prazos para entrega do empreendimento, restituir com reajuste e juros as parcelas recebidas dos adquirentes em caso de denúncia da incorporação, providenciar a instituição do condomínio, individualização das unidades e transferência de propriedade aos adquirentes⁴⁴ (PEREIRA, 2018, pp. 259-283).

Destarte, a Lei n. 4.591/64 promove a regulação da atividade econômica da construção de edificações coletivas e comercialização das unidades autônomas, traçando um sistema de proteção ao adquirente, desenhando balizas negociais e fixando um feixe de responsabilidades ao incorporador, tudo em vistas à propiciar segurança jurídica ao negócio imobiliário.

⁴² O Código Civil disciplina a hipótese nos arts. 441 a 446 e o Código de Defesa do Consumidor, eventualmente aplicável, em seus arts. 12 a 25.

⁴³ Segundo Scavone Jr., os vícios aparentes são compreendidos como aqueles de fácil constatação, passíveis de pronta identificação por ocasião da entrega da unidade imobiliária, situação na qual a responsabilidade do incorporador cessa com a entrega do imóvel ao adquirente; e os ocultos, como os vícios de difícil constatação, desconhecidos pelo adquirente por ocasião do recebimento da unidade, que posteriormente identificados implicam a diminuição do valor ou utilidade do bem, respondendo o incorporador durante o prazo fixado em lei (2018, pp. 478-481).

⁴⁴ O estudo minucioso de todo o feixe de responsabilidades e deveres do incorporador ultrapassa os contornos deste trabalho, razão por que focalizamos aqueles pertinentes ao tema aqui abordado. Para aprofundamento da matéria, indica-se os estudos de Rizzardo (2018a), Pereira (2018) e Chalhub (2017).

1.3. O REQUISITO DO REGISTRO DA INCORPORAÇÃO PARA COMERCIALIZAÇÃO DE UNIDADES AUTÔNOMAS

Dentre os mecanismos destinados a conferir segurança à operação de venda de futuras unidades imobiliárias, ainda em fase de projeto ou de construção, a Lei n. 4.591/64 prescreve uma regra central na sistemática legal: somente é lícito negociar unidades autônomas após o prévio registro da incorporação perante o cartório de Registro de Imóveis competente, arquivando todo o rol de documentos elencado no art. 32 do diploma.⁴⁵

⁴⁵ Art. 32. O incorporador somente poderá negociar sobre unidades autônomas após ter arquivado, no cartório competente de Registro de Imóveis, os seguintes documentos: a) título de propriedade de terreno, ou de promessa, irrevogável e irretroatável, de compra e venda ou de cessão de direitos ou de permuta do qual conste cláusula de imissão na posse do imóvel, não haja estipulações impeditivas de sua alienação em frações ideais e inclua consentimento para demolição e construção, devidamente registrado; b) certidões negativas de impostos federais, estaduais e municipais, de protesto de títulos de ações cíveis e criminais e de ônus reais relativa ao imóvel, aos alienantes do terreno e ao incorporador; c) histórico dos títulos de propriedade do imóvel, abrangendo os últimos 20 anos, acompanhado de certidão dos respectivos registros; d) projeto de construção devidamente aprovado pelas autoridades competentes; e) cálculo das áreas das edificações, discriminando, além da global, a das partes comuns, e indicando, para cada tipo de unidade a respectiva metragem de área construída; f) certidão negativa de débito para com a Previdência Social, quando o titular de direitos sobre o terreno for responsável pela arrecadação das respectivas contribuições; g) memorial descritivo das especificações da obra projetada, segundo modelo a que se refere o inciso IV, do art. 53, desta Lei; h) avaliação do custo global da obra, atualizada à data do arquivamento, calculada de acordo com a norma do inciso III, do art. 53 com base nos custos unitários referidos no art. 54, discriminando-se, também, o custo de construção de cada unidade, devidamente autenticada pelo profissional responsável pela obra; i) discriminação das frações ideais de terreno com as unidades autônomas que a elas corresponderão; j) minuta da futura Convenção de condomínio que regerá a edificação ou o conjunto de edificações; l) declaração em que se defina a parcela do preço de que trata o inciso II, do art. 39; m) certidão do instrumento público de mandato, referido no § 1º do artigo 31; n) declaração expressa em que se fixe, se houver, o prazo de carência (art. 34); o) atestado de idoneidade financeira, fornecido por estabelecimento de crédito que opere no País há mais de cinco anos; p) declaração, acompanhada de plantas elucidativas, sobre o número de veículos que a garagem comporta e os locais destinados à guarda dos mesmos.

O conjunto de informações exigidas é reunida no memorial de incorporação que, levado ao Ofício Registral acompanhado da respectiva documentação, perfectibiliza o ato jurídico essencial do negócio imobiliário, com o registro da incorporação na matrícula do terreno.

Neste dossiê são especificadas a estrutura da operação, o responsável pela consecução do objeto (o incorporador), a situação originária do imóvel e os detalhes da edificação projetada, especialmente os projetos aprovados pelas autoridades, as plantas, metragens e características das futuras unidades, a especificação dos materiais empregados e a convenção de condomínio (CHALHUB, 2017, p. 53).

A exigência legal é categórica, consoante alerta Luiz Antônio Scavone Júnior:

A incorporação é imprescindível nos casos de edifícios a construir, vendidos para entrega futura e por oferta pública⁴⁶. Na verdade, incorporar um edifício significa registrar, junto ao oficial de Registro de Imóveis, na matrícula do terreno onde o prédio será construído, uma série de documentos e certidões, permitindo vender as unidades a serem construídas na planta ou em obras, a público indeterminado, mediante oferta pública. É evidente que se está negociando bem para entrega futura e, nesse caso, é mister que esses documentos sejam registrados no ato denominado “incorporação” para conceder alguma segurança aos adquirentes. (2018, pp. 163-164).

Como destacado, o traço essencial da incorporação imobiliária é a alienação de unidades autônomas durante a construção do empreendimento, antes de concluídas as obras (AZEVEDO, 2015, p. 471).

Assim, a Lei n. 4.591/64 estabelece como requisito para lançamento público do empreendimento e negociação das futuras

⁴⁶ O aspecto essencial, pois, é a perspectiva de oferta pública das unidades autônomas antes da conclusão do empreendimento, como destaca o autor: “A instituição sem a prévia incorporação é possível e pode ser levada a efeito nas seguintes hipóteses: a) edifícios em situação condominial irregular (geralmente antigos e de um só dono); b) edifícios vendidos após a construção; e, c) edifícios construídos por grupos fechados, como, por exemplo, amigos que se reúnem, aprovam uma planta e levam a efeito a construção. Nesses casos, basta especificar o condomínio juntando a convenção e as exigências fiscais. Não é necessária a incorporação”. (SCAVONE JR., 2018, p. 157).

unidades imobiliárias o prévio registro da incorporação, sobre o que discorre Pedro Elias Avvad:

O lançamento, que marca o início da comercialização, assume aspectos de tal modo relevantes para o incorporador, em razão de publicidade em torno do empreendimento que passa a caracterizar a proposta pública de venda da incorporação. É nesse momento da venda que surge o contrato de incorporação e que se traduz, efetivamente, num compromisso de venda de um imóvel, ainda não existente, mas que deverá ser construído com todas as características e especificações constantes do memorial. (2006, p. 575).

A exigência do registro objetiva, com a publicidade da operação, traçar formas de proteção e de informação aos adquirentes, como explica Caio Mário da Silva Pereira:

A revolução operada pela Lei n. 4.591/1964, no sistema vigente, foi a fixação dos requisitos para que uma incorporação seja lançada e as unidades comprometidas ou vendidas. Ao contrário do que antes ocorria, quando o incorporador negociava sem oferecer garantias e o adquirente realizava verdadeiro salto no escuro, sob todos os aspectos a lei nova cuidou particularmente do assunto e fez dele um capítulo, imprimindo-lhe ênfase toda especial. [...] Nenhum incorporador, com efeito, poderá oferecer e negociar unidades autônomas sem ter, antes, arquivado no cartório do Registro de Imóveis documentação completa, relativamente ao empreendimento que promove. (2018, pp. 230-234).

Com efeito, a lei adota o registro perante o Ofício Imobiliário como mecanismo para dotar a incorporação de maior segurança jurídica. Nesse propósito, busca enfrentar duas circunstâncias negativas então presentes no mercado imobiliário: alto grau de assimetria de informações entre as partes envolvidas e fraca coercibilidade das obrigações assumidas.⁴⁷

⁴⁷ No primeiro ponto deste trabalho, procuramos analisar o histórico e propósitos da edição da Lei n. 4.591/64, destacando as incertezas experimentadas no mercado imobiliário à época, sobretudo pela dificuldade na identificação e responsabilização do titular do negócio (o incorporador), a minimizar o grau de executoriedade dos contratos celebrados; bem como pela ausência de efetivo comprometimento do incorporador com o projeto do empreendimento, a ressaltar

A assimetria de informações, que ocorre quando uma das partes de uma transação possui mais informações do que a outra, é considerada uma falha de mercado por prejudicar o alcance da eficiência nas transações econômicas e produzir efeitos indesejados ou impensados em desfavor das partes ou de terceiros (JAKOBI; RIBEIRO, 2014, p. 43).

Segundo Luciano Timm, a assimetria de informações pode causar dois problemas específicos: a seleção adversa e o risco moral. A respeito, explica:

A seleção adversa foi primeiro identificada por George Akerlof em 1970 e ocorre quando uma das partes está mal informada sobre as qualidades de um produto ou serviço específico, mas sabe apenas a qualidade média dos produtos daquele mercado. Nesse caso, a parte mal informada, por conta de sua incerteza, exigirá um prêmio/desconto para participar de uma transação. Aqueles vendedores que tiverem bens de boa qualidade não conseguirão um preço bom por seus produtos e, em consequência, sairão do mercado. Assim, a qualidade média dos produtos naquele mercado irá diminuir. Isso irá ocorrer sucessivamente até restarem apenas produtos da pior qualidade possível. A seleção adversa, ao afastar agentes do mercado (os produtores com bons produtos), impede diversas transações. Portanto, o número de transações efetuadas é menor do que a quantidade eficiente.

O risco moral, por sua vez, significa que uma parte tem incentivos para alterar seu comportamento de forma prejudicial à outra parte, sem que esta possa saber ou impedir essa alteração. O exemplo clássico é o da pessoa que, após contratar um seguro para seu carro, perde incentivos para tomar cuidados, como trancar sempre a porta, estacionar em locais seguros etc. As seguradoras estão conscientes dessa alteração de incentivos do segurado e, em consequência, exigem garantias de que isso não ocorrerá, introduzem prêmios ou simplesmente aumentam os seus preços. Isso então faz com que haja menos transações do que a quantidade eficiente. (2012, pp. 166-167).

a desinformação dos adquirentes e incerteza quanto ao resultado do que lhes seria entregue.

No contexto da incorporação imobiliária, o incorporador indubitavelmente possui mais informações do que os adquirentes a respeito das questões técnicas atinentes à edificação, do real valor de mercado das unidades autônomas negociadas, da regularidade jurídica do imóvel, da capacidade financeira dos responsáveis pelo empreendimento, da viabilidade comercial do projeto, entre outros fatores atinentes à qualidade e segurança do negócio. A necessidade de busca dessas informações por parte do adquirente lhe gera custos, o que prejudica a maximização da eficiência econômica (JAKOBI; RIBEIRO, 2014, p. 43).⁴⁸

Nesse contexto, a publicidade franqueada pelo registro do memorial de incorporação, com o incremento das informações acerca e do empreendimento projetado e do negócio imobiliário ofertado pelo incorporador ao adquirente, tem o condão de potencializar a confiança dos agentes no mercado imobiliário e impulsionar a atividade econômica (TUTIKIAN, 2010, p. 108).

No mesmo norte, destacando a importância da informação para a elevação dos padrões de confiança, observam Ejan Mackaay e Stéphane Rousseau:

A confiança desempenha importante papel na economia de mercado. Enquanto os agentes econômicos confiam reciprocamente uns nos outros, mais contratos serão concluídos e mais ganhos recíprocos resultarão entre desconhecidos do que se assim não fosse. O bem-estar coletivo aumenta se há melhora da confiança recíproca.

A confiança nada tem de irracional. Ao contrário, a confiança consiste na utilização racional da informação para ajustar o comportamento. [...]

A confiança está baseada em informações que permitem distinguir as qualidades particulares de

⁴⁸ A propósito, ilustram Karin Jakobi e Márcia Carla Ribeiro: “A assimetria de informações é verificada em diversas hipóteses: quando um dos agentes possui mais informações do que o outro no momento da negociação; quando os custos para obter informações relevantes são muito altos para uma das partes, dificultando sua decisão de negociação; ou quando uma das partes possui mais conhecimento técnico a respeito do que está sendo contratado do que a outra. No contexto do mercado de capitais, por óbvio, quem emite as ações possui mais informações do que quem pretende adquiri-las, seja quanto ao seu real valor no mercado ou à real situação financeira da empresa emissora, seja quanto às questões técnicas referentes ao próprio funcionamento desse mercado”. (2014, p. 43).

um interlocutor ou produto entre o conjunto de pessoas ou produtos comparáveis. (2015, pp. 430-431).

As informações contidas no memorial de incorporação, registradas na matrícula imobiliária, conferem publicidade ao empreendimento projetado e vinculam o incorporador perante os adquirentes. Estes passam a ter condições de obterem por si próprios, em cartório, uma série de dados atinentes à edificação em construção e às unidades autônomas comercializadas.

É obrigação do incorporador mencionar expressamente, em todo material publicitário e comercial do empreendimento, o número de registro da incorporação, a rigor do disposto no art. 32, § 3º, da Lei n. 4.591/64: “O número do registro referido no § 1º, bem como a indicação do cartório competente, constará, obrigatoriamente, dos anúncios, impressos, publicações, propostas, contratos, preliminares ou definitivos, referentes à incorporação, salvo dos anúncios ‘classificados’”.

Nesse passo, explica Melhim Chalhub:

Uma vez arquivado no Registro de Imóveis, o memorial torna-se acessível a qualquer pessoa, notadamente aquelas que tenham interesse em adquirir unidades na futura edificação; os documentos que o integram possibilitam a análise do negócio a ser feito, em todos os seus pormenores. Há, no memorial, documentos de natureza jurídica, técnica, financeira e empresarial, que se destinam a dar à pessoa interessada na aquisição condições de conhecer com exatidão o objeto que pretende comprar, bem como avaliar o risco da aquisição. (2017, p. 53).

O registro representa uma vinculação global do incorporador com o resultado projetado da edificação. Ao comercializar as futuras unidades do empreendimento, o incorporador assume perante o adquirente a obrigação de lhe entregar uma unidade imobiliária já especificada, devendo respeitar a fração ideal destacada, as metragens projetadas e as características construtivas consignadas no memorial de incorporação.

Por outro lado, a análise da documentação arquivada pelo Oficial Registrador, pessoalmente responsável pela legalidade e acuidade do registro⁴⁹, reforça a regularidade do empreendimento em favor dos

⁴⁹ Nos termos do art. 32, § 7º, da Lei n. 4.591/64: “O Oficial de Registro de Imóveis responde, civil e criminalmente, se efetuar o arquivamento de

interessados na aquisição. A perspectiva de viabilidade construtiva do edifício e conformidade do projeto com a legislação não está adstrita, apenas, a uma mera declaração do incorporador ou projetista, mas conta com efetiva aprovação das autoridades municipais, dos órgãos ambientais e do próprio Registrador – todas necessárias para o registro do memorial de incorporação.

Sendo assim, o adquirente, à vista do registro, pode certificar-se de maneira rápida e acessível da regularidade do empreendimento em construção e das especificações detalhadas da unidade autônoma negociada.

Essa perspectiva de publicidade e segurança jurídica, aliás, decorre da própria essência do sistema registral, estruturado no propósito de oferecer confiança às operações imobiliárias⁵⁰, como destaca Eduardo Sarmiento Filho:

A existência de um sistema organizado decorre da necessidade de tornar mais confiável o tráfico imobiliário, de maneira a acelerar o tempo da realização dos negócios, além de reduzir os seus custos, protegendo-se os titulares dos direitos reais nele inscritos, especialmente o direito de propriedade. Em toda relação negocial se verifica aquilo que se convencionou chamar de assimetria de informações, que, em linhas gerais, consiste numa natural desigualdade de conhecimento entre as partes envolvidas na transação. A instituição organizada do registro imobiliário serve, pois, para diminuir ou neutralizar tal assimetria. O interessado na aquisição precisa conhecer eventuais ônus ou direitos reais que, eventualmente, recaiam sobre o bem, tais como servidões e hipotecas, além de obter informações relativas aos vendedores inscritos. (2015, p. 563).

documentação contraveniente à lei ou der certidão ... (VETADO) ... sem o arquivamento de todos os documentos exigidos.” (sic).

⁵⁰ Na mesma direção, discorre Marcelo Rodrigues: “A publicidade registral resulta da necessidade de conferir proteção ao tráfico jurídico e induzir a circulação de riqueza, conferindo fluidez ao crédito e ao comércio, por meio da informação que fornece aos terceiros de boa-fé a respeito dos direitos relacionados sobre o bem que se registra, em especial quando não possuem manifestação possessória, a exemplo das hipotecas e dos ônus a respeito dos imóveis, e das onerações sem deslocamento em matéria mobiliária.” (2016, p. 16).

O papel econômico do sistema de registro imobiliário é igualmente importante para o desenvolvimento da incorporação, ao reduzir os custos de transação nas operações imobiliárias, em função da diminuição da assimetria de informações entre os envolvidos, e ao estabelecer um mecanismo seguro de representação da riqueza em títulos de propriedade, viabilizando a circulação de ativos no mercado.

Quanto à temática, Marcelo Salaroli de Oliveira, com base em diversos estudos empíricos dos efeitos dos sistemas registrais na circulação de riqueza e no crescimento econômico, conclui que quanto mais efetiva a segurança jurídica conferida pelos títulos de propriedade, menores os custos de transação das transações imobiliárias e maiores os investimentos nesse mercado, destacando:

Os sistemas registrais atuam como redutores das assimetrias informativas, reduzindo os custos transacionais e proporcionando o crescimento econômico. Isto, pois os sistemas registrais definem, atribuem e protegem os direitos de propriedade, provendo o mercado com informações jurídicas seguras e relevantes [...] A imbricação da publicidade imobiliária com a economia de mercado é tamanha que o debate pela melhor forma de se organizar o sistema registral se faz com base em seus méritos econômicos. Torna-se clara a importância da publicidade registral imobiliária, enquanto confere segurança e certeza aos títulos de propriedade dos bens imóveis, permitindo seu aproveitamento na economia de mercado e gerando ativos para possibilitar o crescimento econômico. (2010, pp. 33-38).

A partir do momento em que registrada a incorporação, o empreendimento projetado assume uma forma definida no mundo jurídico. A matrícula do terreno ostenta o registro do memorial de incorporação, com a delimitação das unidades imobiliárias em construção, as quais se transformam em ativos imobiliários, podendo ser oferecidas em garantia e negociadas em mercado.

Nesse diapasão, pontua Cláudia Fonseca Tutikian:

O instituto da incorporação imobiliária autoriza a alienação das unidades autônomas da edificação pendentes de construção ou de conclusão, as quais têm existência jurídica através de seu registro, mas não possuem ainda sua materialização. Tal situação oportuniza justamente o ingresso de capital privado, dos próprios adquirentes e futuros

moradores, para desembaraço da obra. (2010, p. 100).

No tocante às repercussões jurídicas e econômicas do registro da incorporação, destaca Pedro Elias Avvad:

O registro do memorial de incorporação tem, portanto, diversas finalidades, cabendo destacar: i) é uma proposta irrevogável de contrato, significando dizer que detalha os compromissos e obrigações do incorporador perante aqueles que adquirem unidades do empreendimento; ii) preenche o requisito da publicidade e, assim, passa a valer 'erga omnes', caso não haja a retratação dentro do prazo fixado, se esta estiver expressamente prevista; iii) torna-se documento público, possibilitando a qualquer interessado a obtenção de cópias e a verificação do cumprimento das obrigações, de qualquer natureza, assumidas pelo incorporador; iv) aperfeiçoa-se, com a aceitação por parte do adquirente, o que se dá com a aquisição da fração de terreno e contratação da construção das acessões correspondentes à futura unidade. (2006, p. 573).

O registro da incorporação, ao mesmo tempo em que possibilita ao incorporador negociar as unidades imobiliárias projetadas, completa o objeto dos respectivos contratos de promessa de compra e venda, consoante esclarece Melhim Chalhub:

A partir do registro da incorporação, ficam definidos os elementos identificadores do bem a ser vendido, isto é, a unidade imobiliária com a correspondente fração ideal de terreno, a área da futura unidade, entre outros, elementos esses que permitem a perfeita identificação da futura unidade, viabilizando sua completa descrição e caracterização no instrumento do contrato. É verdade que, ao se firmar um contrato de promessa, na fase da construção, tem-se inicialmente, em termos concretos, apenas a fração ideal, mas, por força do registro da incorporação, essa fração estará indissolúvelmente vinculada às acessões que vierem a se lhe acrescer e que constituirão a futura unidade imobiliária, esta também já definida de acordo com o projeto; entretanto, ao se contratar a promessa nesse momento, se estabelece um vínculo sobre o terreno em vista da destinação

definida pelo negócio da incorporação, de acordo com os termos do memorial de incorporação; esse vínculo, que tem natureza real, vai se estendendo naturalmente às acessões (até mesmo em razão da acessoriedade da acessão em relação ao solo ao qual tiverem aderido) e, concluída a construção, concretiza-se o direito real sobre a unidade. (2017, p. 191).

Portanto, no direito brasileiro, a comercialização de unidades autônomas de empreendimentos imobiliários em construção, se submete à regulação promovida pela Lei n. 4.591/64, que, como visto, impõe uma série de deveres ao incorporador, condições para o negócio e requisitos específicos para o desenvolvimento da atividade. Nesse diapasão, a obrigatoriedade de prévio arquivamento do memorial de incorporação no Ofício Registral para negociação das unidades assume papel essencial na estrutura normativa e protetiva traçada pelo diploma.

A Lei de Incorporações traça uma série de consequências e sanções em caso de descumprimento da obrigação, como aponta Hércules Aghiarian:

A documentação exigida, prévia para lançamento da incorporação, ensejará, em caso de inobservância, causa de rescisão indenizável em favor do promissário-adquirente, assim como contravenção penal, por parte do incorporador, considerado o nível de norma pública que o legislador atribui a tais providências. Assim, se aquele que se apresenta como incorporador, e passa a alienar as unidades, não tem seu nome constante do registro da incorporação, na forma exigida pelo artigo 32 da Lei no 4.591/64, está em mora, *ipso jure*, desde o início a autorizar que o adquirente venha a rescindir o compromisso de compra e venda. (2015, pp. 279-280).

As consequências previstas para o incorporador, na hipótese, compreendem repercussões civis e sanções penais, estabelecidas em função da relevância socioeconômica da atividade, como explica Caio Mário da Silva Pereira:

Numa visão panorâmica, as penas com que se ameaça o incorporador têm em vista o seu comportamento sob dois aspectos diferentes: na qualidade de parte em um contrato bilateral e em função do lado social da atividade que desenvolve. Como parte contratante, incumbe-lhe a obrigação

de dar execução ao ajuste. [...] Então, como parte em um contrato bilateral, o incorporador e o construtor estão sujeitos ao avençado e, no caso de contravirem ao obrigado, hão de sofrer os rigores da lei. Entretanto, encarada a atividade do incorporador de outro ângulo, verifica-se que ele mobiliza capitais alheios, atua no plano da economia popular, oferece ao grande público anônimo os seus serviços e, no caso de frustração dos resultados, o impacto desborda da pessoa do outro contratante para alcançar a própria comunidade e, portanto, tem efeitos sociais tão profundos ou talvez mais do que os de natureza meramente individual. (2018, p. 335).

No tocante às repercussões civis da venda sem prévio registro da incorporação, o artigo 35, §5º, da Lei n. 4.591/6 prevê que, na hipótese de negociação em desconformidade com a legislação, “o incorporador incorrerá também na multa de 50% sobre a quantia que efetivamente tiver recebido, cobrável por via executiva, em favor do adquirente ou candidato à aquisição”.

A respeito dos dispositivos, o Superior Tribunal de Justiça consolidou entendimento de que, promovida a venda de unidades autônomas de empreendimento imobiliário em construção sem o prévio registro da incorporação, na forma do artigo 32 da Lei n. 4.591/64, a promessa de compra e venda celebrada é passível de resolução judicial, com a restituição dos valores pagos pelo adquirente, acrescidos de juros e correção monetária, e aplicação da multa do artigo 35, § 5º, do referido diploma.⁵¹

Destaca-se, nesse sentido, o Agravo Regimental em Recurso Especial n. 334.838/AM, relator Ministro João Otávio de Noronha, Quarta Turma, julgado em 18/05/2010:

⁵¹ De todo modo, o Superior Tribunal de Justiça tem jurisprudência sólida admitindo que, na hipótese, não há nulidade absoluta ou relativa, por se tratar de vício sanável. Assim, o contrato celebrado é passível de convalidação com a efetivação do registro da incorporação e ratificação da avença pelo incorporador e pelo adquirente. Nesse sentido, destacam-se os seguintes julgados da Corte: AgInt no REsp 1280824/SP, relator Ministro Marco Buzzi, Quarta Turma, julgado em 24/04/2018, DJe 03/05/2018; REsp 1490802/DF, relator Ministro Moura Ribeiro, Terceira Turma, julgado em 17/04/2018, DJe 24/04/2018; AgRg nos EDcl no AREsp 299.504/RS, relator Ministro Luis Felipe Salomão, Quarta Turma, julgado em 05/08/2014, DJe 12/08/2014.

AGRAVO REGIMENTAL. RECURSO ESPECIAL. INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA. VENDA DE UNIDADES AUTÔNOMAS. NECESSIDADE DE REGISTRO DE DOCUMENTOS. ARTIGO 32 DA LEI N. 4.591/1964. DESCUMPRIMENTO. APLICAÇÃO DE MULTA.

1. O incorporador só se acha habilitado a negociar unidades autônomas do empreendimento imobiliário quando registrados, no Cartório de Registro Imobiliário competente, os documentos previstos no artigo 32 da Lei n. 4.591/1964. Descumprida a exigência legal, impõe-se a aplicação da multa do art. 35, § 5º, da mesma lei. Precedentes.

2. Agravo regimental provido em parte para dar parcial provimento ao recurso especial.⁵²

A possibilidade de rescisão se justifica na medida em que “se as unidades nem poderiam ter sido alienadas, por óbvio que aquele que as tenha adquirido ao arripio das exigências da Lei n. 4.591/64 fica autorizado a ingressar em juízo e pleitear tudo o que pagou acrescido de juros e correção monetária” (SCAVONE JR, 2018, p. 203). Afinal, a negociação nessas circunstâncias viola frontalmente a regra do artigo 32 da Lei de Incorporações.

Paralelamente, a prática pode caracterizar contravenção penal, com pena de multa de 5 a 20 salários mínimos, nos termos do art. 66, I, da Lei n. 4.591/64 (“negociar o incorporador frações ideais de terreno, sem previamente satisfazer às exigências constantes desta lei”).

Quanto ao tema, discorre Melhim Chalhub:

A disciplina da matéria penal, de modo especial, justifica-se tendo em vista as peculiaridades da atividade e, sobretudo, o fato de que a atividade da incorporação contempla a captação de recursos do

⁵² Na mesma linha, os precedentes do Superior Tribunal de Justiça: AgRg no REsp n. 1.303.642/SC, relator Ministro Lázaro Guimarães, decisão monocrática publicada em 19/06/2018; AResp n. 1.194.270/MG, relator Ministro Luís Felipe Salomão, decisão monocrática publicada em 06/12/2017; REsp n. 1.440.799/DF, relator Ministro João Otávio de Noronha, decisão monocrática publicada em 22/06/2016; REsp 678.498/PB, relatora Ministra Nancy Andrighi, Terceira Turma, julgado em 25/09/2006, DJe 09/10/2006; REsp 192.182/MG, relator Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira, Quarta Turma, julgado em 20/11/2001, DJ 18/02/2002.

público. Assim, em razão da densidade social dessa atividade e o interesse de que se reveste para a economia popular, o legislador tratou desses delitos no campo da proteção da economia popular. [...] A principal exigência da lei para que o incorporador se legitime a promover a negociação do empreendimento é o registro do Memorial de Incorporação no Registro de Imóveis. (2017, p. 479).

Nesse cenário, o requisito legal de prévio registro da incorporação para negociar sobre unidades imobiliárias futuras, adotado como mecanismo central do sistema de proteção ao adquirente instituído pela Lei n. 4.591/64, traz para o negócio imobiliário um arcabouço normativo específico e cogente. Não é lícito alienar unidades autônomas de empreendimentos em fase de projeto ou construção sem o prévio registro do memorial de incorporação no Ofício do Registro de Imóveis.

2. O REGIME JURÍDICO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O capítulo pretende examinar as premissas do regime regulatório do mercado de capitais brasileiro e a atuação da Comissão de Valores Mobiliários, estruturadas na Lei n. 6.385/76. Analisa-se a evolução histórica da noção de valor mobiliário e seu conceito contemporâneo como contrato de investimento coletivo, focalizando a pesquisa nos cenários jurídicos norte-americano, manifesta inspiração do modelo regulatório instituído no Brasil, e nacional. Apura-se, ainda, a proximidade conceitual e negocial do contrato de investimento coletivo com a sociedade em conta de participação.

2.1. O MERCADO DE CAPITAIS E A ATUAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

De início, cumpre situar as noções e premissas básicas do “mercado de capitais”⁵³ e de seu papel econômico no desenvolvimento das atividades empresariais – circunstância que atrai a temática ao nosso objeto de estudo: a estruturação de empreendimentos imobiliários.

A primeira noção elementar é a de captação de recursos, que consiste, genericamente, na relação financeira desenvolvida entre agentes superavitários, detentores de recursos disponíveis (poupança) e os agentes deficitários, que necessitam de aportes para a exploração de suas atividades (investimentos) (YAZBEK, 2015, p. 228).

Os conceitos de poupança e investimento são traçados pela teoria econômica e assim explanados, com acurada didática, por Nelson Eizirik *et al*:

Na literatura econômica, o exemplo clássico que permite a imediata compreensão dos conceitos de poupança e investimento é o da chamada ‘economia de Robison Crusóé’. Crusóé, após sobreviver a um naufrágio, passou a habitar uma ilha deserta, alimentando-se do produto de sua pescaria diária. Podemos imaginar que, após algum tempo, decide fabricar uma rede, com o que aumentaria a quantidade de peixes pescados e teria mais tempo para o lazer. Para ter um dia inteiro dedicado a fabricar a rede, deveria diminuir o seu

⁵³ Para os propósitos deste trabalho, adotamos como sinônimos os termos “mercado de capitais” e “mercado de valores mobiliários”.

consumo diário de peixe, de sorte que quantidade pescada pudesse alimentá-lo por dois dias. O primeiro ato, de abstenção de consumo, constitui tipicamente um ato de poupança, que pode ser definida como a parte da produção não consumida. Já o segundo ato, de utilização dos recursos poupados para a produção da rede, um bem de capital, constitui um investimento.

Na economia primitiva de Crusoé, as figuras de poupador e investidor concentram-se na mesma pessoa, que podem ademais, ajustar os volumes desejados de poupança e investimento. Já na moderna economia de mercado, existe uma multiplicidade de agentes econômicos – governo, empresas, unidades familiares, indivíduos, etc. – com intenções diversas de investimento e poupança, que assim podem ser classificados: os agentes ‘deficitários’, que são aqueles cujas pretensões de investimentos excedem a sua capacidade de geração de poupança; e os agentes ‘superavitários’, cuja capacidade de poupança supera as suas necessidades de investimento. (2011, pp. 01-02).⁵⁴

O arranjo institucional estabelecido para operacionalizar e regular as relações tendentes a promover a transferência de capital entre investidores e beneficiários de recursos – transformação de poupança em investimento – corresponde ao conceito geral de “sistema financeiro” (EIZIRIK, 2011, p. 07), “mercado de dinheiro” (QUEIROZ, 1999, p. 131), ou, segundo Otávio Yazbek, “mercado financeiro em sentido amplo”, definido como “mercado em que são negociados instrumentos financeiros ou que se estabelecem relações com conteúdo financeiro visando, fundamental mas não exclusivamente, dois fins nem sempre concomitantes: a repartição de riscos e o financiamento das atividades econômicas” (2015, p. 229).

Para a consecução de seu objeto social, com a produção de riqueza e geração de lucro, a sociedade empresária necessita de capital. Caso não conte com recursos imediatamente à disposição, a empresa deverá buscar esses recursos no mercado. Precisar, portanto, de aportes financeiros

⁵⁴ A análise pormenorizada dos conceitos econômicos de poupança e investimento, evidentemente, transbordam o objeto desta dissertação. Adota-se para este estudo, portanto, os conceitos traçados por Nelson Eirizik *et al* (2011) e Otávio Yakbek (2015), acima indicados.

(investimentos) derivados de terceiros (poupanças), operacionalizados mediante a obtenção de crédito em instituições financeiras (operações bancárias) ou mediante a oferta de valores mobiliários diretamente aos investidores particulares (operações societárias) (COELHO, 2017, p. 147).

Essas duas modalidades centrais de captação de investimentos descortinam a distinção usualmente estabelecida entre os segmentos do sistema financeiro⁵⁵: o “mercado bancário”, no qual os recursos são capitalizados pela atividade creditícia de instituições financeiras, emprestando recursos próprios ou de terceiros; e o “mercado de capitais”, em que os recursos são captados de forma direta pelos tomadores junto aos investidores (QUEIROZ, 1999, p. 132).

No mercado bancário, “a mobilização e a canalização dos excedentes é efetuada por um intermediário financeiro que, necessariamente e na qualidade de contraparte, se interpõe entre o investidor e o destinatário dos recursos” (YAZBEK, 2015, p. 229). Quanto à atividade do intermediador nas operações bancárias, esmiúça Nelson Eizirik *et al.*:

Ao centralizar a oferta e a procura de dinheiro, a instituição financeira empreende uma atividade dupla: ao captar recursos junto aos poupadores, remunera-os com juros; ao coloca-los à disposição dos tomadores de recursos, cobra destes juros. A remuneração da instituição financeira (o chamado ‘spread’ bancário) consiste na diferença entre a taxa de juros pagos na captação e os juros cobrados nos repasses. [...]

No mercado de crédito, a instituição financeira é parte nas relações jurídicas junto aos agentes

⁵⁵ Não se descuida a posição de parcela da doutrina contemporânea que sustenta a limitação técnica desta abordagem dualista, sobretudo frente à dinamicidade das relações e novas atividades e produtos existentes no mercado financeiro do século XXI, de que destacamos os escritos de Otávio Yazbek (2015, p. 232). Entretanto, para o estreito corte metodológico do tema deste trabalho – em que não inseridos o estudo minucioso do mercado financeiro em sentido amplo e das próprias peculiaridades do mercado bancário –, a distinção dualista consagrada na doutrina brasileira e os conceitos gerais do mercado bancário traçados por Otávio Yazbek, José Carneiro Queiroz e Nelson Eirizik, nas obras supra referidas, nos fornece o amparo técnico necessário para, ao situar as premissas do sistema financeiro e da dinâmica de investimentos na atividade econômica, poder seguramente trabalhar a regulação do mercado de valores mobiliários e a atuação da CVM.

econômicos superavitários e deficitários, assumindo os riscos e os direitos e obrigações respectivas, uma vez que o detentor e o tomador dos recursos não se relacionam diretamente; entre eles surge a instituição financeira captando e repassando os recursos e assumindo os riscos de inadimplemento dos tomadores de crédito. (2011, pp. 05-07)

A estrutura do negócio bancário repercute nos contornos da regulamentação incidente sobre os bancos⁵⁶, destinada a proteger a integridade patrimonial das instituições e do sistema financeiro nacional (YAZBEK, 2015, p. 230), considerando os riscos de quebra de fluxo de caixa e descumprimento dos compromissos assumidos pelas entidades bancárias, com potencial de sérios prejuízos patrimoniais àqueles que lhe emprestaram recursos financeiros (MOSQUERA, 1999, p. 260).

Por outro lado, o tráfego de recursos pode ocorrer diretamente entre o investidor e o beneficiário, por meio da emissão pública e negociação de títulos ou contratos de investimentos, denominadas valores mobiliários (BORBA, 2018, p. 174).

Os valores mobiliários são, por conseguinte, instrumentos de captação de recursos para o financiamento da empresa, em vistas ao desenvolvimento da atividade econômica que constitui seu objeto social. Representam uma alternativa ao financiamento bancário, normalmente mais custoso. Por outro lado, aos seus adquirentes ou subscritores, os valores mobiliários correspondem a uma modalidade de investimento (COELHO, 2017, p. 147).⁵⁷

Com efeito, “o mercado de capitais se torna o instrumento básico para que as empresas possam encontrar, a custos razoáveis, os recursos dos quais necessitam para o seu desenvolvimento” (WALD, 2002, p. 03) e cumpre “uma função econômica importantíssima, qual seja, a mobilização da poupança nacional” (MOSQUERA, 1999, p. 259).⁵⁸

⁵⁶ O estudo da regulação do mercado bancário e do sistema financeiro nacional extrapola o objeto deste trabalho, razão pela qual nos atemos a determinados pontos de distinção frente ao mercado de capitais, no intuito de contextualizar a abordagem e viabilizar uma melhor compreensão dos propósitos econômicos dos valores mobiliários.

⁵⁷ O conceito de valor mobiliário será analisado pormenorizadamente no tópico segundo deste capítulo.

⁵⁸ Quanto ao tema, observa Maria Eugênia Finkelstein: “Os benefícios gerados por um mercado de capitais bem estruturado representam uma excelente opção para impulsionar a economia nacional, uma vez que, ao aproximar o capital das

Desta feita, mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários, corresponde à “moldura institucional que reúne as negociações de títulos ou contratos representativos de investimentos oriundos do público em geral e destinados à atividades econômica” (SILVA, 2015, p. 81), ou, sinteticamente, o “mercado de captação de recursos de forma direta pelos tomadores junto aos investidores [...] possibilitando a circulação de recursos de poupança pública⁵⁹, sem a necessidade de intermediários⁶⁰” (QUEIROZ, 1999, pp. 131-132).⁶¹

oportunidades de investimentos, estimula a formação da poupança privada. Assim, havendo mais capital disponível para ser investido, a atividade econômica pode se fortalecer. Acrescente-se que esse fato é de extrema relevância, na medida em que permite a participação imediata da sociedade nos resultados da economia nacional.” (2016, p. 177).

⁵⁹ No tocante ao tema, pontua André Santa Cruz Ramos: “Outra distinção entre o mercado de capitais e o mercado de crédito é que nesta há sempre a atuação de um intermediário, como uma instituição financeira, o que tende a burocratizar e encarecer a operação. Naquele, em contrapartida, há uma negociação direta entre a companhia que precisa de recursos e o investidor que os possui, já que ele adquire os títulos da empresa diretamente dela. É por isso que se diz que o mercado de capitais é um mecanismo de acesso à ‘poupança pública’.” (2018, p. 361).

⁶⁰ A inexistência de intermediador para realização da operação de investimento não significa, todavia, a impossibilidade de atuação de prestadores de serviço de aproximação ou intermediação destas operações mobiliárias, inclusive instituições financeiras. Contudo, esta atividade ostenta natureza absolutamente diversa da praticada no mercado bancário, na medida em que os intermediadores não participam ativamente do investimento, ou seja, não constam como partes nos respectivos contratos e não assumem obrigações específicas de pagamento ou titularidade de crédito. Nesse norte, precisa a ressalva de Otávio Yazbek: “Naturalmente, também para este tipo de mercado [de valores mobiliários] foram sendo, com o tempo, criadas estruturas de intermediação, destinadas a permitir tanto as movimentações financeiras e a custódia dos títulos quanto uma aproximação eficiente entre os agentes interessados (emissores e investidores, no chamado mercado primário, ou alienantes e adquirentes, no mercado secundário). Nestes casos, porém, os intermediários atuam como meros intervenientes (e não mais contrapartes), prestando serviços de aproximação, de representação ou de liquidação das operações para seus clientes, que são as reais contrapartes das operações, ainda que muitas vezes eles nem mesmo se conheçam.” (2015, p. 231).

⁶¹ Nas palavras de Ary Oswaldo Mattos Filho: “temos que o termo ‘mercado’ significa o conjunto de ofertas feitas e de negócios realizados em um dado período de tempo, de acesso público direto ou indireto, independentemente de terem suas transações ocorrido ou não no mesmo local físico ou eletrônico, buscando, pelo

Ao contrário das operações financeiras típicas do mercado bancário (empréstimo), o mercado de capitais reúne principalmente negócios de participação⁶², o que o caracteriza como um mercado de risco, “uma vez que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia” (EIZIRIK, 2011, p. 09).

A respeito do risco inerente ao mercado de valores mobiliários, enuncia André Santa Cruz Ramos:

É da natureza do mercado de capitais funcionar como um ambiente de negociação ‘de risco’, já que os investidores que nele atuam, adquirindo os títulos negociados pelas companhias abertas, não possuem garantia de retorno do investimento feito, o qual dependerá sempre do sucesso empresarial da companhia investida. Assim, da mesma forma que o bom conhecimento técnico do funcionamento do mercado de capitais pode gerar aos investidores altos ganhos, o investimento sem o devido conhecimento pode acarretar perdas imensuráveis. (2018, p. 361).

Nesse norte, a assunção de risco pelos investidores, ao aplicar suas poupanças particulares diretamente em instrumentos mobiliários emitidos por empresas, depende da confiança dos investidores no próprio mercado – isto é, da confiança de que o potencial retorno de suas aplicações está razoavelmente relacionado com o risco assumido no investimento, de que as instituições atuantes apresentam integridade financeira e, sobretudo, de que as informações providas pelas empresas emissoras são verdadeiras e fidedignas (EIZIRIK, 2011, p. 21).

Eis os alicerces da regulação do mercado de valores mobiliários.⁶³ Parte-se, pois, da premissa de que o particular não detém o mesmo leque

volume de transações, alcançar a melhor e mais correta formação de preço possível.” (2015, p. 25).

⁶² Segundo Nelson Eizirik *et al*, “como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras.” (2011, p. 08).

⁶³ Adota-se, para os fins deste trabalho, o conceito de regulação da atividade econômica trabalhado por Nelson Eizirik *et al*: “A regulação de determinada atividade importa o estabelecimento de limites à atuação dos agentes econômicos, que inexistem quando o mercado é inteiramente livre. [...] A regulação pode

de informações e conhecimentos das peculiaridades do investimento oferecido pela empresa emissora, e de que esta assimetria de informações impacta negativamente a confiança dos investidores e o funcionamento eficiente do mercado de capitais⁶⁴ (YAZBEK, 2015, p. 241).

Logo, a tutela dos investidores, no intuito de minimizar os efeitos da assimetria de informações, desponta como objetivo fundamental da regulação do mercado de capitais, como destaca Nelson Eizirik *et al*:

A proteção aos investidores é basicamente provida mediante normas que regulam a conduta dos emissores de valores mobiliários e dos intermediários financeiros. Com relação aos emissores, as normas visam especialmente a exigir a prestação plena e acurada de informações necessárias à avaliação dos valores mobiliários ofertados e coibir os comportamentos ilegais ou abusivos dos administradores e acionistas controladores. Já com relação aos intermediários financeiros, objetivam as normas, principalmente: coibir práticas de manipulação do mercado; eliminar conflitos de interesse; impedir a discriminação entre seus clientes; e promover tratamento adequado às necessidades financeiras dos clientes. (2011, p. 22).⁶⁵

ocorrer de modo voluntário, quando é usualmente denominada ‘auto-regulação’, uma vez que estabelecida pelos próprios agentes econômicos; ou de modo jurídico, quando contida em normas legais ou regulatórias, que caracterizam uma intervenção do estado na economia, não como empresário, mas como agente regulador. [...] Assim, o termo regulação designa o conjunto de regras que limitam a liberdade de ação e de escolhas de empresas, dos profissionais e dos consumidores, e cuja aplicação sustenta-se no poder de coerção estatal.” (2011, pp. 15-16), em cuja obra é possível encontrar uma análise acurada e sólida da temática.

⁶⁴ A concepção de eficiência e da própria compreensão do que significa a pretensão de funcionamento “eficiente” do mercado de capitais serão trabalhados minuciosamente à frente.

⁶⁵ Na mesma linha, escreve Otário Yazbek: “Tendo em vista a posição fragilizada do investidor ante outros agentes – como o acionista controlador ou os administradores da companhia, por exemplo –, a regulação de mercado de capitais é baseada: (i) na prestação de informações, em tempo hábil, de modo a nivelar o conhecimento de todos os agentes de mercado (o que se convencionou chamar de *full disclosure*) e (ii) em regras de conduta que impeçam, àqueles agentes privilegiadamente posicionados, o uso de informações antes de sua divulgação (a vedação ao *insider trading*). Com isso se procura criar um mercado

A regulação não visa eliminar os riscos intrínsecos aos investimentos ofertados no mercado de valores mobiliários (riscos relacionados com o potencial resultado do capital investido, que dependerá dos resultados financeiros obtidos pela companhia), mas reduzir os riscos derivados de falhas do mercado, ao prevenir e reprimir comportamentos ilícitos, obrigar os agentes emissores a divulgar todas as informações relevantes e ao coibir a utilização de informações privilegiadas (JAKOBI; RIBEIRO, 2014, p. 99).

Desta maneira, segundo Alexandre Pinheiro dos Santos, Fábio Medina Osório e Julia Sotto Mayor Wellisch, o objetivo da regulação do mercado de valores mobiliários é garantir o funcionamento eficiente do mercado:

Depreende-se, assim, que, em última análise, o objetivo primordial da regulação estatal do mercado de capitais, inclusive no que tange aos âmbitos disciplinar e sancionador, é a existência e a manutenção do regular funcionamento do mercado – ou, como prefere Kumpel, da sua capacidade funcional –, o que abrange, necessariamente, transparência e simetria na prestação de informações; proteção da confiança do público investidor; equidade nas relações do investidor com intermediários, e eficiência na determinação do valor dos títulos negociados e na transferência destes entre os participantes do mercado. (2012, p. 24).

Assim, o propósito da regulação, na espécie, é elevar a confiança nas instituições atuantes no mercado, mediante o estabelecimento de parâmetros de conduta e deveres de informação por parte das empresas emissoras de valores mobiliários, bem como vedar práticas fraudulentas e ações de manipulação do mercado.

Essas premissas encontram sólida ressonância prática. Com base em estudos empíricos e análise histórica de dados no mercado de capitais brasileiro, Cláudio L. S. Haddad conclui que a educação financeira e a melhor disposição de informações das companhias emissoras e investimentos ofertados aumentam consideravelmente o nível de participação dos indivíduos no mercado de valores mobiliários, elevando

confiável e um processo de formação de preço dos ativos mais legítimo.” (2015, pp. 241-242).

a confiança do investidor nas instituições.⁶⁶ O autor destaca que, no Brasil, o desenvolvimento do mercado de capitais está diretamente relacionado à edição de normas favoráveis aos acionistas minoritários (em geral, investidores pessoa física) e à atuação mais ativa da Comissão de Valores Mobiliários, ao lado de determinados fatores econômicos⁶⁷ (2011, pp. 131-136).

Nelson Eirizik, por sua vez, ressalta que diversos estudos empíricos têm demonstrado que a regulação do mercado de valores mobiliários importa a prestação de um volume de informações maior do que as empresas apresentariam em um mercado não regulado. Nesse diapasão, “o aumento na quantidade e qualidade das informações resulta num processo de formação de preços mais eficiente, bem como a tomada de decisões mais racionais, com resultados benéficos para a economia” (2011, p. 22).

Com amparo nos citados estudos, Karin Jakobi e Márcia Carla Ribeiro destacam:

Isso significa que o fortalecimento da regulação no âmbito do mercado de capitais, principalmente nos dias de hoje, em que a globalização e a evolução das tecnologias tornaram a economia mais complexa, é fator essencial para a estabilidade do mercado e para o desenvolvimento econômico do país. Ao estabelecer as ‘regras do jogo’, a regulação torna o sistema mais confiável,

⁶⁶ Complementa Cláudio Haddad: “Economistas têm crescentemente se preocupado com a influência das instituições e do ambiente geral de confiança e estabilidade no desenvolvimento econômico. O nível geral de confiança no país e nas instituições parece, segundo trabalho recente, influenciar positivamente na participação de indivíduos no mercado de capitais (Guiso, Sapienza e Zingales, ‘Trusting the Stock Market’, setembro, 2005). Segundo o trabalho, a falta de confiança dos agentes, com medo de ‘serem passados para trás’ aumenta o nível mínimo de riqueza necessário para se investir em ações e a demanda por ações é menor em países e regiões onde há mais desconfiança. Nos Estados Unidos, onde o nível de confiança é alto, a participação de pessoas físicas no mercado de capitais é de 50%, ao passo que na Itália, onde o nível é baixo, ela é de 8,2%.” (2011, p. 132).

⁶⁷ Segundo Cláudio Haddad, “atualmente a participação de pessoas no mercado de capitais aumentou consideravelmente, e isso se deve, em primeiro lugar, à política de estabilização da economia, com a adoção do câmbio flutuante e as metas de inflação, associados ao cenário externo favorável, e à edição da Lei das S.A. juntamente com a atuação bem mais ativa da CVM, que deu mais poder e confiança aos acionistas minoritários.” (2011, p. 131).

umentando a segurança dos investidores, que se sentem mais incentivados a participar da compra e venda de valores mobiliários, além de reduzir os seus custos de transação e de informação. Esse incentivo acarreta, portanto, um aumento do capital circulando no mercado, o que interfere no crescimento econômico das empresas que dele participam. (2014, pp. 98-99).

A respeito da noção de eficiência enquanto objetivo econômico fundamental da regulação do mercado de capitais, esclarece Nelson Eizirik *et al*:

Os objetivos econômicos da regulação devem ser os de promover maior eficiência⁶⁸:

- a) na determinação das cotações dos valores mobiliários, eficiência nesse contexto significando a capacidade de reação das cotações às novas informações; quanto mais rápida a reação, mais eficiente o mercado, sendo o ideal que a cotação de determinado título reflita única e exclusivamente as informações publicamente disponíveis;
- b) na alocação dos recursos, de sorte que os investidores, com base nas informações

⁶⁸ O conceito de eficiência, no espectro econômico, é eminentemente complexo e acompanha um rigoroso debate acadêmico acerca de sua concepção na esfera jurídica, cuja importância é firmemente destacada pelos juristas dedicados à análise econômica do direito. Para um estudo detalhado e minudente do conceito de eficiência e sua aplicação no âmbito do direito, que transpassa o objeto desta dissertação, remete-se às obras de Goldberg (1989), Mackaay e Rousseau (2015), Jakobi e Ribeiro (2014) e Timm (2012). Entrementes, a fim de balizar a abordagem aqui desenvolvida, servimo-nos da noção de eficiência traçada por Nicholas Kaldor e John Hicks – conhecido como Critério de Kaldor-Hicks –, segundo o qual uma transação é eficiente quando melhora a situação das partes e é suficiente para que eventuais prejuízos causados a terceiros possam ser potencialmente indenizados, como explica Orlando Celso da Silva Neto: “Eficiência de Kaldor-Hicks, que apresenta um conceito mais complexo de eficiência, pois leva em consideração os efeitos da transação para terceiros não envolvidos diretamente nela. Assim, uma transação é considerada eficiente de Kaldor-Hicks se o aumento da soma dos valores para as partes é superior à perda de alguma ou várias delas, de forma que aquelas beneficiadas possam, hipoteticamente, compensar as partes prejudicadas e, ainda assim, estar melhor ao final da transação realizada. Ou seja, a eficiência de Haldor-Hicks admite que, ao final da transação, uma das partes possa estar em situação pior, desde que o benefício da outra seja maior que sua perda.” (2015, p. 376).

disponíveis, apliquem suas poupanças nas companhias mais produtivas e rentáveis;
 c) nas operações entre os investidores, reduzindo tanto quanto possível os custos de transação, que são aqueles incorridos na realização dos negócios e que compreendem: os de busca de informações sobre os ativos, os preços e os potenciais compradores; os de negociação entre compradores e vendedores; os de realização de contratos e de sua correta aplicação. (2011, pp. 22-23).⁶⁹⁷⁰

Esse é o objetivo declarado da Lei n. 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (“Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários”), marco normativo⁷¹ da regulação do mercado de

⁶⁹ O Conselho Monetário Nacional, no paradigmático Voto n. 426/1978 (que será abordado a seguir, neste capítulo), esboçou uma noção oficial de “mercado eficiente”, qual seja: “É do interesse público a existência de um mercado eficiente, seja tanto no plano alocacional quanto no plano operacional. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis.” (CMN, 1978, p. 08).

⁷⁰ Quanto à temática, precisa a lição de Maria Eugênia Finkelstein: “a noção de custos de transação não se vincula apenas aos encargos financeiros embutidos na conclusão do contrato. Representa o conjunto de ações necessárias ao estabelecimento e à execução do negócio jurídico. Custos que podem ser identificados nas opções postas à disposição do empresário, no momento de estruturar sua atividade. A teoria dos custos de transação pressupõe que antes de concluir um contrato de fornecimento com cláusula de exclusividade, o agente econômico deve mensurar se não há uma opção mais eficiente no mercado ou mediante integração vertical do processo de produção do insumo sob sua hierarquia. A existência dos custos de transação é que orientará a decisão do agente em negociar e de qual forma coordenar suas ações.” (2016, p. 176).

⁷¹ A Lei n. 6.385/76 não é a primeira legislação a tratar do mercado de capitais no direito brasileiro. Na década de 1960, a Lei n. 4.595/64, que reestruturou o sistema financeiro nacional e as atribuições do Banco Central do Brasil no mercado de valores mobiliários, e algumas leis esparsas, direcionadas em geral ao mercado de ações, trataram de regular alguns aspectos específicos desse mercado. De todo modo, a Lei n. 6.385/76 é a primeira a contemplar as matrizes regulatórias desse mercado em caráter sistemático e autônomo, isto é, desvinculado dos demais setores do mercado financeiro e da alçada do Banco Central, razão por que considerada o efetivo marco regulatório do mercado de capitais brasileiro. Para um estudo minucioso do histórico legislativo anterior à Lei n. 6.385/76, confira-se Mattos Filho (2015, pp. 159-177).

capitais brasileiro: “assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas”.⁷²⁷³

O diploma instituiu a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, como órgão regulador do mercado de capitais brasileiro, com competência para regulamentar as matérias atinentes ao mercado de valores mobiliários, fiscalizar as operações desenvolvidas e a higidez das informações apresentadas pelas empresas emissoras e sancionar os agentes que venham a infringir as respectivas normas (MAMEDE, 2018, p. 278).⁷⁴

⁷² Lei n. 6.385/76. Art. 4º. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.

⁷³ Consta da exposição de motivos do projeto da Lei n. 6.385/76: “2. O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas. 3. O projeto de lei das sociedades por ações pressupõe a existência de novo órgão federal – a Comissão de Valores Mobiliários – com poderes para disciplinar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários e as companhias abertas”. (LOBO, 2017, p. 292).

⁷⁴ Lei n. 6.385/76. Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades

Com a Lei n. 6.385/76, a estrutura fiscalizatória e regulamentar do sistema financeiro passou a ser dividida entre o mercado bancário, sujeito à competência do Banco Central do Brasil, e o mercado de capitais, submetido à atuação da CVM; ambos subordinados ao Conselho Monetário Nacional, órgão superior dotado da prerrogativa de ditar as políticas gerais a serem observadas por todo o sistema financeiro nacional (BORBA, 2018, p. 174).

As diretrizes que pautam a atuação da CVM desde sua instalação foram assentadas pelo Conselho Monetário Nacional em dezembro de 1978 e registradas de forma minudente no Voto n. 426/1978, lavrado pelo Conselheiro Roberto Teixeira da Costa, primeiro presidente da autarquia.

No referido voto, intitulado “Fundamentos para a Regulação do Mercado de Capitais”, que permanece como referência oficial do escopo de atuação da CVM⁷⁵, foram proclamados os princípios da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: interesse público, confiabilidade, mercado eficiente, competitividade, mercado livre e proteção ao investidor; com base nas seguintes premissas:

A primeira constatação para a consecução dos objetivos de um órgão regulador é a de que há uma opção clara pelo modelo capitalista, baseado na economia de mercado e na livre iniciativa, o que induz a aceitação dos instrumentos de mercado.

A liberdade que caracteriza esse sistema não impede que a economia possa, em alguns dos seus

por ações; II - administrar os registros instituídos por esta Lei; III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

⁷⁵ Nesse passo, anota Paulo Ferreira Dias da Silva: “Passadas quase quatro décadas de sua edição, esse documento jamais foi objeto de reparos ou atualizações, seja pelas administrações da CVM, seja pelos governos que se sucederam no período. Não por acaso, ainda nos dias de hoje, sua leitura é recomendada pelos executivos da CVM aos ingressantes na carreira da entidade. E, embora formalmente desprovido de força vinculativa, fato é que, mesmo após sofrer várias reformas, a Lei 6.385/1976 segue sem se distanciar dos princípios que ele encerra.” (2015, p. 80). Confira-se, a propósito, a publicação oficial da CVM atinente à exposição dos princípios de sua atuação (2014, pp. 13-15).

segmentos, estar sujeita à interferência do Estado. Admite-se, inclusive, que essa interferência estatal tem sido uma constante mesmo nos países em que a economia de mercado representa os alicerces do seu progresso.

Reconhece-se que o mercado traz dentro de si algumas ineficiências. Além disso, vistas como um todo, as sociedades, e principalmente as mais livres, caracterizam-se pelos conflitos. Na comunidade como na economia, a presença do Estado importa para eliminar ou minimizar esses conflitos de interesse, ou ainda, harmonizá-los.

Dentro deste contexto é que se inserem tanto o mercado de valores mobiliários quanto a própria CVM, a quem a legislação delegou poderes para desenvolvê-lo e regulá-lo.

A CVM, no exercício de suas funções, seguirá os preceitos do sistema que se baseia na economia de mercado e na livre iniciativa, reconhecido como o mais eficaz para a promoção do desenvolvimento do país.

A CVM, obedecendo os postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos que nele transacionam.

O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários, condições consideradas fundamentais para assegurar o desenvolvimento desse mercado. (1978, pp. 06-07).

Com efeito, a incumbência regulatória da CVM está diretamente relacionada com a higidez das informações disponibilizadas pelos agentes emissores de valores mobiliários, em vistas à proteção dos investidores e da própria confiança no mercado, como explica Maria Isabel do Prado Bocater:

Um dos princípios fundamentais sobre os quais se alicerça a legislação do mercado de capitais é o do 'full disclosure'. A Comissão de Valores Mobiliários – CVM, entidade reguladora e fiscalizadora desse mercado, pauta suas ações

nesse princípio, segundo o qual os investidores são livres para tomar suas decisões de investimento, com base nas informações disponíveis no mercado. Se quiserem ser tolos, têm esse direito. Mas devem ter à sua disposição informações que reflitam, com fidedignidade e precisão, a situação financeira e patrimonial das companhias emissoras e as características dos valores mobiliários ofertados. (1999, p. 211).⁷⁶

Concebida como entidade reguladora autônoma, a CVM foi manifestamente inspirada na *Securities and Exchange Commission – SEC*, instituição com idêntico propósito no mercado de capitais norte-americano (WALD, 2002, p. 06) e que moldou a noção de *full disclosure*, considerado princípio fundamental na atuação da autarquia (BARROS, 2011, p. 40).

A Medida Provisória n. 08/01, posteriormente convertida na Lei n. 10.441/02, elevou a CVM à condição de entidade autárquica em regime especial, com personalidade e patrimônio próprios, autonomia financeira e orçamentária, ausência de subordinação hierárquica e mandato fixo e estável de seus dirigentes – isto é, a dotou do *status* de agência reguladora⁷⁷ (CRUZ, 2018, p. 362). A alteração nos contornos jurídicos

⁷⁶ A respeito, proclama Arnoldo Wald: “Na verdade, a sua importância [CVM] está relacionada com a pujança do mercado de capitais e a possibilidade de acesso ao mesmo de todos os brasileiros, fazendo-se do mercado acionário um sistema cujas aplicações possam complementar, com a mesma segurança, as feitas em cadernetas de poupança. Transformar-se-ia, assim, os proletários em proprietários, numa fórmula que pode parecer demagógica, mas que constitui a essência do capitalismo social, que enfatiza os valores empresariais e os seus aspectos tanto econômicos quanto sociais.” (2002, p. 14).

⁷⁷ Adota-se, para os fins desta dissertação, o conceito de agência reguladora traçado por Nelson Eizirik, bem como a sua compatibilização com a estrutura jurídica da CVM: “Conceitua-se como agência reguladora independente a autarquia dotada de autonomia, exercendo funções regulatórias, cuja administração compete a um Colegiado cujos membros são nomeador pelo Presidente da República e detêm mandato por tempo determinado. [...] Diversamente dos órgãos vinculados ao Poder Executivo, os dirigentes da Comissão não são demissíveis ad nutum. Esse modelo de composição do Colegiado segue aquele das demais agências reguladoras brasileiras, de forma a atribuir maior independência e estabilidade às entidades, visando evitar possíveis interferências do Poder Executivo e do setor econômico regulado.” (2011, p. 261). Na mesma linha, a lição de Egon Bockmann Moreira: “Agências administrativas reguladoras caracterizam-se por ter independência em face do

da autarquia buscou garantir isenção técnica e afastar ingerências políticas na sua atuação (MAMEDE, 2018, p. 274).⁷⁸

Quanto à discriminação das funções exercidas pela autarquia, sintetiza André Santa Cruz Ramos:

A competência da CVM no controle e na fiscalização do mercado de capitais é exercida, pode-se dizer, de três diferentes formas: a) *regulamentar*, uma vez que cabe à CVM estabelecer o regramento geral relativo ao funcionamento do mercado de capitais; b)

Poder Executivo e não estar submetidas a controle hierárquico. De forma autônoma, emanam normas que regulamentam a matéria de sua competência e decidem litígios, exercitando os denominados poderes ‘*quasi-judicial*’ e ‘*quasi-legislative*’. Na ampla maioria delas, seus dirigentes possuem mandato fixo, há supervisão das comissões do Congresso, possibilidade de controle judicial e ‘relações políticas’ com o Poder Executivo.” (2011, pp. 143-144). Para uma análise específica da natureza e dos contornos jurídicos das agências reguladoras (o que não corresponde ao foco do presente estudo), remete-se às citadas obras.

⁷⁸ A Lei n. 10.411/02 alterou o teor dos artigos 5º e 6º da Lei n. 6.385/76, que passaram à seguinte redação: “Art. 5º. É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária. Art. 6º. A Comissão de Valores Mobiliários será administrada por um Presidente e quatro Diretores, nomeados pelo Presidente da República, depois de aprovados pelo Senado Federal, dentre pessoas de ilibada reputação e reconhecida competência em matéria de mercado de capitais. § 1º O mandato dos dirigentes da Comissão será de cinco anos, vedada a recondução, devendo ser renovado a cada ano um quinto dos membros do Colegiado. § 2º Os dirigentes da Comissão somente perderão o mandato em virtude de renúncia, de condenação judicial transitada em julgado ou de processo administrativo disciplinar. § 3º Sem prejuízo do que preveem a lei penal e a lei de improbidade administrativa, será causa da perda do mandato a inobservância, pelo Presidente ou Diretor, dos deveres e das proibições inerentes ao cargo. § 4º Cabe ao Ministro de Estado da Fazenda instaurar o processo administrativo disciplinar, que será conduzido por comissão especial, competindo ao Presidente da República determinar o afastamento preventivo, quando for o caso, e proferir o julgamento. § 5º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato do Presidente da Comissão de Valores Mobiliários, assumirá o Diretor mais antigo ou o mais idoso, nessa ordem, até nova nomeação, sem prejuízo de suas atribuições. § 6º No caso de renúncia, morte ou perda de mandato de Diretor, proceder-se-á à nova nomeação pela forma disposta nesta Lei, para completar o mandato do substituído.”

autorizante, uma vez que é a CVM que autoriza a constituição de companhias abertas e a emissão e negociação de seus valores mobiliários; c) *fiscalizatória*, uma vez que a CVM deve zelar pela lisura das operações realizadas no mercado de capitais, sendo investida, para tanto, de poderes sancionatórios. (2018, p. 362).⁷⁹

O poder normativo da CVM, expressamente estabelecido no artigo 8º, inciso I, da Lei n. 6.385/76 (“regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações”), encontra fundamento constitucional no artigo 174 da Constituição da República Federativa do Brasil (BARROS, 2011, p. 38).⁸⁰

⁷⁹ Segundo José Edwaldo Tavares Borba, a CVM aglutina funções fiscalizadora ou sancionadora, regulamentar, registradora, consultiva e de fomento: “A função *fiscalizadora* objetiva coibir abusos, fraudes e práticas não equitativas, bem como promover um fluxo permanente e correto de informações aos investidores. No exercício dessas funções, poderá a CVM realizar inquéritos e punir administradores, acionistas controladores e intermediários do mercado que tenham agido de forma incorreta. A função *regulamentar* envolve a expedição de atos normativos (instruções) disciplinadores de “matérias expressamente previstas nesta lei e na lei de sociedades por ações” (art. 8º, I, da Lei nº 6.385/1976). A função *registrária* compreende basicamente duas modalidades de registro: o registro da empresa e o registro da emissão. [...] A empresa, desde que registrada, passa a ser tida como companhia aberta. O lançamento público de valores mobiliários exigirá, porém, o registro da respectiva emissão. [...] A função *consultiva* é exercida junto aos agentes do mercado e investidores, através dos chamados pareceres de orientação, os quais devem limitar-se às questões concernentes às matérias de competência da própria CVM, abrangendo apenas problemas de mercado ou sujeitos a sua regulamentação; parece ser esse o alcance do art. 13 da Lei nº 6.385/1976, quando prevê a existência, na CVM, de serviço com atividade consultiva e de orientação, pois os pareceres administrativos estão sempre circunscritos à atuação dos próprios órgãos administrativos, não podendo ter um alcance generalizado. A CVM tem ainda funções de *fomento*, cumprindo-lhe estimular e promover o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, para tanto encetando campanhas, seminários, estudos e publicações.” (2018, pp. 182-184).

⁸⁰ Constituição Federal de 1988. Art. 174. Como agente normativo e regulador da atividade econômica, o Estado exercerá, na forma da lei, as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, sendo este determinante para o setor público e indicativo para o setor privado.

⁸¹ De acordo com Emerson Mendes, “a atividade reguladora da Comissão de Valores Mobiliários (assim como das demais agências reguladoras) não é

Nesse mister, a CVM edita normas específicas com o propósito de disciplinar, de forma ágil, detalhada e técnica, as regras aplicáveis ao mercado de valores mobiliários e aos agentes nele atuantes⁸². A regulamentação “esclarece a inteligência da lei e desce a pormenores que vão dar concretude aos comandos genéricos” (BOCATER, 1999, p. 211).

A função normativa, destaca Nelson Eizirik, é indispensável ao exercício da função regulatória:

A regulação constitui uma função administrativa que não decorre da prerrogativa de poder político, e sim da ‘abertura’ da lei para que o agente regulador pondere, de forma neutra, conflitos entre os interesses público e privado, sejam eles potenciais ou efetivos. [...] A agência reguladora deve correspondência à política pública democraticamente estabelecida e é por ela limitada no desempenho de suas competências; sua atuação é independente e autônoma, mas sempre limitada pelo marco regulatório pertinente – a lei ou o conjunto de leis que atribuem a função regulatória ou disciplinam o mercado. (2011, p. 270).⁸³

delegada, mas sim advém originariamente do próprio art. 174, caput, da CF. Portanto, não há, como se poderia imaginar, delegação da competência regulamentar presidencial, tampouco da competência legislativa do Poder Legislativo, mas, sim, há expressa previsão constitucional da competência normativa atribuída às agências reguladoras.” (2015, p. 238). Para maior aprofundamento no tema – poder normativo das agências reguladoras e da própria CVM –, confira-se as obras de Ricardo Guimarães Moreira (2013), Nelson Eizirik *et al* (2011), Egon Bockmann Moreira (2011), Otávio Yazbek (2007) e Emerson Mendes (2015).

⁸² No ponto, precisa a observação de Alexandre Pinheiros dos Santos, Julya Sotto Maior Wellisch e José Eduardo Guimarães Barros: “Nota-se que o dinâmico e peculiar setor econômico regulado pela CVM não pode prescindir uma regulação ágil e próxima aos eventos que nela ocorrem. Os acontecimentos deste mercado, certamente, não poderiam ser adequada e prontamente atendidos apenas por meio de procedimentos legislativos ordinários e tradicionais. A importante função reguladora da CVM, desde que exercida ponderadamente e com fiel observância dos princípios, valores e standarts constitucional e legalmente fixados, [...] apresenta-se legal, legítima e essencial para o pleno e regular desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.” (2011, p. 41).

⁸³ Quanto aos limites do poder normativo da CVM, anota Gladston Mamede: “Suas normas devem respeitar o princípio da legalidade (art. 5º, II, da Constituição da República). Normas regulamentares podem ser criadas ou revogadas a qualquer momento, sem as contenções próprias da dialética

Destaque-se, nessa extensão, a incumbência de disciplinar o registro das companhias, a emissão e distribuição de valores mobiliários, as informações mínimas e relevantes a serem apresentadas pelas empresas registradas, o credenciamento de instituições e agentes intermediários, a organização, funcionamento e operações nas bolsas de valores e mercados de balcão, os padrões de cláusulas e condições a serem observados nos contratos ofertados; os parâmetros de conduta e governança exigidos, os procedimentos adotados nos processos administrativos, entre outras especificidades (JAKOBI; RIBEIRO, 2014, pp. 109-110).⁸⁴⁸⁵

Portanto, as normas editadas pela CVM possuem papel essencial na dinâmica regulatória do mercado de capitais, com observância obrigatória a todos os agentes atuantes nesse mercado, especialmente as empresas emissoras de valores mobiliários.

legislativa, garantida pelo voto popular. Por isso, seu poder e alcance devem ser limitados, jamais desrespeitando a garantia de que ninguém está obrigado a fazer ou deixar de fazer algo senão em virtude de lei. Normas regulamentares podem apenas aclarar as linhas mestras do que esteja na lei, sem inovar, nem substituir a lei, furtando ao Legislativo o poder e o dever de discutir a matéria e discipliná-la. (2018, p. 276).

⁸⁴ Lei n. 6.385/76. Art. 2º. [...] § 3º. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - 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.

⁸⁵ Os tipos de atos normativos emitidos pela CVM são os seguintes: “*Instrução*: regulamenta matérias expressamente previstas nas Leis nº 6.385/76 e 6.404/76; *Deliberação*: consubstancia todos os atos de competência do Colegiado; *Parecer*: responde à consulta específica formulada por agentes do mercado, investidores ou por componentes integrantes da própria CVM; *Parecer de Orientação*: corporifica o entendimento da CVM sobre matéria regulatória, fornecendo orientação sobre o assunto; *Nota Explicativa*: torna públicos os motivos que levaram a CVM a baixar norma ou fornece explicações sobre a utilização dos atos por ela emitidos; *Portaria*: envolve aspectos da administração interna da CVM; *Ato Declaratório*: documento através do qual a CVM credencia ou autoriza o exercício de atividades no mercado de valores mobiliários.” (CVM, 2014, p. 32).

Sob outro prisma, a função registral da CVM contempla uma feição instrumental, consistente no meio de proceder à prestação de informações à autarquia com vistas à sua divulgação ao público investidor, conforme expõe Nelson Eizirik *et al*:

A implementação da política do *disclosure* está fundamentada na existência de um sistema de registros perante a CVM, por meio dos quais são canalizadas as informações consideradas necessárias para o público investidor efetuar suas decisões de investimento de maneira consciente. [...] Assim, o registro não é um fim em si mesmo, mas um meio de se proceder à ampla divulgação de informações ao público. (2011, p. 142).

A obrigatoriedade de registro inicial da companhia e de registro prévio da oferta pública de valores mobiliários está prevista nos artigos 19 e 21 da Lei n. 6.385/76⁸⁶ e no artigo 4º, parágrafos 1º e 2º, da Lei n. 6.404/76⁸⁷, que foram regulamentados pelas Instruções Normativas n. 400/2003 e n. 480/2009 da CVM.

Finalmente, enquanto agência reguladora do mercado de capitais brasileiro, a CVM possui a competência de fiscalizar os agentes e empresas atuantes no mercado, a fim de garantir a observância e conferir efetividade à legislação aplicável.

A Lei n. 6.385/76 reveste a autarquia dos meios materiais e institucionais para cumprimento desse mister em caráter preventivo e punitivo, notadamente com poder de polícia e competência para aplicação de sanções administrativas (JAKOBI; RIBEIRO, p. 110).⁸⁸

⁸⁶ Lei n. 6.385/76. Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. [...] Art. 21. A Comissão de Valores Mobiliários manterá, além do registro de que trata o Art. 19: I - o registro para negociação na bolsa; II - o registro para negociação no mercado de balcão, organizado ou não. § 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão.

⁸⁷ Lei n. 6.404/76. Art. 4º Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários. § 1º Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários podem ser negociados no mercado de valores mobiliários. § 2º Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

⁸⁸ Os poderes específicos conferidos à CVM constam discriminados, sobretudo, no artigo 9º da Lei n. 6.385/76.

O poder de polícia constitui mecanismo de limitação da liberdade individual dos agentes do mercado em prol do interesse público tutelado pelo Estado, estando submetido aos princípios que regem a Administração Pública⁸⁹ e aos direitos fundamentais previstos pela Constituição Federal (EIZIRIK, 2011, p. 277).⁹⁰

Nesse contexto, em exercício do poder de polícia⁹¹, a CVM poderá ordenar a imediata suspensão da oferta pública de valores mobiliários emitidos em desconformidade com a legislação pertinente e adotar as medidas cabíveis para fazer cessar a atividade reputada irregular.⁹²

⁸⁹ Nos termos do artigo 37, caput, da Constituição Federal de 1988, “A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência”.

⁹⁰ Adota-se, para os fins deste trabalho, o conceito de poder de polícia traçado por Nelson Eizirik: “O poder de polícia pode ser conceituado em sentido amplo e restrito. Naquele, inclui toda e qualquer ação restritiva do Estado em relação aos direitos individuais. Já no sentido estrito, constitui a prerrogativa conferida aos agentes da Administração Pública para restringir e condicionar a liberdade e a propriedade.” (2011, pp. 276-277). Segundo o mesmo autor, no direito positivo brasileiro há uma definição legal de poder de polícia, disposto no artigo 78 do Código Tributário Nacional: “Art. 78. Considera-se poder de polícia atividade da administração pública que, limitando ou disciplinando direito, interesse ou liberdade, regula a prática de ato ou abstenção de fato, em razão de interesse público concernente à segurança, à higiene, à ordem, aos costumes, à disciplina da produção e do mercado, ao exercício de atividades econômicas dependentes de concessão ou autorização do Poder Público, à tranquilidade pública ou ao respeito à propriedade e aos direitos individuais ou coletivos. Parágrafo único. Considera-se regular o exercício do poder de polícia quando desempenhado pelo órgão competente nos limites da lei aplicável, com observância do processo legal e, tratando-se de atividade que a lei tenha como discricionária, sem abuso ou desvio de poder.” Para maior aprofundamento sobre o poder de polícia da CVM, confira-se também os textos de Bocater (1999), Mamede (2018) e Mattos Filho (2015).

⁹¹ A extensão do poder de polícia da CVM, o grau das penalidades cabíveis e as especificidades procedimentais do processo administrativo sancionados no âmbito da Lei n. 6.385/76 foram objeto de alterações legislativas recentes, especialmente pelas Leis n. 9.457/97 e n. 13.506/17. Para uma análise minudente da temática, indica-se os estudos de Santos, Osório e Wellisch (2012), Bocater (1999) e Eizirik (2011).

⁹² Lei n. 6.385/76. Art. 20. A Comissão mandará suspender a emissão ou a distribuição que se esteja processando em desacordo com o artigo anterior, particularmente quando: I - a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro; II - a oferta, o lançamento, a promoção ou o

A atuação sancionadora da CVM tem por escopo apurar e punir a prática de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários e atos contrários às disposições previstas na Lei n. 6.385/76, na Lei n. 6.404/76 e nos instrumentos normativos expedidos pela própria autarquia, observado o devido processo legal em específico processo administrativo (MAMEDE, 2018, p. 278).⁹³⁹⁴

As penalidades para as infrações à legislação regulatória do mercado de valores mobiliários estão dispostas no artigo 11 da Lei n. 6.385/76, quais sejam: advertência, multa⁹⁶, inabilitação temporária para o exercício de cargos de administrador ou conselheiro fiscal em companhias atuantes no mercado de capitais, suspensão da autorização ou registro, proibição ou inabilitação temporária para prática de operações

anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas.

⁹³ Lei n. 6.385/76. Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2o do art. 15, poderá: [...] V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado; VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

⁹⁴ A Deliberação CVM n. 538/2008 dispõe sobre os procedimentos adotados no processo administrativo sancionador no âmbito de competência da autarquia, cujas decisões comportam recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (MAMEDE, 2018, p. 281).

⁹⁵ Segundo Nelson Eizirik, “o processo administrativo sancionador constitui a modalidade de processo administrativo mediante a qual a Administração Pública, no exercício de seu poder de polícia e obedecendo sempre o postulado do devido processo legal, aplica as penalidades administrativas às pessoas que praticam atos qualificados em lei ou regulamento como ilícitos administrativos.” (2011, p. 290). Para aprofundamento sobre o regime sancionador da CVM, indica-se a obra especializada de Santos, Osório e Wellisch (2012).

⁹⁶ Lei n. 6.385/76. Art. 11. [...] § 1º. A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito. § 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo.

ou atividades no mercado de capitais e proibição de participar de licitação ou contratar com instituições financeiras oficiais.

As sanções são aplicadas pela CVM de acordo com a gravidade da infração, a extensão dos danos eventualmente provocados, a condição de reincidência e a postura informacional dos agentes envolvidos.⁹⁷

A autarquia pode, no entanto, a depender das circunstâncias do caso concreto, deixar de instaurar ou suspender o procedimento administrativo, caso o investigado celebre termo de compromisso em que se obrigue a cessar a prática considerada ilícita pela CVM e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. A aceitação do acordo administrativo não importa confissão quanto à matéria de fato ou reconhecimento de ilicitude da conduta⁹⁸. Ainda, em casos de pequena relevância, pode dispensar o expediente sancionador e utilizar outras medidas administrativas pertinentes.⁹⁹

Sob outro prisma, a emissão, a distribuição ou a negociação irregular de valores mobiliários poderá ensejar a responsabilização penal

⁹⁷ Lei n. 6.385/76. Art. 11. [...] § 3º As penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do caput deste artigo somente serão aplicadas nos casos de infração grave, assim definidas em normas da Comissão de Valores Mobiliários, ou nos casos de reincidência. [...] § 9º Serão considerados, na aplicação de penalidades previstas na lei, o arrependimento eficaz e o arrependimento posterior ou a circunstância de qualquer pessoa, espontaneamente, confessar ilícito ou prestar informações relativas à sua materialidade.

⁹⁸ Lei n. 6.385/76. Art. 11. [...] § 5º A Comissão de Valores Mobiliários, após análise de conveniência e oportunidade, com vistas a atender ao interesse público, poderá deixar de instaurar ou suspender, em qualquer fase que preceda a tomada da decisão de primeira instância, o procedimento administrativo destinado à apuração de infração prevista nas normas legais e regulamentares cujo cumprimento lhe caiba fiscalizar, se o investigado assinar termo de compromisso no qual se obrigue a: I - cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela Comissão de Valores Mobiliários; e II - corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. § 6º O compromisso a que se refere o parágrafo anterior não importará confissão quanto à matéria de fato, nem reconhecimento de ilicitude da conduta analisada.

⁹⁹ Lei n. 6.385/76. Art. 9º. [...] § 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos.

do agente emissor, na medida em que a Lei n. 7.492/86 tipifica como crime contra o sistema financeiro nacional:

Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: I - falsos ou falsificados; II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados; III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação; IV - sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida.

Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa.

No âmbito criminal, a competência para deflagrar a ação penal é do Ministério Público Federal, cabendo à CVM, se verificada a ocorrência de crime no âmbito de sua atuação, remeter a notícia de fato e documentos pertinentes ao Órgão Ministerial.¹⁰⁰¹⁰¹

Estabelecidas as premissas regulatórias do mercado de capitais e as prerrogativas de atuação da CVM nas esferas normativa, registral e fiscalizatória, mostra-se imprescindível depurar o conceito de valor mobiliário, que corresponde ao elemento fundamental na delimitação da competência da autarquia e da própria incidência do regime normativo da Lei n. 6.385/76.¹⁰²

2.2. A DEFINIÇÃO CONTEMPORÂNEA DE VALOR MOBILIÁRIO: TÍTULOS E CONTRATOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

A finalidade essencial do conceito de valor mobiliário consiste em demarcar a extensão da regulação estatal no mercado de capitais. A importância desta definição, no direito societário, ostenta feição nitidamente instrumental, ao delimitar o âmbito de aplicação da Lei n. 6.385/76¹⁰³ e da regulamentação administrativa editada pela CVM

¹⁰⁰ Conforme o disposto nos artigos 26 e 28 da Lei n. 7.492/86.

¹⁰¹ A disciplina penal do mercado de capitais não constitui objeto desta pesquisa, razão por que se remete às obras de Jakobi e Ribeiro (2014), Santos, Osório e Wellisch (2012) e Salgado (2009).

¹⁰² Segundo Jakobi e Ribeiro, com amparo em Eizirik, “o conceito de valor mobiliário é considerado o balizador da competência da Comissão de Valores Mobiliários.” (2014, p. 108).

¹⁰³ Especialmente diante do comando dos artigos 2º e 19 da Lei n. 6.385/76 (“São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei [...]” e “Nenhuma emissão

(EIZIRIK, 2011, p. 27), isto é, definir com clareza os instrumentos sobre os quais incide um regime regulatório que é, a rigor, restritivo da liberdade individual (YAZBEK, 2015, p. 238).

Ary Oswaldo Mattos Filho, quanto ao tema, ressalta:

A partir da constatação da necessidade de tal política pública de proteção do investidor, terá o Estado que definir, necessariamente, esse seu campo de atuação específica; ou seja, terá que definir o que seja valor mobiliário para poder delimitar o seu campo de atuação. Isso significa que, para poder demarcar o âmbito do qual exercerá o seu poder de polícia, terá o Estado que necessariamente definir o objeto de sua atuação, vale dizer, definir o que seja valor mobiliário. Sem essa definição ou delimitação de seu campo de atuação, o Estado estaria agindo de forma ilegítima, na medida em que seu poder de ação permissivo ou restritivo sempre decorre de norma legal. (2015, pp. 51-52).

No mesmo norte, destacando o potencial interesse do investidor lesado, apontam James Cox, Robert Hillman e Donald Langevoort:

The issue [definition of a security] is of great practical importance. A conclusion that a transaction involves a security not only introduces significant regulatory forces, but also may provide the investor disappointed by the returns of a business venture with a potent weapon in the quest to recover invested capital. (2016, p. 19).¹⁰⁴

Assim, o conceito de valor mobiliário define a própria extensão de competência da CVM e a submissão dos agentes e empresas atuantes no mercado de capitais às respectivas normas regulatórias.

Não obstante, a doutrina especializada reconhece a dificuldade em moldar uma definição precisa de valor mobiliário, especialmente por se tratarem de bens com características muito específicas e, ao mesmo tempo, díspares entre si, ao atribuírem aos seus titulares diferentes

pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão”, respectivamente).

¹⁰⁴ Tradução livre: A questão [definição de valor mobiliário] é de grande importância prática. A conclusão de que uma transação envolve um valor mobiliário não apenas introduz significativos impactos regulatórios, mas também pode dotar o investidor desapontado com os retornos de um negócio de risco com uma potente arma para recuperar o capital investido.

direitos, associados a diferentes finalidades concretas. Por esta razão, aliás, as soluções legislativas conferidas por diversos países à conceituação de valor mobiliário são bastante variadas entre si (MATTOS FILHO, 2015, p. 52).¹⁰⁵¹⁰⁶

De todo modo, esses instrumentos empresariais encontram similaridade no tratamento legal por força de determinados atributos comuns, notadamente a corporificação de investimentos de risco, com resultados vinculados diretamente ao sucesso do empreendimento, mediante captação da poupança popular – circunstância que atrai o arcabouço regulatório estatal (EIZIRIK, 2011, pp. 25-26).

No direito brasileiro, a delimitação legal do que seria “valor mobiliário” experimentou significativo alargamento desde a promulgação da Lei n. 6.385/76, a ponto de traduzir uma verdadeira mudança na sua concepção nas últimas duas décadas (COELHO, 2017, p. 149).

A Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Lei n. 6.385/76), foi publicada contemporaneamente à Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a chamada Lei das Sociedades Anônimas. Ambas compartilhavam objetivos imediatos idênticos no cenário econômico-financeiro do país:

¹⁰⁵ A propósito, esmiúça Ary Oswaldo Mattos Filho: “Ao buscar definir o que seja valor mobiliário, a norma legal terá que saber previamente quais os instrumentos de acesso à poupança popular ela deseja abarcar. [...] Como nos têm demonstrado outras legislações, isso é uma tarefa sem fim, de constantes e infundáveis alterações, tal como infundáveis são as maneiras pelas quais o homem imagina poder buscar e atingir a poupança alheia. [...] Os caminhos encontrados por vários países para dar cabo dessa missão têm variado no tempo, levando em consideração, fundamentalmente, a relevância que esse mecanismo de desintermediação financeira tem para cada um deles. Assim é que as definições serão tão mais precisas e extensas quanto maior seja o papel do mercado de valores mobiliários na vida econômica de uma dada nação. Onde este mercado for irrelevante para o financiamento do sistema produtivo, temos que proporcionalmente irrelevante será a atuação do Estado na regulação do acesso à poupança privada através da colocação de valores mobiliários e, conseqüentemente, desimportante a existência ou não da delimitação desse campo do exercício do poder de polícia estatal.” (2015, p. 52).

¹⁰⁶ O estudo minucioso de direito comparado quanto à noção de valores mobiliários e respectivos regimes regulatórios extrapola o corte metodológico deste trabalho, focalizado no tratamento conferido pelo direito brasileiro, cuja influência destacada advém do direito norte-americano, o qual será abordado oportunamente. De todo modo, para o aprofundamento da análise em relação a outros países, indica-se a obra de Mattos Filho (2015), que contempla um capítulo próprio dedicado ao tema.

instituir um mercado reservado à distribuição e circulação de títulos emitidos por companhias abertas (LOBO 2017, p. 292).¹⁰⁷

Nesse quadro, atento à dificuldade da delimitação precisa do conceito e à importância de demarcar com clareza o escopo de atuação da recém-criada Comissão de Valores Mobiliários, inclusive para evitar conflito de atribuições com o Banco Central do Brasil¹⁰⁸, o legislador brasileiro optou por conferir um caráter restrito à noção de valor mobiliário¹⁰⁹ no âmbito da Lei n. 6.385/76: títulos emitidos por

¹⁰⁷ Nesse aspecto, esclarece Carlos Augusto da Silveira Lobo: “A LSA [Lei n. 6.404/76] tinha, entre seus objetivos, viabilizar a difusão da grande empresa de capital aberto no País, o que só seria possível com a organização de um mercado em que as ações e outros títulos emitidos pelas companhias circulassem em grande escala com agilidade e segurança. Os autores do anteprojeto da Lei de Sociedades Anônimas – Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira –, logo na primeira reunião que tiveram com o Ministro Mauro Henrique Simonsen, ressaltaram esse fato. Ficou então decidida a elaboração de outro anteprojeto de lei, criando a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e instituindo o mercado de valores mobiliários.” (2017, p. 292).

¹⁰⁸ Quanto à temática, considerando que anteriormente à Lei n. 6.385/76, o Banco Central do Brasil tinha a competência fiscalizadora e reguladora sobre todos os valores mobiliários emitidos no País, destaca Ary Oswaldo Mattos Filho: “Restaria ao legislador de então ou revogar todos os dispositivos que atribuíam competência ao Banco Central sobre os valores mobiliários, ou separar alguns muito bem definidos ou definíveis para que deles se encarregasse na nova autarquia [CVM], remanescendo os demais dentro da órbita nebulosa do campo de competência do Banco Central. A opção recaiu sobre essa segunda hipótese, já que, tal como sofrera oposição do Banco do Brasil quando de sua criação, o Banco Central se opunha ao surgimento da CVM. Foi esse o motivo pelo qual o legislador optou por elaborar uma lista de valores mobiliários emitidos por sociedades por ações como sendo o campo de competência da CVM, permanecendo o Banco Central com a competência sobre o indefinido campo remanescente de valores mobiliários.” (2015, p. 171).

¹⁰⁹ A doutrina costuma identificar no conceito francês de *valeurs mobilières* a inspiração para a delimitação inicial restritiva adotado na legislação brasileira (EIZIRIK, 2011, p. 53), como observa Otávio Yazbek: “A definição de valor mobiliário encontra suas raízes históricas no conceito francês de *valeurs mobilières*, utilizados para designar títulos negociáveis emitidos por pessoas jurídicas, transmissíveis por registro ou por tradição e que conferem direitos de participação ou de remuneração a seus titulares. Ao mesmo tempo, no entanto, os valores mobiliários brasileiros também são herdeiros dos *securities* norte-americanos, uma vez que aquele é o principal modelo a inspirar toda a sistemática que por aqui se criou para o funcionamento da CVM.” (2015, pp. 236-237). Para aprofundamento na noção francesa de *valeurs mobilières*, inclusive em

sociedades anônimas, ou representativos de direitos sobre tais títulos, passíveis de distribuição pública e negociação na bolsa de valores ou no mercado de balcão (EIZIRIK, 2011, p. 53).

O artigo 2º da Lei n. 6.385/76, em sua redação original¹¹⁰, contemplou um rol taxativo de valores mobiliários sujeitos à sua regulação, em um sistema “de lista”, que poderia ser complementada pelo Conselho Monetário Nacional frente a outros títulos¹¹¹ ou instrumentos criados ou emitidos por sociedades anônimas (ROCHA, 2000, p. 71).

Nesse cenário, portanto, o diploma não trouxe uma definição legal própria de “valor mobiliário”, mas tratou puramente de listar os títulos¹¹²

perspectiva histórica, indica-se a consulta às obras de Goutay (2000) e Mattos Filho (2015).

¹¹⁰ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Parágrafo único. Excluem-se no regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.

¹¹¹ Importante destacar a distinção entre valores mobiliários e títulos de crédito, considerando, inclusive, que parte da doutrina comercialista tratava daqueles enquanto espécie deste. Não obstante, segundo Fábio Ulhoa Coelho, “os valores mobiliários não são espécies de títulos de créditos, porque não apresentam os mesmos atributos destes últimos (documento de crédito, executividade, cartularidade, literalidade e autonomia das obrigações).” (2017, p. 151). Por sua vez, Carlos Augusto Lobo pontua: “Há valores mobiliários que são títulos de créditos; há títulos de créditos que não estão compreendidos na definição legal de valores mobiliários. Há valores mobiliários que não são títulos de créditos. Portanto, os termos ‘valor mobiliário’ e ‘título de crédito’ não são sinônimos, sequer o significado de um abrange o outro em sua integridade. Todavia, é mister reconhecer que, consoante a redação original do artigo 2º da Lei 6.385, os valores mobiliários eram espécie de título de crédito emitidos pelas sociedades anônimas. Deixaram de sê-lo, necessariamente, por força da evolução da noção de valor mobiliário, que acrescentou títulos e contratos, que não são títulos de crédito, no rol dos valores mobiliários.” (2017, p. 307). De todo modo, para uma análise mais acurada das diferenças entre os institutos, remete-se às obras supracitadas e ao estudo de Mattos Filho (2015, pp. 27-50).

¹¹² O vocábulo “título” é empregado, neste trabalho, em uma acepção genérica, enquanto designação de um meio de registro de um direito, ou, mais precisamente, a exteriorização jurídica de um elo econômico surgido da relação obrigacional entre poupador e empreendedor (MATTOS FILHO, 2015, p. 51).

e instrumentos societários considerados valores mobiliários para fins de sujeição ao novo regime regulatório.

Nos anos seguintes, “à medida que as atividades de mercado de capitais foram passando a abranger novos instrumentos, também a competência da CVM foi sendo progressivamente alargada, por meio de sucessivas alterações legais” (YAZBEK, 2015, p. 235)¹¹³; sem, no entanto, modificar a concepção estrita de valores mobiliários listados taxativamente pela legislação regulatória (EIZIRIK, 2011, p. 55).

Esse quadro é modificado substancialmente com a edição da Medida Provisória n. 1.637/98, convertida posteriormente na Lei n. 10.198/01, que introduz no direito brasileiro uma definição estipulativa e abrangente de valor mobiliário: títulos e contratos de investimento coletivo (ROCHA, 2000, p. 71).

A modificação legal foi concebida em um contexto político-social conturbado no mercado brasileiro, relacionado com os fortes prejuízos provocados pela quebra fraudulenta de empresas que haviam ofertado a público contratos de investimento na engorda de bois, popularizado “Caso Boi Gordo”, nos quais “os recursos captados com a venda dos certificados financiariam o custeio da engorda dos bois, gerando, com a venda, renda para o investidor e lucro para o empresário ofertante” (MATTOS FILHO, 2015, p. 300).

Diante da percepção das autoridades governamentais da ausência de competência legal para reger os certificados de investimento coletivo, dado o vácuo normativo¹¹⁴, as empresas atuaram alheias a qualquer

¹¹³ Nesse período, destaca-se a inserção, no rol oficial de valores mobiliários sujeitos à Lei n. 6.385/76, seja por resolução do Conselho Monetário Nacional, seja por lei específica, dos seguintes títulos e contratos: índices representativos da carteira de ações; opções de compra e venda de valores mobiliários; notas promissórias emitidas por sociedades anônimas, desde que ofertadas a público; direitos de subscrição, opções e certificados de depósito; cotas de fundos imobiliários; certificados de investimentos audiovisuais; certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda a termo de energia elétrica e certificados de recebíveis imobiliários (EIZIRIK, 2011, pp. 53-55).

¹¹⁴ Quanto a este aspecto, explica Ary Oswaldo Mattos Filho: “Quanto ficou evidenciada a incapacidade financeira do ofertante dos certificados de investimento, a CVM e o Banco Central julgaram-se incompetentes quanto ao dever pretérito de autorizar ou negar a oferta dos certificados ao público investidor, bem como se julgaram inocentes pela falta de qualquer exercício fiscalizatório sobre o investimento ofertado e vendido publicamente, sob a alegação de ausência de competência legal sobre tais valores mobiliários.” (2015, p. 300).

exercício fiscalizatório e acabaram por lesar os investidores desprotegidos (LOBO, 2017, p. 297).¹¹⁵

Nesse cenário, com a Medida Provisória n. 1.637/98, passam a ser considerados valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n. 6.385/76: “quando ofertados publicamente, os 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.”¹¹⁶

Na sequência, em complementação às reformas então empreendidas na Lei das Sociedades por Ações, foi editada a Lei n. 10.303/01, que, dentre outros aspectos, cuidou de sistematizar o elenco de valores mobiliários, nele incorporando o Contrato de Investimento Coletivo¹¹⁷ (EIZIRIK, 2011, p. 57). Ademais, com o advento da Lei n. 10.303/01, o Conselho Monetário Nacional deixou de possuir competência para incluir novos valores mobiliários ao rol da Lei n. 6.385/76, até por conta do caráter flexível do conceito de “contratos de investimento coletivo” (JAKOBI; RIBEIRO, 2014, p. 109).

A alteração legal significou uma radical mudança na filosofia e técnica legislativa na regulação do mercado de valores mobiliários no

¹¹⁵ No ponto, precisa a observação de Fábio Ulhoa Coelho: “A quebra fraudulenta de uma empresa de captação de investimento em contratos de engorda de bois, em 1997, revelou a impropriedade do sistema de listagem até então adotado pela legislação brasileira. Aproveitando-se da lacuna legal, uma sociedade limitada fazia ofertas públicas de investimento em boi gordo, alheia a qualquer controle governamental. Uma vez que o negócio não era listado como valor mobiliário na lei e nem poderia ser assim definido por regulamento (por não ser a emitente sociedade anônima), inexistiam instrumentos legais para estender a fiscalização da CVM àquela espécie de captação.” (2017, p. 149).

¹¹⁶ Conforme o artigo 1º da Medida Provisória n. 1.637/98.

¹¹⁷ Lei n. 6.385/76, com redação dada pela Lei n. 10.303/01. Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: 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; e 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.

país, passando a adotar uma posição mista: ao mesmo tempo, um elenco taxativo de hipóteses caracterizadoras e uma definição abrangente, capaz de uma gama de novas interpretações (MATTOS FILHO, 2015, p. 301).

A respeito, analisa Nelson Eizirik *et al*:

A Lei n. 10.198/2001 constitui importante marco no mercado de capitais brasileiro, ao conferir uma acepção abrangente aos valores mobiliários, mediante adaptação, ao nosso sistema legal, do conceito de *security* do direito norte-americano, tal como entendido pela jurisprudência dos tribunais.¹¹⁸ [...] A redação deste dispositivo teve nítida inspiração no direito norte-americano, já que pela primeira vez o legislador brasileiro se afastou da mera enumeração dos valores mobiliários, passando a conferir-lhes uma acepção mais ampla. (2011, p. 56).

A conceituação legal de “Contrato de Investimento Coletivo” (CIC), prevista no citado dispositivo, traduz uma adoção à definição consagrada no direito norte-americano, a partir da compreensão da Suprema Corte dos Estados Unidos no caso *SEC vs. W. J. Howey Co.*, de 1946, que considerou *security* (valor mobiliário) como “*a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profit solely from the efforts of the promoter or a third party*”¹¹⁹, conceito que passou a ser conhecido como “*Howey Definition*” (WALD, 2002, p. 13).

O *leading case* versava sobre a oferta pública de contratos de venda de pequenos terrenos plantados com pés de laranja, em conjunto a um contrato de prestação de serviços para o cultivo, trato e venda da produção, com a remessa de lucros ao proprietário do imóvel. A Suprema Corte considerou que a oferta de tal oportunidade de negócios não consistiria em simples venda de terras para plantio, mas traduziria verdadeiramente um contrato de investimento, diante do propósito

¹¹⁸ Nesse norte, observa Ary Oswaldo Mattos Filho: “Esse foi o fenômeno pelo qual passou o Judiciário, bem como os meios acadêmicos norte-americanos, quando foram ambos chamados para interpretar e discutir a ampliação do campo de atuação da SEC, gerando um alargamento do conceito de ‘valor mobiliário’ através da interpretação de vocábulos específicos, tendo como norte a devida proteção ao investidor objeto de uma oferta pública de um contrato de investimento.” (2015, p. 301).

¹¹⁹ Tradução livre: Qualquer contrato, transação ou arranjo em que uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum, esperando obter lucro derivado puramente dos esforços do empreendedor ou de terceiros.

lucrativo do investidor, cujo rendimento dependeria essencialmente dos resultados obtidos pela empresa emissora (COX; HILLMAN; LANGEVOORT, 2016, pp. 21-23).

Ary Oswaldo Mattos Filho detalha, com precisão, o raciocínio empregado pela Suprema Corte norte-americana no caso:

O negócio sob exame na Corte, no entender do voto vencedor, caracterizava-se por ser um contrato de investimento na medida em que as companhias rés estavam oferecendo algo mais do que o pagamento pela venda de terra acoplada a um contrato de administração. Foi oferecida a oportunidade de investir recursos financeiros e participar dos lucros de um enorme empreendimento administrado e parcialmente detido pelos acusados. Eles ofereciam tal oportunidade a pessoas residentes em outras unidades da Federação, as quais não detinham nem os equipamentos nem o conhecimento necessário para a realização de tais tarefas. Essas pessoas não tinham o desejo de cultivar as terras e fazê-las produtivas, tendo sido atraídas somente pela perspectiva de lucro sobre os investimentos por ela feitos.

Tais pedaços de terras somente ganham significado econômico, enquanto laranjais, quando cultivados com os outros pedaços de terra, criando a devida massa crítica empresarial. A transferência de titularidade da terra aos compradores é puramente incidental para descaracterizar a existência de um contrato de investimento. Desta feita, os elementos de uma associação empresarial buscando lucratividade estão presentes no caso. Os investidores proveem o capital e participam dos ganhos e lucros; os administradores gerem, controlam e operam o empreendimento. Conclui-se que os arranjos dos quais os rendimentos dos investidores decorrem envolvem um contrato de investimento, independentemente da terminologia de que os contratos são revestidos. (2015, p. 68).

Com efeito, o conceito traçado no precedente paradigmático não toma por elemento essencial a forma jurídica adotada na hipótese (os tipos de instrumentos contratuais eleitos e nominados pelas partes), mas focaliza a substância econômica do negócio: a aplicação de capital do investidor (poupança pública) com o propósito de auferir rendimentos de

uma atividade sujeita a risco, a ser desenvolvida pelo empreendedor ou por terceiro (LOBO, 2017, p. 300).

Quanto a este aspecto, ressalta Paulo Ferreira Dias da Silva:

A principal lição do caso *Howey*, ao definir *investment contract*, diz respeito ao processo de identificação de uma *security*: nela, a substância prevalece sobre a forma e a ênfase é dada à realidade econômica subjacente. Assim, no caso em tela foi identificada, num contrato de investimento, a realidade econômica da transação, que seria a substância comum às demais formas de *security* alinhadas na definição legal. Destarte, toda e qualquer *security* passa a ser identificada a essa substância econômica, revelada na análise dos contratos de investimento. (2015, p. 91).

Com base nessa lógica, os Tribunais norte-americanos passaram a, nos novos casos levados a julgamento, aplicar o denominado “*Howey Test*” – exame da presença concreta dos elementos compreendidos no *Howey Definition*, quais sejam: (a) *investment of money*; (b) *common enterprise*; (c) *expectation of profits*; e (d) *solely from the efforts of others* – tendo em vista a realidade econômica do negócio, e não exatamente a forma adotada, consolidando a definição traçada pela Suprema Corte (EIZIRIK, 2011, pp. 34-35)¹²⁰, como esclarece Marc Steinberg:

The Supreme Court has construed the definition of a ‘security’ several times in an attempt to clarify the statutory definitions contained in the securities acts. In its decisions, the Court has rejected a literal interpretation of the statutes, adopting instead a more flexible view that looks to the economic reality of the particular plan or scheme addressed. (2017, p. 41).¹²¹

¹²⁰ Para uma abordagem minudente da evolução do conceito de *security* no direito estadunidense, bem como de sua legislação regulatória, indica-se, da doutrina nacional, os trabalhos de Mattos Filho (2015) e Eizirik (2011), e, da doutrina norte-americana, as obras de Loss e Seligman (2004), Cox, Hillman e Langevoort (2016), e Steinberg (2017).

¹²¹ Tradução livre: A Suprema Corte construiu a definição de “valor mobiliário” diversas vezes, na tentativa de esclarecer as definições legais contidas na legislação regulatória. Em suas decisões, a Corte rejeitou uma interpretação literal dos diplomas, adotando, ao contrário, uma visão mais flexível, levando em conta a realidade econômica do acordo ou operação específica negociada

A percepção pela prevalência econômica da operação para a caracterização de um contrato de investimento coletivo tem por alicerce o propósito de conferir eficácia concreta ao intento protetivo do regime regulatório, como destaca Ary Oswaldo Mattos Filho:

Nessas decisões [da Suprema Corte estadunidense] levou-se em consideração que o bem jurídico básico que a legislação procurava proteger era a poupança popular, preterindo-se a forma em benefício da substância econômica da situação que deve ser analisada caso a caso.

A prevalência da análise econômica do ato praticado, desconsiderando-se a maneira pela qual formalizado, representou o rompimento com a interpretação literal da norma, voltando a Suprema Corte a exercer o seu poder construtivo, levando em consideração a intenção do legislador, bem como o alcance social da lei. [...] É essa difusa intenção do legislador – a proteção dos recursos do povo – que serve de base para se alcançar o significado de que a soma da expectativa gerada por um contrato de compra e venda imobiliária, acoplado a outro de prestação de serviço [como em *SEC vs. W. J. Howey Co.*], faz com que surja um contrato de investimento. (2015, p. 108).

Portanto, a noção de contrato de investimento coletivo enquanto valor mobiliário no ordenamento brasileiro traduz a adoção do conceito norte-americano de *security*, em sua extensão abrangente, focalizada na essência econômica do negócio afeto à captação de recursos da poupança pública para o desenvolvimento de atividades empresariais, com a subsequente remuneração do investimento a partir dos resultados obtidos pelo empreendedor ou por terceiro.

A propósito, “temos que os pontos de convergência entre a síntese da decisão de *Howey* e a lei nacional podem servir de guia ou ponto de referência ao aplicador da lei nacional, respeitando-se, por óbvio, os conteúdos específicos da nossa legislação” (MATTOS FILHO, 2015, p. 176).

Nessa linha de raciocínio, o Colegiado da CVM, órgão deliberativo máximo da autarquia, ao analisar a natureza jurídica de determinadas cédulas de crédito bancário (CCBs), cuidou de esmiuçar os requisitos para a caracterização de um Contrato de Investimento Coletivo justamente com base nos pressupostos firmados pela Suprema Corte estadunidense

no precedente *SEC vs. W. J. Howey Co.*, consoante Processo CVM n. RJ2007/11.593, voto condutor do Diretor Marcos Barbosa Pinto:

O inciso IX foi claramente inspirado em decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos a respeito do conceito de *security*, em particular, no caso *SEC v. W. J. Howey Company*. Neste caso, a Suprema Corte decidiu adotar um "princípio flexível e não estático, capaz de se adaptar aos variáveis e incontáveis arranjos criados por aqueles que captam dinheiro de terceiros".

Segundo a definição que consta em *Howey*, o conceito de *security* deve abranger "qualquer contrato, negócio ou arranjo por meio do qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum e espera receber lucros originados exclusivamente dos esforços do empreendedor ou de terceiros". [...]

Sem muitas dificuldades, podemos perceber que estas diretrizes encontraram acolhida no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.386/76, que estabeleceu os seguintes requisitos para a caracterização dos valores mobiliários:

- i. deve haver um investimento ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio ("IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...");
- iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de "remuneração", termo ainda mais amplo que o correlato "lucro" utilizado no direito norte-americano ("IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ...");
- v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor ("IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros"); e
- vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública, requisito que não encontra similar no conceito norte-americano mas que se coaduna

perfeitamente com o sistema regulatório dos Estados Unidos ("IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ..."). (CVM, 2008, pp. 01-02, grifos no original).

À luz desses conceitos, quanto à estrutura da definição de contrato de investimento coletivo, sintetiza Luís Felipe Spinelli *et al*:

Assim, e levando em consideração a legislação brasileira, cinco são os elementos necessários para termos um contrato de investimento coletivo: (1) investimento (não necessariamente em dinheiro); (2) empreendimento comum; (3) direito de participação, de parceria ou de remuneração – expectativa de lucros; (4) esforços do empreendedor ou de terceiros; (5) oferta pública. (2013, p. 268).¹²²

Assim, cabe analisar pontualmente os elementos caracterizadores de um Contrato de Investimento Coletivo, conforme prescrito pela Lei n. 6.385/76, com redação dada pela Lei n. 10.303/01¹²³, considerando, inclusive, os aspectos delineados pelo direito norte-americano.

O primeiro elemento caracterizador de um CIC é o investimento (em *SEC vs. W. J. Howey Co.*, “*investment of money*”). Sua existência não depende da efetivação de pagamento necessariamente em dinheiro, que pode ser realizado mediante qualquer outro bem que tenha valor e possa ser utilizado como pagamento ou contribuição para o empreendimento, como explicam Larry Soderquist e Theresa Gabaldon:

The Securities Act covers all offers and sales of securities, regardless of the form of consideration to be exchanged in the bargain. The consideration does not actually have to be money. Perhaps the Court used ‘money’ as a shorthand for something

¹²² Para Carlos Augusto da Silveira Lobo, “diante de um título ou contrato que (i) seja objeto de oferta ao público (Código Civil, art. 429, caput e Lei 6.385/1976, art. 19, § 3º), (ii) gere direitos de participação ou de remuneração e (iii) cujos rendimentos advenham de esforços do empreendedor ou de terceiros (isto é, não do investidor), concluímos que esse título ou contrato é objeto das normas da Lei 6.385, porque se trata de um componente da classe CIC, do gênero valor mobiliário. (2017, p. 301).”

¹²³ 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.

like 'cash or checks and anything else that would constitute consideration'. For an 'investment' to exist, one must put out consideration with the hope of a financial return. (2010, p. 04).¹²⁴

Logo, o aspecto central para identificar um “investimento” é a prestação de um bem com valor econômico com a expectativa de obter um retorno financeiro (EIZIRIK, 2011, p. 36).

O investimento é promovido em um empreendimento comum (em *SEC vs. W. J. Howey Co.*, “*common enterprise*”). Eis o segundo elemento presente na definição de CIC como *security*, que contempla a ideia de que, em geral, o valor mobiliário é oferecido a um conjunto de pessoas que partilham de um mesmo conjunto de ativos, com o idêntico propósito de obter lucros decorrentes dos resultados alcançados pelo empreendedor (EIZIRIK, 2011, p. 37).

Essa comunhão de interesses em torno do sucesso da atividade econômica desenvolvida pelo organizador do negócio (e que resultará em lucro para o investidor) é o elemento central na caracterização de um empreendimento comum.

A doutrina especializada e os tribunais norte-americanos identificam duas modalidades de *common enterprise* capazes de subsidiar a existência de um contrato de investimento coletivo, como deslindam Larry Soderquist e Theresa Gabaldon:

Two clear and disparate formulations of 'common enterprise' have merged in the courts of appeals. One is vertical commonality, which focuses on the community of interest of an individual investor and the manager of the enterprise, and the other is horizontal commonality, which concentrates on the interrelated interests of the various investors in a particular scheme. (2010, p. 05).¹²⁵

¹²⁴ Tradução livre: A legislação regulatória alcança todas as ofertas e vendas de títulos, independentemente da forma de prestação ajustada no negócio. A contrapartida não precisa ser necessariamente dinheiro. Talvez a Corte tenha utilizado ‘dinheiro’ como uma abreviação para ‘dinheiro em espécie, cheques ou qualquer forma que constitua valor monetário’. Para que exista um ‘investimento’, uma parte precisa dispende uma importância na esperança de obter retorno financeiro.

¹²⁵ Tradução livre: Duas formulações claras e díspares de ‘empreendimento comum’ se fundiram nas Cortes de Apelos. Uma é a comunidade vertical, que se concentra na correspondência de interesses entre um investidor individual e o gerente da empresa, e a outra é a comunidade horizontal, que se concentra nos

A “comunidade horizontal” (*horizontal commonality*) corresponde à presença de vários investidores, unidos ao empreendimento desenvolvido pelo organizador do negócio (emissor do CIC), com idênticos interesses no sucesso da atividade. Pressupõe, assim, a multiplicidade de investidores: “*under this standart, a pooling of the interests of the investors is essential to find the existance of an investment contract*” (STEINBERG, 2017, p. 51).¹²⁶

Por seu turno, a “comunidade vertical” (*vertical commonality*) focaliza na relação estabelecida entre o investidor e o empreendedor, compreendendo que a união de interesses ao redor da atividade econômica desenvolvida, com assunção de riscos por ambos e resultados diretamente decorrentes do sucesso obtido pelo empreendedor. Nesse cenário, o empreendimento comum pode estar caracterizado mesmo se existir apenas um investidor (COX; HILLMAN; LANGEVOORT, 2016, p. 38).

Os tribunais norte-americanos dividem-se sobre a possibilidade de a comunidade vertical (relação direta entre apenas um investidor e o empreendedor) caracterizar empreendimento comum. A qualificação da comunidade horizontal (relação entre múltiplos investidores e o empreendedor), no entanto, é aceita, em geral, por todas as cortes estadunidenses (STEINBERG, 2017, p. 51).

A CVM, por sua vez, já manifestou compreensão pela necessidade de haver uma coletividade de investidores¹²⁷ para a caracterização do CIC, no voto supracitado: “o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio” (CVM, 2008, p. 02).

interesses inter-relacionados dentre os vários investidores envolvidos na operação.

¹²⁶ Tradução livre: Seguindo esse padrão, é essencial uma união dos interesses

dos investidores a fim de se verificar a existência de um contrato de investimento.

¹²⁷ Diga-se “coletividade potencial”, na medida em que o negócio afeto ao CIC seja concebido para a participação de uma multiplicidade de investidores, e não apenas um único investidor. Assim, por exemplo, quando o CIC for ofertado a público indeterminado, com possibilidade de adesão por diversos investidores, caso apenas um investidor acabe por contrair ao investimento, não haverá desnaturação do valor mobiliário, pois presente o fato “empreendimento comum” consistente na efetiva possibilidade da presença de diversos investidores. O que a delimita o da CVM afasta são os negócios concebidos para oferta a público determinado consistente em apenas um único investidor, situa o em que ausente o caráter coletivo do valor mobiliário em referência.

Sendo assim, “o que é relevante é a existência do interesse comum no sucesso do empreendimento; assim, o fundamento da comunhão é a existência de interesse econômico interligado juridicamente” (MATTOS FILHO, 2015, p. 180).

O terceiro elemento característico do contrato de investimento coletivo é a constituição de um direito de participação, de parceria ou de remuneração, isto é, a expectativa de lucro do investidor (em *SEC vs. W. J. Howey Co.*, “*expectation of profits*”)¹²⁸, compreendida como a perspectiva de valorização do investimento inicial ou participação nos ganhos resultantes da aplicação dos recursos obtidos pelo empreendedor (STEINBERG, 2017, p. 51).

Na espécie, o lucro é compreendido como benefício econômico oriundo de um contrato de investimento de risco, e traduz o objetivo essencial na aquisição do valor mobiliário. Caso o interesse do investidor se circunscreva à utilização ou consumo do bem, não estará caracterizado um contrato de investimento coletivo (MATTOS FILHO, 2015, p. 182).

A Suprema Corte dos Estados Unidos se debruçou sobre a distinção entre investimento e consumo no caso *United Housing Foundation Inc. vs. Forman*, de 1975. Na demanda, uma cooperativa imobiliária atuante na edificação de moradias para população de baixa renda emitiu, através de subsidiárias, ações a serem adquiridas pelos interessados nos imóveis, que lhes proporcionavam o direito de participação nas assembleias da cooperativa, alguns benefícios financeiros relacionados com a diminuição da carga tributária e dos custos do imóvel, bem como o direito de ocupar as unidades imobiliárias construídas (apartamentos, salas comerciais e vagas de garagem).

Nesse cenário, a Suprema Corte compreendeu que o negócio em questão não correspondia a um contrato de investimento coletivo, na medida em que os aderentes não haviam sido atraídos pela expectativa de lucro, mas sim pelo propósito de utilização ou consumo do bem – isto é, aquisição de uma residência, e não a realização de um investimento. (STEINBERG, 2017, pp. 74-78).

Analisando o precedente, James Cox, Robert Hillman e Donald Langevoort destacam:

The touchstone is the presence of an investment in a common venture premised on a reasonable

¹²⁸ De acordo com Nelson Eizirik *et al.*, “quem adquire uma *security* tem como finalidade obter um retorno de seu investimento; aliás, investimento e expectativa de lucros estão tão relacionados que podem ser considerados diferentes aspectos de um mesmo requisito”. (2011, p. 41).

expectation of profits to be derived from the entrepreneurial or managerial efforts of others. By profits, the Court has meant either capital appreciation resulting from the development of the initial investment...or a participation in earnings resulting from the use of investors' funds... In such cases the investor is attracted solely by the prospects of a return on his investment... By contrast, when a purchaser is motivated by a desire to use or consummate the item purchased – 'to occupy the land or to develop it themselves', as the Howey Court put it – the securities laws do not apply.

In the present case there can be no doubt that investors were attracted solely by the prospect of acquiring a place to live, and not by financial returns on their investments...

There is no doubt that purchasers in this housing cooperative sought to obtain a decent home at an attractive price. But that type of economic interest characterizes every form of commercial dealing. What distinguishes a security transaction – and what is absent here – is an investment where one parts with his money in hope of receiving profits from the efforts of others, and not where he purchases a commodity for personal consumption or living quarters for personal use. (2016, pp. 28-32).¹²⁹

¹²⁹ Tradução livre: O ponto chave é a existência de um investimento em um empreendimento comum baseado em uma expectativa razoável de lucros a ser derivada dos esforços dos empreendedores ou de terceiros. Por lucros, a Corte se referiu à valorização do capital resultante do desenvolvimento do investimento inicial... ou uma participação nos lucros resultantes do uso dos fundos dos investidores... Nesses casos, o investidor é atraído somente pelas perspectivas de retorno de seu investimento... De outro lado, quando um comprador é motivado por um desejo de usar ou finalizar o item comprado – 'ocupar a terra e ou desenvolvê-la por si próprios', como disse a Corte em Howey - as leis do mercado de capitais não se aplicam. No presente caso, não há dúvida de que os investidores foram atraídos unicamente pela perspectiva de adquirir um lugar para morar, e não por retornos financeiros de seus investimentos... Não há dúvida de que os compradores nessa cooperativa habitacional procuraram obter a casa própria a preço atraente. Mas esse tipo de interesse econômico caracteriza todas as formas de negociação comercial. O que distingue uma transação de valores mobiliários – e o que está ausente aqui – é um investimento em que um coloca o seu dinheiro

Com efeito, a presença da finalidade econômica do investimento – propósito lucrativo do investidor – é indispensável à configuração do valor mobiliário. É o propósito de auferir rendimentos com o sucesso da atividade desenvolvida pela empresa emissora do CIC que motiva o investidor a aplicar seus recursos, assumindo parcialmente os riscos do negócio.

O rendimento pretendido pelo investidor advém do esforço do empreendedor ou de terceiros (em *SEC vs. W. J. Howey Co.*, “*solely from the efforts of others*”), de modo que os instrumentos ou negócios ofertados podem ser considerados CIC se as funções ou obrigações essenciais para o sucesso do empreendimento tenham sido desenvolvidas pelo empreendedor ou por terceiros (EIZIRIK, 2011, p. 44).

O pressuposto, portanto, é que o investidor não tem o poder de controle sobre o empreendimento no qual seus recursos foram investidos. Após a realização do aporte, o tomador é quem passa fundamentalmente a comandar a ação, mantendo o beneficiário uma relação de passividade relativa com o negócio (MATTOS FILHO, 2015, p. 187).

A passividade do investidor na consecução do empreendimento, por conseguinte, não é concebida de forma rígida, no sentido de impossibilitar qualquer participação do investidor no negócio. No fundo, a exigência é que os poderes gerenciais da atividade desenvolvida, e a respectiva repercussão econômica e empresarial no sucesso do empreendimento, estejam sob a alçada do agente emissor do valor mobiliário ou de terceiros.

Quanto à eventual participação pontual do investidor na atividade, frente à extensão do resultado decorrente dos esforços do empreendedor ou de terceiros, os tribunais estadunidenses destacaram que uma interpretação literal do requisito poderia implicar a abertura à possibilidade de uma simples “manobra” para evitar a caracterização de um CIC e, por consequência, a incidência do regime regulatório: bastaria a exigência de alguma prestação adicional do investidor, minimamente relacionada com os resultados pretendidos. Nesse viés, “*each court chose not to read ‘solely’ literally, pointing out that ‘it would be easy to evade*

na esperança de receber lucros derivados dos esforços de outros, e não onde ele compra um bem para consumo ou moradia.

the [Howey] test by adding a requirement that the buyer contribute a modicum of effect’.” (SODERQUIST; GABALDON, 2010, p. 07).¹³⁰¹³¹

A respeito da definição do que consistiria os esforços do empreendedor ou de terceiros, os tribunais norte-americanos, após discussão em uma série de casos, sedimentaram a seguinte conclusão, que conta com aquiescência da Suprema Corte: “*The critical inquiry was defined as: ‘whether the efforts made by those other than the investor are the indeniably significant ones, those essential managerial efforts which affect the failure or succes of the enterprise’.*” (STEINBERG, 2017, p. 50).¹³²

Assim, poderá o investidor contribuir com os esforços na realização da atividade econômica afeta ao CIC. O critério essencial para delimitação do requisito é que o trabalho desenvolvido pelo promotor do negócio seja aquele inegavelmente significativo ou essencial no gerenciamento da operação, capaz de influenciar no sucesso ou fracasso do empreendimento comum (EIZIRIK, 2011, p. 42).

Outra observação atinente ao requisito em questão corresponde à relação entre o agente organizador do negócio (emissor do CIC) e eventual terceiro responsável por praticar atos necessários ao sucesso do empreendimento. Marc Steinbeg informa que a Corte de Apelações dos Estados Unidos, ao enfrentar a temática, firmou o seguinte posicionamento:

The Continental Marketing decision [Continental Marketing Corp. vs SEC, United States Court of

¹³⁰ Tradução livre: Cada Tribunal escolheu não ler 'exclusivamente' de forma literal, ressaltando que 'seria fácil escapar do parâmetro [Howey] adicionando uma exigência de que o comprador contribuisse com um mínimo de esforços'.

¹³¹ De acordo com Nelson Eizirik *et al*, “A interpretação literal do termo ‘solely’ (unicamente) poderia redundar no afastamento da proteção oferecida pelo regime legal das *securities* nos casos em que houvesse alguma participação ou esforço do investidor na condução do empreendimento ou na promoção do sucesso do negócio oferecido. [...] Consignou-se [Cortes estadunidenses] que o critério para se averiguar esse requisito seria a dimensão e a importância do trabalho desenvolvido pelo promotor do negócio; seus esforços deveriam ser aqueles inegavelmente significativos ou essenciais no gerenciamento da operação, capazes de influenciar no fracasso ou sucesso do empreendimento.” (2011, pp. 42-43).

¹³² Tradução livre: A questão essencial foi definida como: 'se os esforços feitos por aqueles que não o investidor são os inegavelmente significativos, compreendidos aqueles esforços gerenciais que afetam o fracasso ou o sucesso da empresa'.

Appeals, 1967] set forth in the text above illustrates an importante principle: namely, that the party exerting the significant efforts need not to be owned or controlled by the seller-promoter. Such a result makes a great deal of sense. Otherwise, even though investors may be unable to exercise meaningful control over the enterprise, promoters could avoid securities law coverage merely by contracting with a nonaffiliated third party to perform the necessary acts. Applications of Howey's economic reality test prevent this consequence. (2017, p. 50).¹³³

Nesse contexto, a necessidade de esforços do organizador do negócio no sucesso do empreendimento, para caracterização do CIC, não resta afastada no caso de subcontratação ou delegação da prática de atos necessários ao desenvolvimento da atividade econômica afeta ao investimento. O empreendedor permanece, nessas circunstâncias, como detentor do poder gerencial relacionado com o êxito do negócio e consequente remuneração do capital investido.

Finalmente, cabe destrinchar o elemento “oferta pública”, requisito imprescindível para atrair o regime jurídico do mercado de valores mobiliários, voltado à regulação do acesso à poupança pública e proteção dos investidores (MATTOS FILHO, 2015, p. 27).

Incluído na definição legal de contrato de investimento coletivo pela Lei n. 6.385/76 (artigo 2º, inciso XI: “quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos...”), a oferta pública não compõe, de forma expressa, a formulação padrão norte-americana (*Howey definition*). No entanto, naquele ordenamento, a característica pública da oferta é considerada como pressuposto para a incidência do regime regulatório do mercado de capitais desde a edição do *Securities Act* de 1933, marco normativo do sistema estadunidense, o qual isentava de registro perante a SEC as operações envolvendo *securities* que não envolvessem oferta

¹³³ Tradução livre: A decisão no caso Continental Marketing ilustra um importante princípio: a parte que empreende os esforços significativos não precisa ser possuída ou controlada pelo empreendedor-emissor. Tal resultado faz muito sentido. Caso contrário, mesmo que os investidores sejam incapazes de exercer controle significativo sobre a empresa, os empreendedores poderiam evitar a cobertura da lei de valores mobiliários apenas contratando com um terceiro não afiliado para realizar os atos necessários. A aplicação do teste de realidade econômica de Howey impede essa consequência.

pública (“*not involving any public offering*”) (COX; HILLMAN; LANGEVOORT, 2016, p. 04).

Posteriormente, a SEC veio a disciplinar com maior objetividade os padrões para caracterização de oferta pública e hipóteses de dispensa do registro, como explica Nelson Eizirik *et al*:

O *Regulation D* estabeleceu três hipóteses expressas em que ofertas de venda de valores mobiliários não seriam caracterizadas como públicas. De acordo com tal regulação, passariam a estar isentas da obrigatoriedade de registro perante a SEC ofertas: i) envolvendo valores inferiores a determinado limite; ii) realizadas perante um número limitado de ofertados¹³⁴; ou iii) dirigidas apenas a investidores qualificados¹³⁵.

¹³⁴ Quanto a este aspecto, discorre Nelson Eizirik *et al*: “A Rule 506 da Regulation D editada pela SEC isenta de registro qualquer oferta de valores mobiliários em que o número de aquisições realizadas por investidores não qualificados seja inferior a 35 (trinta e cinco), desde que a companhia não se utilize de meios de divulgação ao público em geral.” (2011, p. 150). A propósito, extrai-se da *Regulation D* da *Securities and Exchange Commission*: “§230.506. [...] (2) *Specific Conditions - Limitation on number of purchasers. There are no more than or the issuer reasonably believes that there are no more than 35 purchasers of securities from the issuer in any offering under this section.*” (EUA, 2018). Tradução livre: (2) Condições Específicas - Limitação do número de compradores. Não há mais que ou o emissor acredita razoavelmente que não há mais que 35 compradores dos valores mobiliários emitidos em qualquer oferta nos termos desta seção.

¹³⁵ Colhe-se da *Regulation D* da *Securities and Exchange Commission*: “§230.506. [...] (2) *Specific Conditions - (ii) Nature of purchasers. Each purchaser who is not an accredited investor either alone or with his purchaser representative(s) has such knowledge and experience in financial and business matters that he is capable of evaluating the merits and risks of the prospective investment, or the issuer reasonably believes immediately prior to making any sale that such purchaser comes within this description.*” (EUA, 2018). Tradução livre: (2) Condições Específicas - (ii) Natureza dos compradores. Cada comprador que não seja um investidor credenciado, seja sozinho ou com seu(s) representante(s), tem tal conhecimento e experiência em assuntos financeiros e comerciais que é capaz de avaliar os méritos e riscos do investimento potencial ou o emissor razoavelmente acredita, imediatamente antes fazer qualquer venda, que tal comprador se amolda a esta descrição.

A partir da análise dos precedentes jurisprudenciais¹³⁶ e da regulação expedida pela SEC, constata-se que os elementos mais importantes para configurar o caráter público de determinada operação, no direito norte-americano, são: a) a qualificação dos ofertados; b) o acesso deles às informações sobre o valor mobiliário que está sendo oferecido; c) a maneira pela qual é efetuada a colocação. (2011, p. 145).¹³⁷

No âmbito regulatório brasileiro, a CVM disciplinou as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, com base no disposto no art. 19, §§1º e 3º, da Lei n. 6.385/76¹³⁸, por meio da Instrução CVM n. 400/2003, notadamente nos seguintes termos:

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou

¹³⁶ A Suprema Corte dos Estados Unidos enfrentou a questão, em especial, no caso *SEC vs. Ralson Purina Co.*, de 1953, compreendendo que uma oferta de ações formulada pela companhia a cerca de trezentos empregados caracterizara oferta pública. No precedente, “a Suprema Corte estabeleceu dois elementos básicos para a verificação do caráter público de determinada colocação no mercado de valores mobiliário: (i) a capacidade dos ofertados de defenderem-se por conta própria (“*fend for themselves*”); e (ii) o acesso dos ofertados ao mesmo tipo de informação que seria fornecida caso a operação tivesse sido registrada perante a SEC” (EIZIRIK, 2011, p. 144).

¹³⁷ Para uma abordagem detalhada das normas norte-americanas atinentes à oferta pública, confira-se as obras de Nelson Eizirik et al (2011) e de Cox, Hillman e Langevoort (2016).

¹³⁸ Lei n. 6.385/76. 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 praticarem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. [...] § 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. [...] § 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.

subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

§1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora. [...]

Da análise do dispositivo regulamentar, percebe-se que a CVM não cuidou de estabelecer um conceito próprio de “oferta pública”, mas optou por enumerar, de forma exemplificativa, determinados elementos objetivos que podem configurar a distribuição pública de valores mobiliários, como explana Nelson Eizirik *et al*:

Os elementos objetivos constituem os meios empregados para a colocação dos valores mobiliários junto ao público. Ou seja, deve-se verificar se os meios ou instrumentos utilizados pela companhia para fazer chegar sua emissão junto aos potenciais investidores caracterizam a intenção de atingir o público em geral ou apenas um número restrito e determinado de pessoas. (2011, p. 148).

Com efeito, o caráter público da oferta de investimento se caracteriza, fundamentalmente, pela utilização de mecanismos de comunicação com o público em geral (documentos, pessoas, estabelecimentos, eventos¹³⁹) no objetivo de divulgar a opção de negócio e prospectar investidores para o empreendimento (QUEIROZ, 2011, p. 198), como traçado na citada Instrução.

Na oferta pública, portanto, há uma indeterminação dos destinatários, na medida em que qualquer pessoa pode aceitar a proposta, individualizando-se apenas no momento da aceitação. Essa generalidade permanece presente ainda que venha a ser limitada por determinadas características, como uma classe ou grupo de pessoas¹⁴⁰, quando não chegue a estabelecer uma individualização pessoal. Ou seja, “a essência da distribuição pública está contida precisamente na ausência de individualização do ofertado, ainda que este se encontre em um grupo determinado de pessoas.” (EIZIRIK, 2011, p. 152).

Sem embargo, ainda que o CIC seja apresentado diretamente aos potenciais investidores (sem, portanto, divulgação aberta ao público em geral), a oferta pode ser qualificada como pública, caso reste caracterizado o esforço da companhia na colocação pública dos valores mobiliários de sua emissão. Essa situação ocorre especialmente quando investidores indeterminados são procurados por empregados da companhia ou por agentes ou corretores por ela contratados ou credenciados, a rigor do disposto no artigo 4º, inciso II, da supratranscrita Resolução CVM n. 400/2003 (EIZIRIK, 2011, p. 150).

¹³⁹ Pontua Nelson Eizirik *et al*: “Nos Estados Unidos, além da utilização dos meios de comunicação de massa, também se considera incompatível com uma operação privada a realização de reuniões ou seminários relacionados à oferta abertos à participação de qualquer pessoa interessada, nos termos da *Rule 502(c)* da *Regulation D* da SEC.” (2011, p. 149).

¹⁴⁰ Nos termos da Instrução CVM n. 400/2003, em seu artigo 3º, § 1º: “considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade”.

A qualificação da oferta pública pressupõe, ao lado dos elementos objetivos da oferta (identificados na Lei n. 6.385/76 e na Instrução CVM n. 400/2003), as características pessoais dos investidores perante os quais a oferta será realizada.

A Exposição de Motivos da Lei n. 6.385/76 contempla a importância dos elementos subjetivos da oferta de valores mobiliários, apontando que a obrigação de prévio registro na CVM não se aplica às ofertas privadas, nas quais se reputa despendida a intervenção estatal:

O art. 17 da lei proposta regula a emissão pública de valores mobiliários no mercado, proibindo qualquer atividade de distribuição (oferta, subscrição, venda, etc.), sem que a emissão esteja registrada na CVM. Objetiva-se com tal registro obrigar a companhia emissora a revelar ao mercado fatos relativos a sua situação econômica e financeira, possibilitando aos investidores uma avaliação correta dos títulos oferecidos.

Apenas a emissão pública (isto é, a emissão oferecida publicamente) está sujeita a registro. Não se aplica essa norma à emissão particular, como é o caso da emissão negociada com um grupo reduzido de investidores, que tenham acesso ao tipo de informação que o registro visa a divulgar. Se estes, porém, adquirem a emissão com o fim de a colocar no mercado, mediante oferta pública, estão sujeitos às mesmas restrições que a companhia emissora.

Nesse contexto, mostra-se relevante considerar o grau de qualificação dos destinatários da oferta, especialmente a circunstância de terem os investidores prévio e sofisticado conhecimento e experiência em questão financeiras e empresariais, aptos a avaliar satisfatoriamente os riscos e os méritos das propostas de investimentos ofertadas (EIZIRIK, 2011, p. 153).¹⁴¹

Nessa linha de raciocínio é que a CVM, ao identificar a compreensão de “público em geral” para fins de oferta de valores

¹⁴¹ Complementa Nelson Eizirik: “Logo, podem ser consideradas privadas as distribuições colocadas apenas junto a investidores sofisticados, os quais não necessitam da proteção estatal conferida pelo registro. Nesta linha, as colocações realizadas unicamente para um número limitado de investidores institucionais, instituições financeiras ou sociedades de capital de risco podem ser consideradas como privadas, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta.” (2011, p. 153).

mobiliários, ressalva expressamente “aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora” (artigo 3º, § 1º, da Instrução CVM n. 400/2003).

Identifica-se que, nessas circunstâncias, a relação estabelecida entre o empreendedor e o investidor é de caráter eminentemente privado, o que afasta a obrigatoriedade de prévio registro perante a Comissão. Quando uma oferta é apresentada e aceita exclusivamente por pessoas com quem o emissor mantenha relacionamento estreito e habitual, o regime regulatório presume existir suficiente acesso do investidor às informações necessárias para tomada de decisão (QUEIROZ, 2011, p. 197).¹⁴²¹⁴³

Outro aspecto importante para graduar a oferta como pública é a disponibilidade de informações oferecida pela empresa emissora e pelos contratos ofertados. De acordo com Nelson Eizirik *et al*:

Deve ser verificado se os ofertados tiveram acesso às informações que a companhia teria apresentado por ocasião do registro, que lhes permitissem uma avaliação completa dos riscos do empreendimento. A jurisprudência dos tribunais norte-americanos já decidiu que o ‘acesso’ refere-se à informação do mesmo tipo das que seriam prestadas no registro, não necessariamente idênticas. O fundamental é que sejam suficientes para permitir ao ofertado uma avaliação completa dos riscos do empreendimento. (2011, p.153).

Afinal, como o registro tem feição instrumental, se os potenciais investidores destinatários da oferta já possuem informações semelhantes às que seriam disponibilizadas por meio do registro, suficientes para uma consciente tomada de decisão, torna-se desnecessário e contraproducente

¹⁴² Segundo José Eduardo Carneiro Queiroz, “é o que sempre ocorre, por exemplo, nos aumentos de capital privados realizados por companhias abertas. Por maior que seja o número de acionistas de uma determinada companhia aberta, sempre que o procedimento de oferta se limitar aos acionistas ele será considerado privado.” (2011, p. 197).

¹⁴³ A exceção do regime da oferta pública por conta da existência de prévia relação entre emissor e potencial investidor guarda uma interpretação estrita por parte da CVM, como se verifica na decisão proferida por seu Colegiado a respeito da emissão de valores mobiliários por instituição bancária, destinada a seus clientes, em que compreendeu que o relacionamento mantido caracteriza uma “relação de massa”, não se amoldando ao parâmetro de “prévia relação comercial” referida no artigo 3º, § 1º, da Instrução CVM n. 400/2003. (EIZIRIK, 2011, p. 154).

impor ao empreendedor o registro na autarquia, diante dos custos envolvidos. Destarte, “não cabe à CVM impor o registro de distribuição, com a consequente divulgação de informações, quando ficar manifesto que os destinatários da oferta, dada sua atuação, simplesmente não necessitam de proteção governamental” (EIZIRIK, 2011, p. 152).

Em síntese, segundo José Eduardo Carneiro Queiroz:

É importante que reste bem fixado esse conceito: sempre que houver contato com um grupo determinado de pessoas, sem acesso aos investidores em geral e com os cuidados necessários para que a informação não seja disseminada a terceiros fora desse grupo, estará caracterizada uma oferta privada sobre a qual não há aplicação da regulamentação do mercado de capitais. (2011, p. 198).

Nessa linha de raciocínio, ao analisar a situação das ofertas de valores mobiliários na internet, a CVM manifestou que determinados procedimentos de restrição de acesso ao público em geral descaracterizam a realização de oferta pública no ambiente virtual (QUEIROZ, 2010, p. 197).¹⁴⁴

Na mesma direção, realça Paulo Ferreira Dias da Silva:

Abstraída a literalidade em prol da finalidade da lei, teríamos que, quando um determinado valor

¹⁴⁴ Conforme Parecer de Orientação CVM n. 32/2005, do qual se extrai: “O uso da Internet como meio para divulgar a oferta de valores mobiliários caracteriza tal oferta, via de regra, como pública, nos termos do inciso III do § 3º do art. 19 da Lei nº 6.385/76, uma vez que a Internet permite o acesso indiscriminado às informações divulgadas por seu intermédio. Esse entendimento já consta, inclusive, do art. 3º, IV, da Instrução 400/05. Dessa forma, salvo se medidas preventivas forem tomadas, ou situações especiais forem verificadas, faz-se necessário o prévio registro de tais ofertas perante a Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do caput do artigo 19 da Lei nº 6.385/76. Dentre as medidas preventivas e as situações especiais que podem ser levadas em consideração para a descaracterização da oferta de distribuição de valores mobiliários feita por intermédio da Internet como pública estão as seguintes: a. medidas efetivas tomadas pelo patrocinador da página da Internet – *information provider* - para impedir que o público em geral tenha acesso ao conteúdo da página; b. inexistência de divulgação da página ao público pelo patrocinador da página da internet por meio de correio eletrônico não solicitado, em mecanismos de busca, salas de discussão, por propaganda em páginas na Internet ou revistas, etc.; e c. existência de indicação direta ou indireta, mas suficientemente clara, de que a página não foi criada para o público em geral.”

mobiliário, mesmo presente no rol do art. 2º, não for objeto de oferta pública ou negociação pública, não deve ser considerado como tal para efeito de aplicação da lei, pois a operação que o enseja, por não envolver apelo à poupança pública, dispensa a atenção especial do poder público que a lei introduz. (2015, p. 105).¹⁴⁵

Desta maneira, na hipótese de negociação privada dos contratos, ou seja, quando ausentes os elementos caracterizadores da distribuição pública em mercado, não haverá a incidência do regime regulatório da Lei n. 6.385/76 e, portanto, ingerência da CVM sobre a transação.

A oferta do CIC a um conjunto indeterminado de pessoas, no intuito de obter recursos diretamente do público investidor para consecução da atividade econômica da empresa emissora – oferta pública dirigida à captação da poupança popular –, corresponde ao pressuposto protetivo do regime regulatório do mercado de capitais, e se mostra imprescindível para sua qualificação como valor mobiliário, como esclarece Ary Oswaldo Mattos Filho:

Como fundamento para o surgimento deste ramo do Direito dos negócios está a proteção do investidor quando o valor mobiliário for publicamente ofertado. Quando a colocação for

¹⁴⁵ A propósito, cabe destacar a decisão proferida pelo Colegiado da CVM no Processo n. RJ-2003/0499, em que, ao analisar se os Certificados de Potencial Adicional de Construção - CEPACs emitidos pela Prefeitura de São Paulo caracterizariam valores mobiliários, o órgão deliberativo da agência reguladora ressaltou expressamente que a negociação privada de títulos e contratos de investimento não atraem o regime regulatório e a competência da CVM, mesmo se presentes os demais elementos caracterizadores de valor mobiliário. Extrai-se do voto lavrado pelo Diretor Luiz Antônio Campos: “De outro lado, a meu sentir, a melhor interpretação do art. 2º da Lei nº 6.385/76 é aquela que lê como se houvesse um complemento no sentido de que são valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei ‘quando ofertados ou negociados publicamente’, pois só assim se compreende e se esclarece, por exemplo, que as ações ou debêntures de companhias fechadas, que não são ofertados ou negociados publicamente, estão fora do regime da Lei nº 6.385/76; da mesma forma, os derivativos negociados privadamente estão fora do regime da Lei nº 6.385/76 ou as notas comerciais e por aí vai. Este conceito é fundamental: o que atrai e determina a competência da CVM para os valores mobiliários mencionados no art. 2º da Lei nº 6.385/76 é a respectiva oferta ou negociação pública desses valores mobiliários. [...] Ou seja, a emissão e a negociação de valores mobiliários fora do mercado, a princípio, não deveria ser disciplinada ou fiscalizada pela CVM, à luz do comando do art. 1º da Lei 6.385/76.” (CVM, 2003, pp. 03-05).

privada, a rígida proteção estatal inexistente, sendo os direitos e obrigações, face ao valor mobiliário, suscetíveis de solução numa relação eminentemente privatística. [...]

A oferta privada não conta no mundo de preocupações do Direito dos Valores Mobiliários, na medida em que não afeta diretamente a economia pública, mas tem repercussões quase que exclusivamente no campo das relações privadas entre as partes contratantes, prescindindo, nestes casos, da regulação específica que o Estado exerce por meio de órgão governamental determinado [CVM]. (2015, pp. 27 e 184).

Diante do exposto, é possível traçar o panorama de que a caracterização da oferta pública de um CIC, e consequente submissão ao específico regime regulatório do mercado de valores mobiliários, dependerá essencialmente dos fatores comerciais praticados pelo emissor, a revelar a intenção do ofertante de atingir um número indeterminado de potenciais investidores.

Destarte, para efeitos do mercado de capitais, é possível concluir que “‘valor mobiliário’ é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem controle direito, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título [cártula] para a materialização da relação obrigacional”. (MATTOS FILHO, 2015, p. 188).

A propósito, a adoção dessa definição abrangente de CIC como valor mobiliário veio acompanhada de outras repercussões pontuais nas normas regulatórias pertinentes, como aponta Ary Oswaldo Mattos Filho:

A lei brasileira, além de buscar qualificar o que seja contrato de investimento coletivo, ampliou sua base de competência ao determinar: (i) que o emitente poderá ou não ser sociedade por ações, ou mesmo poderá não ser uma sociedade como tal¹⁴⁶,

¹⁴⁶ Segundo o artigo 2º, § 3º, inciso I, da Lei n. 6.385/76, a CVM poderá “exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima”. Não se trata, pois, de uma obrigatoriedade, ao contrário do previsto na redação original do artigo 2º, já referido acima. Nessa linha de raciocínio, anota Paulo Ferreira Dias da Silva: “Observa-se que a lei não diz mais que os valores mobiliários são criados ou emitidos por sociedades anônimas, e ainda reconhece expressamente como valores mobiliários títulos que podem ser emitidos por sociedades limitadas, caso das notas comerciais, ou por entidades sequer constituídas sob a

(ii) a obrigatoriedade de contar com auditor independente registrado junto à Comissão¹⁴⁷; (iii) a competência da CVM para estabelecer cláusulas e condições a serem adotadas pelos emitentes, junto aos mercados de bolsa ou balcão organizado, bem como para negar autorização a tais colocações¹⁴⁸; e, finalmente, (iv) a competência da Comissão de Valores Mobiliários para estabelecer as condições de distribuição, mediação, compensação e liquidação das operações, além de atribuir tais tarefas somente para as sociedades ou agentes autônomos junto a ela registrados.¹⁴⁹ (2015, pp. 176-177).

Com efeito, a Lei n. 6.385/76 não mais prevê que os valores mobiliários são criados e emitidos exclusivamente por sociedades por ações (SILVA, 2015, p. 89), de modo a tornar indiferente a forma societária adotada pelo empreendedor (ROCHA, 2000, p. 76).

Nesse norte, depurado o conceito de contrato de investimento coletivo e os requisitos jurídico-econômicos para sua caracterização, é importante pontuar que sua adoção enquanto definição legal de valor mobiliário “abriu as portas do mercado a uma variedade de títulos e contratos gerados pela fértil inventiva dos seus agentes e estendeu a competência da CVM a fronteiras além dos limites demarcados em sua origem” (LOBO, 2017, p. 301).

Desta feita, analisado o conceito contemporâneo de valor mobiliário e os requisitos gerais para a qualificação de um negócio como contrato de investimento coletivo, cabe estudar a modalidade societária prevista no ordenamento brasileiro que apresenta maior proximidade conceitual enquanto instrumento para captação de investimentos destinados ao impulso da atividade empresarial.

forma de sociedade, caso das cotas de fundos de investimento em valores mobiliários”. (2015, p. 89).

¹⁴⁷ Conforme o artigo 2º, § 3º, inciso II, da Lei n. 6.385/76, a CVM poderá “exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado”.

¹⁴⁸ Nos termos do artigo 2º, § 3º, inciso II, da Lei n. 6.385/76, a CVM poderá “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”.

¹⁴⁹ Consoante o disposto nos artigos 15, 16 e 18 da Lei n. 6.385/76.

2.3. A SOCIEDADE EM CONTA DE PARTICIPAÇÃO E O CONTRATO DE INVESTIMENTO COLETIVO

A sociedade em conta de participação (SCP), regulada nos artigos 991 a 996 do Código Civil Brasileiro¹⁵⁰, é uma modalidade societária em que uma ou mais pessoas fornecem recursos a um empreendedor, que os alocará em determinados negócios para que, ao final do prazo estipulado ou ao término do empreendimento, repartam os resultados auferidos.

Na SCP, o empreendedor figura como sócio ostensivo, gerenciando a sociedade e respondendo integral e isoladamente perante terceiros, ao passo que o investidor figura como sócio participante ou oculto¹⁵¹, responsabilizando-se apenas perante o sócio ostensivo, e puramente pela integralização do aporte ajustado para a consecução da atividade econômica ou realização dos negócios em proveito comum (GONÇALVES NETO, 2016, p. 184).¹⁵²

Logo, a conta de participação “é uma ‘sociedade’ que só existe internamente, ou seja, entre os sócios. Externamente, isto é, perante terceiros, só aparece o sócio ostensivo, o qual exerce, em seu nome individual, a atividade empresarial, e responde sozinho pelas obrigações contraídas” (CRUZ, 2018, p. 294).

Trata-se, portanto, de uma sociedade não personalizada, cuja constituição gera efeitos jurídicos exclusivamente perante o sócio

¹⁵⁰ Para uma abordagem histórica do instituto no direito brasileiro, remete-se aos estudos minudentes de Scalzilli e Spineli (2015), Affonso (2014) e Ramires (2014).

¹⁵¹ Da doutrina de José Edwaldo Tavares Borba: “aquele que aparece perante terceiros é chamado sócio ostensivo ou operador e os fornecedores de recursos são chamados sócios ocultos ou participantes”. (2018, p. 116). Quanto à designação legal dos sócios, explica Alfredo de Assis Gonçalves Neto: “No domínio do Código Comercial de 1850, a terminologia empregada para designar o sócio que se limitava a prestar recursos para a realização dos fins da sociedade em conta de participação era de *sócio oculto*. A mudança [ocorreu] com o regime implantado pelo Código Civil, de sócio oculto para sócio participante”. (2016, p. 184).

¹⁵² Código Civil. Art. 991. Na sociedade em conta de participação, a atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente pelo sócio ostensivo, em seu nome individual e sob sua própria e exclusiva responsabilidade, participando os demais dos resultados correspondentes. Parágrafo único. Obriga-se perante terceiro tão-somente o sócio ostensivo; e, exclusivamente perante este, o sócio participante, nos termos do contrato social.

ostensivo e o sócio participante. Seus atos constitutivos não são submetidos a registro perante a Junta Comercial ou qualquer Serventia Cartorária; e, mesmo se efetivado, não conferirá personalidade jurídica à sociedade¹⁵³ (CAMPINHO, 2016, p. 88).

Assim, a SCP não apresenta uma denominação ou razão social¹⁵⁴, tampouco são exigidas formalidades para sua constituição, que poderá ser provada por todos os meios admitidos pelo ordenamento¹⁵⁵ (RIZZARDO, 2018b, p. 92).

A não aquisição de personalidade jurídica própria é um traço distintivo marcante da SCP em relação aos demais tipos societários previstos no Código Civil (FINKELSTEIN, 2014, p. 157). Justamente essa característica peculiar provoca uma intensa polêmica doutrinária a respeito da natureza jurídica das sociedades em conta de participação: se societária ou contratual.

Para Alfredo de Assis Gonçalves Neto, a sociedade em conta de participação traduz um contrato de participação:

A sociedade em conta de participação, por mais que tenha sido catalogada pelo legislador como sociedade e que seja assim também considerada por boa parte da doutrina, não é uma sociedade no sentido próprio da expressão. Na linha do entendimento anteriormente exposto, que revela estar a principal característica da sociedade no surgimento de um novo sujeito de direito, distinto daquele ou daqueles que a ajustam, fica por demais evidente a impossibilidade de identificar na conta de participação uma sociedade. Afinal, nenhum dos atributos da sociedade pode ser nela encontrado. [...] Ela é um simples contrato de participação no qual o sócio ostensivo obriga-se a agir como ajustado com os seus sócios ocultos na aplicação dos recursos (numerários ou bens, dentre eles direitos) que reuniram para tal fim. (2016, p. 188).

¹⁵³ Nos termos do artigo 993 do Código Civil: “O contrato social produz efeito somente entre os sócios, e a eventual inscrição de seu instrumento em qualquer registro não confere personalidade jurídica à sociedade”.

¹⁵⁴ Código Civil. Art. 1.162. A sociedade em conta de participação não pode ter firma ou denominação.

¹⁵⁵ Código Civil. Art. 992. A constituição da sociedade em conta de participação independe de qualquer formalidade e pode provar-se por todos os meios de direito.

A partir de análise minudente da doutrina comercialista brasileira, João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli sintetizam a posição pela natureza contratual da SCP:

Grande parte dos argumentos de quem defende que a SCP não é sociedade gira em torno, quase que invariavelmente, da falta de personalidade da SCP, que faz inexistente um patrimônio autônomo, impossível a titularização de direitos e deveres no mundo jurídico senão pelo sócio ostensivo, além de exigir regras especiais atinentes à falência e liquidação, as quais fogem à regra geral existente para as outras sociedades, entre várias outras especificidades. (2014, p. 52).¹⁵⁶

Por outro lado, parte da doutrina defende a natureza societária da SCP por compreender que a criação de uma personalidade jurídica autônoma não se revela elemento essencial para a caracterização de uma sociedade, como aponta Mauro Brandão Lopes:

À figura jurídica da sociedade não é essencial a personalidade. [...] A personalidade jurídica é desenvolvimento recente; anteriormente a tal desenvolvimento, as sociedades regulares existiram explicitamente regulamentadas, e, portanto, com pleno reconhecimento na ordem jurídica, exatamente como subsistem ainda em muitas legislações¹⁵⁷. (*apud* SCALZILLI, SPINELLI, 2014, p. 54).

¹⁵⁶ Nesse norte, destaca-se, o entendimento de André Santa Cruz, para quem “a sociedade em conta de participação é o que a doutrina chama de sociedade secreta; na verdade, não se trata, propriamente, de uma sociedade, mas de um contrato especial de investimento.” (2018, p. 293); e de Fábio Ulhoa Coelho: “A conta de participação, a rigor, não passa de um contrato de investimento comum, que o legislador, impropriamente, denominou sociedade. Suas marcas características, que a afastam da sociedade empresária típica, são a despersonalização (ela não é pessoa jurídica) e a natureza secreta (seu ato constitutivo não precisa ser levado a registro na Junta Comercial). Outros de seus aspectos também justificam não considerá-la uma sociedade: a conta de participação não tem necessariamente capital social, liquida-se pela medida judicial de prestação de contas e não por ação de dissolução da sociedade, e não possui nome empresarial.” (2017, p. 458).

¹⁵⁷ Para uma análise de direito comparado acerca do tratamento conferido à sociedade em conta de participação em outros países, confira-se as obras de Ramires (2014), Scalzilli e Spinelli (2014) e Gonçalves Neto (2016).

[São elemento essenciais da sociedade] 1) a intenção de duas ou mais pessoas de combinarem esforços ou recursos para fim comum; 2) a obrigação de combinar esforços ou recursos, obrigação esta que usualmente se manifesta, na sociedade comercial, pela formação de fundos, por um dos sócios pelo menos, destinados às operações sociais; 3) a consequente participação de todos, em proporção convencional ou legal, nos lucros e nos prejuízos da atividade comum. (*apud* FINKESLSTEIN, 2016, p. 101).

Tal percepção toma por parâmetro, também, os requisitos estabelecidos no artigo 981 do Código Civil para a identificação de qualquer sociedade constituída contratualmente: “Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

Nessa lógica, João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli analisam detalhadamente os elementos definidores da SCP frente aos requisitos estabelecidos no diploma civil para a qualificação de uma sociedade:

Vejamos: por meio de um contrato, as partes combinam recursos e esforços (os sócios contribuem com bens e/ou serviços), originando uma organização destinada ao exercício de uma atividade econômica, cujos resultados, positivos ou negativos, serão partilhados por eles (*gemeinsamer Sweck*, ou seja, fim comum). De acordo com o art. 981 do Código Civil, a sociedade [...] é formada por um contrato plurilateral por meio do qual duas ou mais pessoas (físicas ou jurídicas) se obrigam reciprocamente a contribuir (com bens ou serviços) para o exercício de uma atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Assim, o contrato de sociedade é um contrato de comunhão de escopo, juntando-se os sócios à satisfação do interesse social, que é o interesse dos sócios enquanto sócios, ou seja, é este fim comum, que abarca tanto o escopo-meio (objeto social, isto é, a atividade a qual se destina a sociedade) quanto ao escopo-fim (o objetivo, que, nas sociedades, é a obtenção de lucros e a consequente partilha dos resultados), que faz com que os sócios se reúnam e pautem a própria vida do ente coletivo. [...]

Em resumo, estão presentes, na SCP, todos os elementos que caracterizam uma organização societária contratual, a saber: (a) pluralidade de partes; (b) contribuição; (c) exercício de atividade econômica; (d) partilha dos resultados. Assim, presente tais requisitos, trata-se de verdadeira sociedade. (2014, pp. 56-57).¹⁵⁸

Com efeito, o tratamento conferido pelo Código Civil à sociedade em conta de participação – inserindo-a no título próprio das sociedades¹⁵⁹, e não dos contratos em espécie¹⁶⁰, e estabelecendo a aplicabilidade

¹⁵⁸ O pressuposto atinente à vontade da união de esforços para o exercício de atividade comum, consagrado como “*affectio societatis*” é considerado, por parte da doutrina comercialista, como elemento fundamental da constituição de uma sociedade, como sustenta Sérgio Caminho: “Tem a formação da sociedade pluripessoal como elemento fundamental a *affectio societatis*, que se traduz pela vontade dos sócios de se unirem por um vínculo societário, realizando colaborações voluntárias, conscientes e ativas para a consecução de propósitos comuns. Revela, por assim dizer, o estado de espírito de estarem unidos em sociedade, marcado pela convergência dos interesses em aceitar e suportar as áreas comuns. (2016, p. 48). Por outro lado, outra parcela da doutrina, considera a *affectio societatis* um elemento presente e necessário a apenas determinados tipos societários, mas não correspondente a um fundamento de existência e validade da sociedade, na medida em que, ainda que inexistente ou derruída a *affectio*, a sociedade não resta desnaturada. Por todos, citamos Alfredo de Assis Gonçalves Neto, posição com a qual nos filiamos: “Como pressuposto do ato de constituição da empresa, boa parte da doutrina ainda aponta a chamada *affectio societatis*, entendida não como o consentimento, inerente a qualquer negócio jurídico, porém como um estado de ânimo continuativo de conviver em sociedade com outrem. Considero, entretanto, que essa figura não é pressuposto algum para a formação nem a manutenção da sociedade ao longo de sua existência. Se o fosse, os sócios em maioria poderiam alijar os detentores da minoria do capital a qualquer tempo, impedindo-os de participar dos bons negócios que se descortinassem para o futuro. Só o motivo justo, devidamente caracterizado, permite a exclusão do sócio; e por motivo justo entende-se aquele que está a afetar a vida em sociedade. O sócio prestador de capital, sem participar da administração, não interfere na vida social e não pode ser desligado pela só vontade da maioria, senão nos casos de inadimplemento de sua contribuição” (2016, p. 148). Para o aprofundamento na temática, confira-se também as obras de Coelho (2017), Cruz (2018) e Verçosa (2014).

¹⁵⁹ Qual seja: Livro II – Do Direito de Empresa, Título II – Da Sociedade, Subtítulo I – Da Sociedade Não Personificada.

¹⁶⁰ Qual seja: Livro I – Do Direito das Obrigações, Título VI – Das Várias Espécies de Contrato.

subsidiária das normas atinentes às sociedades simples¹⁶¹, ao invés das normas específicas do direito dos contratos¹⁶² – desnuda o reconhecimento, pela legislação brasileira, de sua natureza societária, submetida ao regime próprio do direito de empresa¹⁶³¹⁶⁴ (FINKELSTEIN, 2014, p. 174; SPINELLI *et al*, 2013, p. 248).

Nessa perspectiva, o caráter societário da SCP se revela em sua faceta interna, correspondente à relação estabelecida entre os sócios, manifestada no contrato social.¹⁶⁵ Na SCP, a característica pessoal dos

¹⁶¹ Código Civil. Art. 996. Aplica-se à sociedade em conta de participação, subsidiariamente e no que com ela for compatível, o disposto para a sociedade simples, e a sua liquidação rege-se pelas normas relativas à prestação de contas, na forma da lei processual. Parágrafo único. Havendo mais de um sócio ostensivo, as respectivas contas serão prestadas e julgadas no mesmo processo.

¹⁶² A propósito, “no direito português, onde, de acordo com a legislação, a conta de participação não tem natureza societária, mas sim de simples contrato comutativo, a lei que a regula (Decreto Lei 231/81) manda aplicar, subsidiariamente, para o caso de lacuna, as disposições dos contratos com que haja analogia de situações ao invés das normas societárias”. (SCALZILLI, SPINELLI, 2014, p. 58).

¹⁶³ Nesse panorama, adotamos, para os propósitos desta dissertação, a compreensão que a SCP possui natureza societária, especialmente diante do tratamento normativo a ela conferido. Não se descuida, porém, de todas as suas particularidades e distinções perante as demais figuras societárias presentes no direito brasileiro – o que inclusive motiva parcela da doutrina a concebê-la como “sociedade *sui generis*” (FINKELSTEIN, 2014, p. 155; WALD, 2016, p. 72). Para o aprofundamento nesse profícuo debate doutrinário, inclusive no que concerne aos elementos essenciais do conceito de sociedade, que entretanto transborda o corte metodológico deste trabalho, remete-se aos trabalhos de Gonçalves Neto (2016), Coelho (2017) e Finkelstein (2016).

¹⁶⁴ De mais a mais, quanto à *affectio societatis* na sociedade em conta de participação, reflete Flávio Luiz Picchi: “A *affectio societatis* deve ter sua interpretação mitigada [na SCP]. Não é a típica afeição entre sócios de uma sociedade limitada, em que todos gerenciam e trabalham em volta do objeto social, para a partilha dos resultados. Sua estrutura funcional pode tomar, e normalmente toma, contornos rigorosamente diversos das sociedades típicas. A mitigação da *affectio societatis* na SCP pode ser comparada, por exemplo, à do detentor de uma única ação da companhia, cujos papéis são negociados em bolsa. Neste caso, o interesse do detentor não está na gestão, na administração dos negócios sociais, mas unicamente nos proventos materializados por eventuais dividendos”. (2004, p. 197).

¹⁶⁵ Que não requer necessariamente a forma escrita ou registro, a rigor do disposto no artigo 992 do Código Civil, como pontuado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto: “Ao contrário do que se dá com as demais sociedades, que se devem

sócios é fundamental para sua constituição e continuidade, na medida em que estabelecida uma relação de confiança entre os sócios, sendo que apenas um deles, o ostensivo, efetivamente exercerá a atividade econômica afeta ao objeto social, empregando os recursos aportados pelos participantes (FINKESLSTEIN, 2014, p. 160).

Diante da pessoalidade da relação existente entre os sócios, outra característica essencial da SCP, não é admissível a entrada de novos sócios sem a prévia anuência dos demais.¹⁶⁶ Sem embargo, é possível que o contrato social disponha de modo diverso, permitindo que o sócio ostensivo admita outros sócios independentemente de concordância do sócio participante, ou de acordo com quóruns ou regras específicas pactuadas entre eles (VERÇOSA, 2014, p. 283).

Por outro lado, como mencionado, a SCP atua, externamente, em nome exclusivo do sócio ostensivo, que age como se sequer existisse conta de participação, respondendo exclusiva e integralmente pelas obrigações assumidas no desempenho da atividade social¹⁶⁷.

De fato, considerando que a constituição da SCP não gera efeitos perante terceiros, mas apenas aos sócios ostensivo e participante, “os agentes econômicos que entabulam negociações com o sócio ostensivo não precisam saber, necessariamente, que a atividade em questão é explorada sob a forma de uma conta de participação”. (COELHO, 2017, p. 458).

Essa circunstância confere à SCP a característica da discrição. Apenas aos sócios interessa sua existência, e apenas perante eles produz efeito o contrato social. Por conta disso, a SCP é comumente designada

constituir por escrito público ou particular, e, na sequência, inscrever-se no órgão registrador competente, sob pena de se submeterem a um regime de maior severidade como sociedade comum, a sociedade em conta de participação pode ser criada sem observância de nenhuma formalidade, quer instrumental, quer publicitária. [...] Tal sociedade pode ser ajustada por contrato verbal”. (2016, p. 192).

¹⁶⁶ Código Civil. Art. 995. Salvo estipulação em contrário, o sócio ostensivo não pode admitir novo sócio sem o consentimento expresso dos demais.

¹⁶⁷ Nesse condão, destaca Maria Eugênia Finkelstein: “Quanto à responsabilidade dos sócios da sociedade em conta de participação, esta é pessoal e ilimitada. Ou seja, responderá o sócio ostensivo ilimitadamente pelas obrigações assumidas em nome próprio, em benefício da sociedade. Já os sócios ocultos, não mantêm eles relação jurídica alguma com os credores por obrigações adquiridas pela sociedade. Devem esses credores demandar única e exclusivamente do sócio ostensivo, que terá ação de regresso, nas condições do contrato social, contra os sócios ocultos”. (2014, pp. 158-159).

como uma sociedade secreta ou oculta (CRUZ, 2018, p. 293), sobre o que comentam João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli:

Sendo do interesse do ostensivo não revelar que trabalha com capital alheio, ou a vontade do participante de não querer que se saiba de sua participação numa empresa especulativa (talvez em razão de sua posição social) ou que mantém relações negociais com certa pessoa, a característica que ganha destaque é a discrição, porquanto a constituição da SCP não interessa a ninguém além das pessoas dos sócios, podendo passar despercebida por todos, sem que com isso haja prejuízo de qualquer ordem para terceiros, inclusive àqueles que contratam com o sócio ostensivo. (2014, p. 33).

Ressalve-se, contudo, que o sócio participante “torna-se solidariamente responsável pelas obrigações contraídas pelo ostensivo em nome da sociedade, se atuar em conjunto com este em contratos pré-negociais ou na negociação de contratos” (COELHO, 2017, p. 459).¹⁶⁸

Outro aspecto peculiar corresponde ao “patrimônio especial” da SCP, conforme definido no artigo 994 do Código Civil¹⁶⁹, formado pelos aportes promovidos pelos sócios para consecução do objeto social¹⁷⁰, com efeitos apenas em relação a estes, como explica Alfredo de Assis Gonçalves Neto:

À semelhança da sociedade em comum, na SCP há a formação de um patrimônio especial. [...]. Diferem esses patrimônios, entretanto, no tocante à

¹⁶⁸ Conforme prescreve o artigo 993, parágrafo único, do Código Civil: “Sem prejuízo do direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, o sócio participante não pode tomar parte nas relações do sócio ostensivo com terceiros, sob pena de responder solidariamente com este pelas obrigações em que intervier”.

¹⁶⁹ Código Civil. Art. 994. A contribuição do sócio participante constitui, com a do sócio ostensivo, patrimônio especial, objeto da conta de participação relativa aos negócios sociais. § 1º A especialização patrimonial somente produz efeitos em relação aos sócios. § 2º A falência do sócio ostensivo acarreta a dissolução da sociedade e a liquidação da respectiva conta, cujo saldo constituirá crédito quirografário. § 3º Falindo o sócio participante, o contrato social fica sujeito às normas que regulam os efeitos da falência nos contratos bilaterais do falido.

¹⁷⁰ Anote-se: “Esse patrimônio especial, em verdade, é constituído não só pelas contribuições dos sócios, como parece indicar o dispositivo, mas pela somatória de recursos (dinheiro e bens) afetados ao negócio que constituem o objeto social, af incluídos, por evidente, os resultados econômicos obtidos, quando positivos, enquanto não distribuídos aos sócios.” (GONÇALVES NETO, 2016, p. 196).

sua titularidade, visto que, enquanto na sociedade em comum pertence aos sócios em regime de comunhão (CC, art. 988), na conta de participação ele se integra ao patrimônio do sócio ostensivo. Diferem, ainda, quanto aos efeitos, porquanto na sociedade em comum seu patrimônio é destinado a responder pelas dívidas sociais, respondendo os sócios subsidiariamente; já na SCP, o patrimônio especial só existe nas relações entre os sócios, de sorte que, do ponto de vista dos credores da sociedade, porque credores do sócio ostensivo, esse patrimônio especial não existe: o patrimônio geral do sócio ostensivo é a garantia de pagamento de seus créditos. (2016, p. 196).

Logo, o patrimônio especial da SCP denota o complexo de bens destinados pelos sócios para o exercício da atividade social, concentrados sob a posse ou a propriedade do sócio ostensivo (RAMIRES, 2014, p. 96).

Dessa forma, “os recursos fornecidos pelos participantes determinam a abertura de uma conta nos livros do operador, e integram-se no seu ativo” (BORBA, 2018, p. 110); ou seja, “a universalidade das contribuições aportadas pelos participantes se funde ao patrimônio pessoal do sócio ostensivo” (WALD, 2016, p. 74).

Nesse contexto, como os efeitos da sociedade em conta de participação não transcende os limites da relação entre os sócios, não corporificando uma pessoa jurídica autônoma capaz de assumir obrigações perante terceiros, a SCP não estará sujeita à falência: “quem poderá incorrer em falência será o sócio ostensivo, empresário individual ou sociedade empresária, que se obriga direta e pessoalmente perante terceiros, ainda que no interesse da realização do objeto do contrato [social]” (CAMPINHO, 2016, p. 89).

Por conseguinte, “a falência do sócio ostensivo acarreta a dissolução da sociedade e a liquidação da respectiva conta, cujo saldo constituirá crédito quirografário” (Código Civil, artigo 994, § 2º), de modo que, se for apurado saldo em favor do sócio participante, caberá a este proceder sua habilitação no passivo falimentar (CAMPINHO, 2016, p. 89).

Por outro lado, a falência do sócio participante acarreta, ao contrato social da SCP, os efeitos da falência nos contratos bilaterais do falido,

cabendo ao administrador judicial definir dar prosseguimento ou resolver o contrato (GONÇALVES NETO, 2016, p. 197).¹⁷¹

De todo modo, a liquidação da SCP, seja em relação ao patrimônio especial, seja em relação aos lucros auferidos, não se processa conforme o procedimento ditado para as demais sociedades, mas obedece ao rito da prestação de contas estabelecido na lei processual civil (RIZZARDO, 2018, p. 96).¹⁷²

O sócio participante, embora não participe ativamente do exercício da atividade econômica afeta à SCP¹⁷³, possui o direito de “fiscalizar a gestão dos negócios sociais”¹⁷⁴, isto é, apurar a atuação do sócio ostensivo – administrador da sociedade – no desenvolvimento do empreendimento comum e cumprimento dos termos do contrato social (RAMIRES, 2014, p. 119).

Daí decorre o dever do sócio ostensivo de prestar contas de sua administração e dos resultados obtidos pela SCP. No silêncio do contrato social quanto à forma de fiscalização e prestação de contas, aplicam-se as

¹⁷¹ A respeito, destaca Sérgio Campinho: “Portanto, o contrato não se resolve de pleno direito pela falência (Lei n. 11.101/2005, art. 117), facultando-se, inclusive, ao administrador judicial, mediante autorização do comitê, se houver, achando conveniente para a massa falida, exigir que o contrato seja executado, isto é, cumprido, entrando os respectivos saldos devidos ao sócio oculto para a sua massa falida, como ativo destinado ao pagamento dos seus credores. Sempre objetivando realizar o que for de conveniência para a massa, poderá o administrador judicial optar pela resolução do contrato, denunciando-o e arcando com os ônus dela decorrentes”. (2016, p. 89). De todo modo, “se o falido cumpriu integralmente sua obrigação, o contrato prossegue com o terceiro normalmente, como sócio ostensivo que é. Tem-se, nesse caso, apenas o direito do falido aos resultados ajustados na SCP, sem que possua qualquer obrigação a cumprir”. (GONÇALVES NETO, 2016, p. 197).

¹⁷² Código Civil. Art. 996. Aplica-se à sociedade em conta de participação, subsidiariamente e no que com ela for compatível, o disposto para a sociedade simples, e a sua liquidação rege-se pelas normas relativas à prestação de contas, na forma da lei processual. Parágrafo único. Havendo mais de um sócio ostensivo, as respectivas contas serão prestadas e julgadas no mesmo processo.

¹⁷³ Isso na medida em que a administração da SCP e a titularidade da relação com terceiros é promovida em nome próprio do sócio ostensivo, como já analisado. Essa circunstância não impede, entretanto, que o sócio participante colabore no desenvolvimento da atividade econômica afeta ao objeto social da SCP ou lhe preste serviços, considerando inclusive a alta flexibilidade típica deste arranjo societário.

¹⁷⁴ Nos termos do artigo 993, parágrafo único, do Código Civil.

disposições relativas às sociedades simples¹⁷⁵. Ainda, “como corolário da obrigação de prestar contas, o sócio participantes tem o direito de exigir e receber os dividendos na forma justada pelo contrato, podendo promover a cobrança do respectivo valor em caso de retenção indevida” (GONÇALVES NETO, 2016, p. 195).

A propósito, quanto à distribuição dos resultados sociais, inobstante o artigo 1.007 do Código Civil estabeleça que todos os sócios têm direito a uma parcela dos lucros, correspondente, proporcionalmente, à contribuição que tiverem fornecido ao patrimônio social, os sócios da SCP podem prever, no contrato social, mecanismos diversos de distribuição dos resultados, como explica Arnoldo Wald:

Tratando-se de norma supletiva [CC, art. 1.007¹⁷⁶], prevalece a vontade das partes no modo de partilhar o lucro, independentemente, pois, da contribuição direta ou indireta das partes. Ou seja, é possível que, de acordo com as circunstâncias e a vontade das partes, a distribuição seja feita independentemente da participação direta dos sócios e sem proporção com a mesma. [...]

Geralmente, a participação na sociedade decorre de um investimento ou de uma transferência direta ou indireta de direito, mas também pode justificar-se especialmente nos negócios complexos pela posição jurídica ou pelo interesse que o participante tem em outro contrato que integra a operação. A vontade das partes é determinante na matéria, dando ao tipo societário a maior flexibilidade possível. (2016, pp. 76-77)

Diante da informalidade e do caráter *interna corporis* da SCP, sem personalidade jurídica autônoma, sua constituição se reveste de alta flexibilidade, com ampla liberdade aos sócios na definição dos direitos e

¹⁷⁵ Código Civil. Art. 1.020. Os administradores são obrigados a prestar aos sócios contas justificadas de sua administração, e apresentar-lhes o inventário anualmente, bem como o balanço patrimonial e o de resultado econômico. Art. 1.021. Salvo estipulação que determine época própria, o sócio pode, a qualquer tempo, examinar os livros e documentos, e o estado da caixa e da carteira da sociedade.

¹⁷⁶ Regra aplicável subsidiariamente à sociedade em conta de participação por força do disposto artigo 996 do Código Civil.

obrigações recíprocos, assentados no contrato social (GONÇALVES NETO, 2016, p. 199).^{177 178}

À luz do exposto, vê-se que “a constituição da sociedade em conta de participação visa a uma única finalidade: regular a relação entre os sócios, porque não se cria um ente distinto, ao qual se imputem direitos e deveres em relação a terceiros contratantes” (WALD, 2016, p. 74).

A análise acurada dos elementos essenciais e peculiaridades próprias da SCP possibilita a identificação de uma efetiva adequação dessa modalidade societária com a figura do Contrato de Investimento Coletivo, concebido como transação ou negócio jurídico em que uma pessoa investe dinheiro, bens ou serviços em um empreendimento comum, esperando obter lucro derivado puramente dos esforços do empreendedor ou de terceiros.¹⁷⁹

Essa percepção toma por referência a acentuada similaridade jurídica e econômica entre os institutos, como aponta Flávio Augusto Picchi:

Do mesmo modo como a SCP comporta ampla maleabilidade em sua conformação, respeitadas as regras cogentes que a tipificam, também o CIC, respeitadas as regras de sua emissão, poderá se constituir com grande plasticidade. O paralelismo entre SCP e SIC, portanto, não se prende simplesmente à sua estrutura categorial, senão também à função de permitir o exercício criativo da atividade empresarial e econômica. (2004, pp. 204-205).

A sintetização dos objetivos e da forma de constituição uma SCP, traçada por Fábio Ulhoa Coelho, revela a substância econômica de parceria financeira no desenvolvimento de atividade empresarial, com propósito lucrativo, realizada pelo empreendedor com aportes

¹⁷⁷ Nesse viés, ressalta Alfredo de Assis Gonçalves Neto: “Sendo a SCP uma sociedade que pode ser constituída sem contrato escrito e sem formalidades, não se aplicam as disposições do art. 997 [do Código Civil], que preveem o conteúdo mínimo do contrato social, e nem seu parágrafo único, por referir-se à eficácia do contrato em relação a terceiros que, como visto, em nenhuma hipótese são afetados pela sua existência”. (2016, p. 199).

¹⁷⁸ Na mesma direção, registra André Santa Cruz: “Normalmente, a sociedade em conta de participação é constituída para a realização de empreendimentos temporários ou até mesmo para realização de determinado negócio específico, extinguindo-se posteriormente”. (2018, p. 295).

¹⁷⁹ O conceito de Contrato de Investimento Coletivo (CIC) enquanto valor mobiliário foi objeto de estudo aprofundado em tópico próprio neste Capítulo.

promovidos pelo participante, a caracterizar um verdadeiro contrato de investimento.¹⁸⁰

A conta de participação se constitui da seguinte forma: um empreendedor (chamado sócio ostensivo) associa-se a investidores (os sócios participantes), para a exploração de uma atividade econômica. O primeiro realiza todos os negócios ligados à atividade, em seu próprio nome, respondendo por eles de forma pessoal e ilimitada. [...] Com os participantes, o sócio ostensivo tem um contrato, pelo qual aqueles são obrigados a prestar determinadas somas, a serem empregadas na empresa, e são, em contrapartida, credores eventuais, por uma parcela dos resultados desta. (2017, p. 458).

No mesmo rumo, Alfredo de Assis Gonçalves Neto, ao discorrer sobre a utilidade e atualidade da SCP, observa:

Sempre que um empreendedor encontra dificuldades para realizar um investimento que supere sua capacidade de aquisição, [...] há a alternativa de constituir uma sociedade desse tipo, se lhe for possível encontrar investidores. Nesse caso, há financiamento com capital próprio, não sujeito a juros, que decorreriam de empréstimos, repartindo os resultados com seus sócios participantes. (2016, p. 191).

De forma análoga, o entendimento de Sérgio Campinho, para quem a sociedade em conta de participação denota:

importante instrumento de captação de recursos para o desenvolvimento de atividade econômica. Investidores podem dirigir seus fundos à realização de certos negócios que serão executados diretamente por um empresário ou sociedade empresaria já constituída, que assumirá o risco direto pelo empreendimento, dividindo-se o proveito econômico ao final. Afigura-se [a SCP] como fonte relevante de estímulo à atividade produtiva, atraindo capitais e promovendo o desenvolvimento econômico. (2016, p. 86).

Idêntica a visão de José Edwaldo Tavares Borba: “a finalidade desse contrato [SCP] é, com efeito, a obtenção de capital de risco para um

¹⁸⁰ Segundo André Santa Cruz, a sociedade em conta de participação consubstancia “contrato especial de investimento” (2018, p. 293).

“... dado empreendimento, proporcionando-se ao empregador uma participação nos lucros ou prejuízos consequentes” (2018, p. 116).

Nesse panorama, nota-se que a SCP corresponde a um efetivo instrumento para captação de investimentos destinados ao impulso da atividade empresarial, amoldando-se plenamente aos propósitos econômicos e pressupostos jurídicos de um CIC.

Ao depurar os aspectos caracterizadores dos institutos e submetê-los à comparação, a similitude entre o CIC e a SCP se mostra evidente, como observado por João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli, cuja minuciosa análise merece transcrição:

Dentre as espécies societárias que temos no ordenamento jurídico pátrio (que são *numerus clausus*), fica evidente que o CIC enquadra-se como uma sociedade em conta de participação, pois, como se pode constatar, muitas são as semelhanças entre ambos os institutos, tais como:

(1) Existe, tanto na SCP quanto no CIC, a reunião de pessoas que, aportando recursos, buscam a realização de um empreendimento conjunto com o objetivo de auferir um resultado positivo e dividi-lo (fim comum) – comunhão de escopo entre as partes envolvidas;

(2) Ademais, tanto na SCP quanto nos CIC, há nítida divisão dos papéis dos envolvidos: na conta de participação o sócio participante (ou oculto) somente aporta recursos (ou serviços), não podendo atuar perante terceiros, ficando a cargo do sócio ostensivo o exercício da atividade econômica; paralelamente, nos contratos de investimento coletivo, o investidor aporta recursos no empreendimento comum, que é explorado pelo empreendedor ou por terceiros;

(3) Tanto a conta de participação quanto o contrato de investimento coletivo não possuem personalidade jurídica;

(4) Ambos, SCP e CIC, possuem eficácia meramente interna;

(5) Na SCP, ocorre a formação de um patrimônio especial (fundo social). No CIC, também todo o patrimônio fica com o empreendedor (o investidor transfere recursos ao empreendedor), não podendo, por exemplo, nos contratos de boi gordo, a propriedade dos animais ser reconhecida como vinculada a algum investidor em particular;

(6) Tanto a SCP quanto o CIC (art. 4.º da Instrução CVM 296/1998¹⁸¹) pode ser utilizado para as mais diversas atividades;

(7) A SCP, enquanto sociedade, pode representar uma permanente oferta de adesão a novas partes e na constante possibilidade de desistência dos que dela participam; ainda, é possível a livre circulação das partes (cessão da posição societária – sendo viável, inclusive, que o sócio ostensivo emita títulos ou certificados). Da mesma forma, os CIC também podem estar constantemente abertos ao ingresso de novos investidores, bem como estabelecer (e, de regra, estabelecem) a livre transmissibilidade da posição contratual de investidor, bastando a este apresentar o cessionário de seus direitos e obrigações à sociedade investida, para regularização da cessão e transferência;

(8) Existe, na SCP, possibilidade de emissão de certificados, como também ocorre nos CIC (nos termos art. 1º, § 7º, da Lei 10.198/2001¹⁸²);

(9) É possível que seja estipulada remuneração ao sócio ostensivo da SCP tendo em vista a administração, bem como no CIC (art. 5º, XIII, da Instrução CVM 296/1998¹⁸³);

(10) Na SCP, é possível que o sócio participante tome parte de determinadas deliberações ou mesmo administre no âmbito interno a sociedade, o que também pode ser reproduzido no CIC – o resultado

¹⁸¹ Instrução CVM 296/98. Art. 4º Podem ser ativo objeto dos contratos de investimento coletivo quaisquer produtos ou subprodutos destinados a fins comerciais. Parágrafo único. Os contratos de investimento coletivo devem ser negociados em unidades compatíveis com as utilizadas nas práticas comerciais do seu ativo objeto.

¹⁸² Lei 10.198/01. Art. 1º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os 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. [...] § 7º A CVM poderá autorizar a emissão de certificado de contrato de investimento coletivo, nos termos da regulamentação que vier a baixar.

¹⁸³ Instrução CVM 296/98. Art. 5º Os contratos de investimento coletivo devem conter obrigatoriamente as seguintes informações: [...] XIII - especificação da taxa de administração e de outras que eventualmente venham a ser cobradas do investidor, indicando a forma de cobrança.

deve ser decorrente de esforços do empreendedor ou de terceiros, o que não inviabiliza que, como ocorre nos Estados Unidos, o investidor participe, desde que as funções ou obrigações essenciais para o sucesso do empreendimento não tenham sido desenvolvidas por ele;

(11) Na SCP existe liberdade na definição de participação nos resultados (arts. 991 e 996 c/c 1.007, do CC), assim como no CIC (sendo que deve ser previsto no contrato, nos termos no art. 5.º, XI, da Instrução CVM 296/1998¹⁸⁴);

(12) Não há garantia no resultado na SCP, bem como não há no CIC (sendo que a Instrução CVM 296/98, no art. 5º, parágrafo único, dispõe é que vedada qualquer promessa de rentabilidade financeira no contrato¹⁸⁵);

(13) A SCP pode ter prazo determinado ou indeterminado, bem como, teoricamente, o CIC – apesar de que o art. 5.º, IX, da Instrução CVM 296/1998 determina que o contrato deve ter estipulado o prazo de vencimento.¹⁸⁶ [...]

Pode-se verificar, portanto, que a estrutura do CIC é à imagem e semelhança da SCP¹⁸⁷, ainda que o instrumento contratual não designe se tratar de uma SCP, pois o *nomen iuris* atribuído, sabemos, é irrelevante.¹⁸⁸ (2014, pp. 276-278).

¹⁸⁴ Instrução CVM 296/98. Art. 5º [...] XI - especificação das condições de resgate financeiro na data vencimento, e antecipado, quando houver, e da metodologia de cálculo da remuneração do investidor.

¹⁸⁵ Instrução CVM 296/98. Art. 5º [...] Parágrafo único. Fica vedada qualquer promessa de rentabilidade financeira no contrato.

¹⁸⁶ Instrução CVM 296/98. Art. 5º [...] IX - prazo de vencimento do contrato.

¹⁸⁷ Essa percepção, inclusive, leva os autores à conclusão de que todo CIC é uma SCP: “Pelo exposto, podemos dizer que todo CIC deve ser encarado como uma SCP, apesar de que o contrário nem sempre é verdadeiro, pois, como já tivemos a oportunidade de examinar, para que tenhamos um CIC, é indispensável que, além de serem cumpridos os demais elementos do suporte fático do art. 2º, IX, da Lei 6.385/76, ocorra a oferta pública, o que, por óbvio, não ocorre com toda SCP. Nesse sentido, lembramos que na esmagadora maioria das vezes um empreendedor interessado em atuar como sócio ostensivo capta recursos junto a potenciais sócios participantes privadamente, isto é, sem o recurso à oferta pública. Daí porque nem toda SCP será um CIC”. (2015, p. 280).

¹⁸⁸ Diante da prevalência da substância econômica do negócio para a caracterização de um valor mobiliário, como abordado no tópico pertinente.

Por conseguinte, a constituição de uma sociedade em conta de participação corresponde a mecanismo societário hábil a captar recursos diretamente de investidores para aplicação em um empreendimento comum, com propósito de auferir remuneração a partir dos resultados derivados dos esforços do empreendedor ou de terceiros. Sendo assim, o contrato social da SCP pode ser o instrumento negocial adotado por empresas que objetivam prospectar recursos junto ao público investidor (poupança pública) para consecução de dada atividade econômica. Pode, portanto, ser um contrato de investimento coletivo, isto é, um valor mobiliário sujeito às normas regulatórias do mercado de capitais.

A própria CVM já reconheceu a possibilidade de a participação societária oferecida a público mediante a constituição de sociedade em conta de participação caracterizar um contrato de investimento coletivo, sujeito à observância das disposições da Lei n. 6.385/76 e das regras impostas pela autarquia.¹⁸⁹

¹⁸⁹ Na oportunidade, a CVM emitiu alerta ao mercado, atinente aos riscos de investimento em participação de direitos federativos de jogadores de futebol, que estavam sendo oferecidos publicamente por meio de sociedades em conta de participação (SPINELLI *et al*, 2013, p. 282), de cujo documento se extrai: “A Comissão de Valores Mobiliários comunica ao público que verificou, através de inspeções realizadas, a ocorrência de situações que podem configurar captação irregular de poupança popular, por meio da oferta ao público de oportunidades de investimento em ‘direitos federativos’ de atletas profissionais da Sociedade Esportiva Palmeiras e do Guarani Futebol Clube. Nas situações identificadas, os recursos entregues pelos investidores seriam utilizados em benefício dos clubes de futebol detentores dos ‘direitos federativos’ dos atletas. Em contrapartida ao aporte, os investidores teriam o direito de participar dos futuros resultados econômicos advindos da valorização dos jogadores a que se referem os ‘direitos federativos’. Os investimentos seriam oferecidos por meio de sociedades em conta de participação, sendo as condições gerais do investimento previstas em contrato que formalizaria as hipóteses de reembolso e rendimento, a depender da valorização dos ‘direitos federativos’ dos atletas. O art. 19 da Lei nº 6.385/76 estabelece a necessidade do registro da CVM para qualquer oferta pública de valores mobiliários, inclusive quando se tratar de contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros (art. 2º, inc. IX, da Lei 6.385/76), como seria o caso do investimento em sociedades em contas de participação relacionadas aos ‘direitos federativos’ de jogadores de futebol, caso ele venha a ser oferecido ao público. Tal atividade, nos termos da lei, somente pode ser realizada por empresas devidamente registradas perante a CVM, através de distribuição pública igualmente registrada”. (CVM, 2007).

Ressalte-se, no entanto, que os institutos não se confundem, especialmente tendo em vista que um elemento essencial para caracterização de CIC não o é na SCP: a oferta pública. Com efeito, a oferta pública de investimento dirigida à captação da poupança popular é fator imprescindível para sua qualificação como CIC, eis que pressuposto protetivo do regime regulatório do mercado de valores mobiliários.¹⁹⁰

Aliás, como visto, um traço peculiar da SCP é justamente a sua discricção, ou melhor, a possibilidade de ser mantida em conhecimento apenas dos sócios ostensivo e participante. Não obstante, não há qualquer restrição legal à sua divulgação a terceiros. A discricção ou “segredo” sobre a SCP é uma opção à disposição dos sócios, na medida em que o Código Civil não lhe impõe a publicidade característica de outras formas societárias. Por conta disso, a SCP tanto pode ser mantida oculta, sob ciência apenas dos sócios, quanto pode ser divulgada a terceiros, sem que isso interfira em sua essência jurídica, vez que produz efeitos apenas internamente entre os sócios (COELHO, 2017, p. 458).

Nessa linha, pode a SCP ser objeto de oferta pública; isto é, pode o empreendedor, na qualidade de sócio ostensivo, oferecer participação societária a potenciais investidores para que, na condição de sócios participantes, aportem recursos em prol do exercício de determinada atividade econômica sob responsabilidade gerencial do empreendedor, a serem remunerados conforme os resultados alcançados, na forma discriminada no contrato social. Nestas circunstâncias, a sociedade em conta de participação traduzirá um contrato de investimento coletivo, submetido às normas regulatórias do mercado de valores mobiliários.¹⁹¹

¹⁹⁰ Conforme abordado em topo anterior neste Capítulo.

¹⁹¹ Em diversas oportunidades, a CVM reconheceu na oferta pública de sociedade em conta de participação a adequação ao conceito de CIC, ressaltando a imprescindibilidade de prévio registro na autarquia para distribuição do contrato em mercado. Nesse norte, destaca-se a decisão do Colegiado da CVM no Processo n. RJ/2010/8603, em que concluiu “ter ficado perfeitamente caracterizada a oferta pública de títulos e/ou contratos de investimento coletivo, geradores do direito de participação, parceria ou remuneração, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor, no caso a Tropical flora Reflorestadora Ltda, utilizando-se ela, para seu intento, da colocação pública de cotas de sociedade em conta de participação. No caso, caracterizam a colocação pública o prospecto [na verdade, trata-se de sofisticado material publicitário, no qual constam a descrição do empreendimento e menção a garantia de rentabilidade] e o anúncio do produto – inclusive com simulação do retorno sobre o investimento – no site da companhia na rede mundial de computadores” (CVM, 2010).

3. A ESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA DE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS

Neste terceiro capítulo, procede-se à análise teórico-normativa da conformidade jurídica da estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante sociedade em conta de participação frente aos sistemas regulatórios da Lei n. 4.591/64 e da Lei n. 6.385/76.

Para tanto, parte-se de um modelo de negócio fixado com suporte na análise doutrinária e jurisprudencial das práticas empreendidas no mercado imobiliário. Focaliza-se a substância econômica do negócio, capaz de revelar uma distinção nos propósitos do investidor, direcionado à aquisição de imóvel ou à obtenção de lucro. Examina-se as peculiaridades e repercussões jurídicas decorrentes desta percepção, almejando-se traçar um panorama concreto capaz de desanuviar a compreensão das operações e precisar seus limites normativos em face dos regimes jurídicos da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários.

3.1. A CONCEPÇÃO DA ESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA PARA CAPTAÇÃO DE RECURSOS E DESENVOLVIMENTO DE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS

3.1.1. A formulação concebida na prática do mercado imobiliário

O exercício da atividade econômica organizada com propósito lucrativo depende da reunião de capital para fazer frente aos custos iniciais do negócio. Para iniciar suas operações e produzir riqueza, a empresa necessita de recursos. No mercado imobiliário, esta demanda revela particular importância diante dos elevados custos e tempo necessário às obras de construção civil, o alto valor agregado dos bens, a complexidade e extensão de projetos e licenciamentos e a forte concorrência do setor econômico.

Na concepção de empreendimentos consistentes em edificações coletivas compostas por unidades autônomas, o regime da incorporação imobiliária possibilita a capitalização do negócio mediante a alienação das unidades durante a construção, como já abordado.

Entretanto, a exigência de prévio registro da incorporação perante o Registro de Imóveis competente, para iniciar a comercialização das unidades, impõe ao empreendedor a incumbência de arcar com a série de custos iniciais do empreendimento, necessários para viabilizar tal registro, notadamente as despesas com a concepção do negócio, projeto

arquitetônico, negociação de terreno, licenciamento prévio junto aos órgãos municipais, manutenção da estrutura empresarial, custas cartorárias e emolumentos.

Por outro lado, a obtenção de recursos junto às instituições bancárias pode importar custos elevados ou se mostrar inviável para o desenvolvimento do projeto, como, por exemplo, em função da exigência de apresentação de garantias ou restrições ao crédito.

Nesse contexto, os empreendedores do mercado imobiliário passaram a procurar alternativas para captar investimentos diretamente junto a investidores particulares, oferecendo em troca uma participação societária no negócio. Esta, ao final do empreendimento, com a distribuição dos resultados e dissolução da sociedade, restaria remunerada com frutos financeiros das vendas do empreendimento ou com a entrega, em dação em pagamento, de unidades imobiliárias na edificação projetada.

O caráter essencialmente transitório da sociedade em conta de participação apresenta harmonia com a essência dos empreendimentos imobiliários, caracterizados por uma teia de negócios jurídicos voltados à consecução do objetivo comum, durante um período considerável, mas determinado (fases de projetos, captação dos aportes iniciais, negociação do terreno, licenciamento, pré-obra, construção, alienação de unidades “na planta”, finalização da obra, habite-se, regularização registral, entrega das unidades, vendas, assistência técnica, distribuição de resultados, dissolução social, entre outros) – razão de ter despontado como mecanismo de financiamento privado de novos empreendimentos imobiliários.

A doutrina nacional ressalta a efervescência verificada no mercado imobiliário com a expansão da utilização da sociedade em conta de participação na estruturação de novos empreendimentos, destacando o volume de novas operações, a importância para a captação de recursos junto ao público e as principais condições negociais traçadas na concepção do negócio.

A respeito, discorre Renato Seixas:

A sociedade em conta de participação é muito utilizada para a realização de empreendimentos imobiliários. Permite que o empreendedor imobiliário associe-se a outros sujeitos que possam contribuir com capital ou outros recursos para o desenvolvimento do empreendimento comum. O empreendedor, como sócio ostensivo, recebe capital e recursos dos demais sócios e o usa para os

fins sociais, lançado em contabilidade específica as entradas e saídas relacionadas ao empreendimento imobiliário.

É muito frequente que o empreendedor imobiliário, para o mesmo empreendimento, celebre contrato de sociedade em conta de participação separadamente com cada sócio oculto. Pouco importa que esses sócios ocultos saibam ou não da existência dos demais, pois suas relações com o empreendedor serão reguladas apenas pelo respectivo contrato. Que esses sócios ocultos forneçam ao empreendedor fundos, tecnologia, trabalho ou qualquer outro tipo de recurso, caberá ao empreendedor organizar e administrar todos esses recursos para realizar o empreendimento, assumido responsabilidade pessoal e ilimitada perante os terceiros com quem vier a contratar em decorrência do mesmo empreendimento. (*in* CASTRO, 2014, pp. 470-471).

Nesse passo, apontam João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli:

Um dos setores em que mais se utiliza a sociedade em conta de participação é o da construção civil, em que os investidores entregam dinheiro (e/ou outros bens e direitos) para uma construtora que o aplica na edificação de prédios, cujas unidades são posteriormente comercializadas, repartindo-se o resultado da operação com os sócios participantes (investidores), ou entregando a eles o resultado *in natura* (apartamentos). (2014, p. 255).

Ainda sobre a atualidade da modalidade no âmbito imobiliário, destaca José Edwaldo Tavares Borba:

Ao contrário das sociedades de responsabilidade ilimitada, que perderam inteiramente a sua importância, [a SCP] é um instituto em franca ascensão, sendo cada vez mais utilizado para uma série de empreendimentos.

Uma de suas aplicações mais constantes vem se verificando na área das incorporações imobiliárias. Uma empresa assume a obra externamente, enquanto outras fornecem terreno e recursos para, depois, ratearem entre si o proveito apurado. (2017, p. 118).

Por seu turno, Renato Vilela Faria e Ricardo Augusto Alves dos Santos destacam ser consagrado no mercado o modelo de captação de

aportes para novos empreendimentos via SCP, com resultados distribuídos mediante a entrega de unidades imobiliárias em dação em pagamento ou repasse dos lucros financeiros obtidos com a comercialização das unidades:

A sociedade em conta de participação (SCP) é modalidade de associação usual- mente utilizada para formação de parcerias entre empreendedores do setor imobiliário e investidores. Geralmente, em empreendimentos imobiliários, em especial naqueles em que o objetivo é realizar a venda de unidades autônomas para terceiros adquirentes, o dono do imóvel costuma ser o ostensivo, tendo em vista a necessidade de transferência da titularidade para esses terceiros adquirentes, bem como a impossibilidade de transferência da propriedade imobiliária para uma SCP. [...]

A captação de aportes via SCP (Sociedade em Conta de Participação) [é] adequada para os adquirentes que atendam ao perfil de investidores, podendo, contudo, ao final da operação, resultar na entrega de unidades prontas e acabadas em dação em pagamento dos investimentos realizados no âmbito da SCP (*In* FARIA; CASTRO, 2016, pp. 545 e 562).

No mesmo sentido, observa Alfredo de Assis Gonçalves Neto:

A utilização desse instituto [SCP] ganhou espaço nos empreendimentos imobiliários e, atualmente, é bastante utilizada nas construções de habitações de condomínios com unidades autônomas: [...] os adquirentes (sócios participantes), como investidores, conferem recursos em dinheiro ao construtor, que os aplica na edificação, e, ao final, entrega os apartamentos àqueles ou promove sua venda a terceiros com rateio dos resultados entre todos os integrantes da sociedade assim formada. (2016, p. 191).

Sucedem que a estruturação societária de novos empreendimentos imobiliários, independentemente de sua modalidade específica, ao ser posta em prática comercial encontra dois ambientes especialmente regulados: o sistema normativo da incorporação imobiliária, alicerçado no propósito de proteção aos adquirentes, e o mercado de valores mobiliários, estruturado na premissa de salvaguarda dos investidores e

promoção de fluxo adequado de informações pelos agentes atuantes no mercado.¹⁹²

Esta percepção motiva o estudo da compatibilidade jurídica dessas alternativas de captação de investimentos concebidas pelo mercado frente aos regimes jurídicos da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários.

Para este propósito, adotaremos um “modelo de negócio” para guiar a abordagem e subsidiar o amparo negocial e prático imprescindível ao exame da legalidade e conformidade teórica e normativa das condições estabelecidas pelos agentes econômicos na estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante sociedade em conta de participação.

As especificidades do modelo de negócio e de suas variantes pertinentes serão detalhadas nos tópicos seguintes. Outrossim, importa destacar a prevalência do suporte doutrinário para subsidiar a estruturação do modelo de negócio, para os fins desta pesquisa, conforme o diagnóstico traçado por diversos juristas especializados nos ramos empresarial e imobiliário, já referidos, que identificam o fenômeno destacando as estruturas e peculiaridades observadas na prática jurídica e econômica.

Cabe, a propósito, registrar a dificuldade observada ao buscar elementos fáticos para amparar nossa abordagem, notadamente quanto ao propósito de obtenção de dados públicos atinentes à estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante sociedade em conta de participação.

Essa situação decorre, especialmente, das particularidades inerentes a essa modalidade societária: ausência de formalidades legais para constituição, desnecessidade de registro em serventias cartorárias ou juntas comerciais e caráter eminentemente privado (confidencial ou discreto, como já mencionado) das relações estabelecidas entre o empreendedor e os investidores, veiculadas em instrumento particular.¹⁹³

¹⁹² Estes, como já anotado, os pertinentes ao nosso objeto de estudo. Não se descuidava da potencial incidência de normas jurídicas atinentes às searas consumerista, urbanística ou ambiental, por exemplo. No entanto, o corte metodológico desta dissertação focaliza os regimes jurídicos da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários, examinados detalhadamente nos capítulos anteriores.

¹⁹³ Não há como descuidar a circunstância de que muitos dos dados pertinentes estão protegidos por sigilo negocial (v.g., cláusula de confidencialidade) ou bancário, dificultando ou impossibilitando a sua utilização para a pesquisa.

Nessa toada, pontuam João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli:

Não resta dúvida de que a SCP é um dos tipos societários mais pujantes, podendo-se supor que seja o tipo mais utilizado depois das sociedades limitadas, inclusive muito mais do que as sociedades anônimas e do que as cooperativas. Tal afirmação, porém, não pode ser fundada em números precisos, já que a constituição deste tipo societário é livre de qualquer formalidade, inexistindo previsão legal de um registro para ele e, consequentemente, dados oficiais sobre o número de sociedades em conta de participação existentes. Virtuosa, como já se disse alhures, suas características mais peculiares são aquelas que justamente a afastam dos olhares do público em geral. Com efeito, a falta de registro ocasiona não só a inexistência dos dados decorrentes do registro cartorário, mas também acarreta a falta de personalidade jurídica e, por conseguinte, de nome, de patrimônio próprio, enfim, de todos aqueles atributos essenciais para que pudesse atuar no mundo jurídico, contratando em seu próprio interesse com desenvoltura e independência. (2014, p. 23).

A pesquisa nos bancos de jurisprudência dos Tribunais nacionais e do Colegiado da CVM igualmente não se mostrou capaz de suprir a lacuna de dados identificada. Além da grande dispersão entre questões jurídicas debatidas nos julgados¹⁹⁴, identificou-se a impossibilidade

¹⁹⁴ Não obstante a considerável quantidade de casos concretos envolvendo contratos de sociedade em conta de participação no ramo imobiliário, os feitos apresentam características multifacetadas, com um vasto leque de controvérsias debatidas judicialmente. Destacam-se os inúmeros casos envolvendo SCPs constituídas para contratação de consórcios ou financiamentos de bens imóveis; parcerias empresariais entre construtoras, incorporadoras, terrenistas e/ou corretores; estruturação de *condo-hotéis* ou *pool* locatício; e, enfim, SCPs para captação de investimentos em novos empreendimentos imobiliários. Além da dispersão de inúmeros aspectos jurídicos envolvendo os mesmos parâmetros de pesquisa, os acórdãos e decisões judiciais ou administrativas disponíveis para consulta pública não contemplam, no mais das vezes, elementos fáticos suficientes para a compreensão, sem o exame dos autos do processo originário, os exatos contornos fáticos e negociais das lides (especialmente das condições entabuladas no contrato social), a dificultar consideravelmente a coleta segura de dados para pesquisa empírica.

material de obter acesso aos autos dos numerosos processos judiciais ou administrativos pertinentes.¹⁹⁵ De todo modo, os precedentes judiciais¹⁹⁶, embora não se mostrem hábeis a prover dados seguros para uma abordagem empírica, apresentam elementos concretos capazes de reforçar o diagnóstico apresentado pela doutrina, consolidado no modelo de negócio proposto.

A propósito, ressaltam os autores:

Entretanto, se, por um lado, as suas características impedem com que se conheça a exata dimensão e importância econômica exercida pela SCP, por outro lado, pistas de suas virtuosidades podem ser colhidas junto aos profissionais que atuam em áreas da economia verdadeiramente tomadas por esse tipo societário, tais como a construção civil e os negócios hoteleiros. (2014, p. 23).

Nesse desiderato, a prática do mercado imobiliário, moldada pelos agentes nele atuantes e identificada pelos juristas atuantes, profissional e academicamente, nessa seara econômica, fornece os subsídios materiais necessários para a concepção de uma moldura fático-negocial crucial para nortear a análise teórico-normativa proposta nesta pesquisa.

Antes de estruturar o modelo de negócio proposto, importa assinalar os principais fatores jurídicos, negociais e econômicos vislumbrados pelos empreendedores ao optar pela utilização da sociedade em conta de participação na estruturação societária de novos empreendimentos imobiliários, conforme ressaltado pela doutrina especializada.

¹⁹⁵ Há de se registrar, nesse ponto, os limites materiais desta pesquisa, especialmente a limitação de tempo e de recursos disponíveis para viabilizar uma sólida coleta de dados, mediante, por exemplo, consulta pormenorizada de autos físicos e digitais nos tribunais e na CVM, entrevistas com profissionais atuantes no mercado, análises jurimétricas, entre outros. De todo modo, o corte metodológico deste estudo não abrange a análise eminentemente empírica da questão, mas focaliza uma abordagem teórica e normativa da estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante SCP, a partir do modelo de negócio traçado.

¹⁹⁶ Citados e analisados oportunamente ao longo do capítulo.

3.1.2. As vantagens aparentes da sociedade em conta de participação

A sociedade em conta de participação consiste em tipo societário versátil, capaz de providenciar “uma rápida mobilização de recursos para a alocação em empreendimentos dos mais variados tipos, sem que isso onere demasiadamente os sócios ou os prendam a laços societários mais duradouros ou difíceis de serem extintos”. (SCALZILLI; SPINELLI, 2014, p. 287).

As características próprias da SCP¹⁹⁷, aplicadas na exploração da atividade econômica imobiliária, podem revelar uma série de vantagens à concepção e ao desenvolvimento do empreendimento.¹⁹⁸ Em função destas repercussões positivas é que os agentes atuantes nesse mercado, notadamente as incorporadoras, passaram a estruturar novos negócios utilizando-se dessa opção societária.

A informalidade e simplicidade¹⁹⁹ da SCP permitem aos sócios dela se retirar, ou acordar sua extinção, sem as providências de publicidade e liquidação normalmente exigidas para as sociedades em geral, dotando-a de maior dinamicidade interna.²⁰⁰ Essa circunstância,

¹⁹⁷ Analisadas propriamente em tópico próprio no Segundo Capítulo.

¹⁹⁸ A ressalta consistente na menção a vantagens “aparentes” da SCP tem por pressuposto o reconhecimento de que a qualificação de suas repercussões como propriamente positivas dependerá de sua efetiva adequação à realidade econômica e comercial do negócio concebido pelo empreendedor – análise que será trabalhada com maior acuidade nos tópicos seguintes deste Capítulo. É dentro desse contexto que podemos compreender como “aparentes” os benefícios e particularidades aqui abordadas, na medida em que uma conclusão por sua “vantagem” ao negócio não pode ser adequadamente mensurada de forma fragmentada, mas dependerá de uma compatibilização com todos as peculiaridades do empreendimento. Anote-se, ainda, que a pretensão deste tópico não é esgotar todas as potenciais repercussões positivas ao empreendedor e ao investidor na adoção da modalidade societária da SCP, o que, em grande escala, dependerá das peculiaridades de cada empreendimento e opções comerciais do empreendedor. Busca-se, neste ponto, identificar as potenciais vantagens da SCP mais pertinentes ao nosso objeto de estudo, capazes de contextualizar os motivos de sua vasta utilização no mercado imobiliário e firmar alguns pressupostos pertinentes à análise que será empreendida no decorrer deste Capítulo.

¹⁹⁹ Compreendida enquanto simplicidade de constituição, de operação e de dissolução.

²⁰⁰ Nesse aspecto, observam João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli: “[A SCP] não amarra os sócios uns aos outros como ficariam caso tivessem optado por uma sociedade personificada, cujo procedimento legalmente previsto para dissolução

aliada ao fato de não haver a necessidade de registros e o consequente surgimento de um ente jurídico próprio, conferem à SCP um baixo custo operacional, quando comparada às demais modalidades societárias (RAMIRES, 2014, p. 126).

A flexibilidade com que revestida a SCP, que apresenta ampla liberdade aos sócios na definição dos direitos e obrigações recíprocos, possibilita aos sócios uma plena adequação das cláusulas e condições assentadas no contrato social às peculiaridades do negócio concebido (GONÇALVES NETO, 2016, p. 199).

A SCP confere ao empreendedor um mecanismo de captação de recursos a menor custo²⁰¹ e sem impactos significativos nas prerrogativas gerenciais do negócio, ao mesmo tempo em que possibilita ao investidor uma menor exposição aos riscos da atividade econômica e às responsabilidades atinentes à gestão da sociedade empresária, na medida em que sua obrigação social é, em regra, restrita à integralização dos aportes ajustados, como esclarecem João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli:

Da parte do sócio investidor, existe nítida vantagem de poder participar dos lucros do empreendimento sem ver-se obrigado a intervir em sua gestão e nem aportar maiores recursos do que o inicialmente planejado. Pelo ângulo do ostensivo, ao pactuar-se a conta de participação no lugar de outro tipo societário, este obtém indubitavelmente a vantagem de excluir o investidor de qualquer aumento que se produza no capital da sua empresa, além de, regra geral, eliminar qualquer intervenção na gestão desta empresa.

Além disso, não se pode desconsiderar a limitação dos riscos – leia-se proteção patrimonial – para o sócio participante que, de regra, não se vincula às obrigações assumidas em decorrência da atividade prevista no objeto social da conta de participação – funcionando a conta de participação, então, como um instrumento para angariar recursos junto a investidores que desejam obter rentabilidade sem maiores riscos. A proteção do patrimônio do

dos laços societários é mais complexo, dada a necessidade de tutelar o interesse daqueles que entram em relação com essa pessoa jurídica.” (2014, p. 287).

²⁰¹ Quando comparado aos custos da obtenção de recursos em instituições financeiras, notadamente no mercado bancário – circunstância igualmente identificada no mercado de valores mobiliários, como analisado oportunamente.

investidor consiste, assim, em importante vantagem da conta de participação. (2014, pp. 287-288).

Na mesma direção, Renato Vilela Faria e Ricardo Augusto Alves dos Santos observam que a opção pela constituição da SCP apresenta tradicionalmente “o objetivo de preservar a identidade e a participação dos investidores no negócio, bem como limitar sua responsabilidade jurídica em caso de eventual insucesso econômico do empreendimento”, especialmente ao afastar os investidores da condição de incorporador (e dos riscos e responsabilidades daí decorrentes) (FARIA; CASTRO, 2016, p. 545 e 562).

Nesse viés, a SCP representa um mecanismo hábil para obtenção dos aportes necessários para fazer frente aos custos iniciais de um empreendimento imobiliário, correspondente aos projetos, concepção do produto, negociação de terreno, licenciamento prévio, manutenção da estrutura empresarial e registro da incorporação – a partir de quando o empreendedor estaria apto a comercializar unidades autônomas. Estes custos iniciais costumam ser arcados com recursos próprios pelas incorporadoras já estabilizadas, com maior volume de caixa e robustez de operações. No entanto, uma porção significativa das incorporadoras e empreendedores especializados do mercado imobiliário não dispõem de caixa suficiente para suportar todas estas despesas iniciais.

Nessa conjuntura, a constituição de SCP possui o condão de viabilizar a captação de recursos junto aos investidores particulares, com a respectiva remuneração do capital investido vinculada aos resultados do empreendimento, independentemente do registro da incorporação junto ao Ofício do Registro de Imóveis. Este aspecto apresenta uma série de peculiaridades e repercussões jurídicas e econômicas, que serão analisadas cuidadosamente ao longo deste capítulo. Importa, nesse momento, destacá-lo como fator de destaque dentre as vantagens aparentes da constituição de uma SCP para a estruturação de novos empreendimentos imobiliários.

Finalmente, é possível identificar no tratamento fiscal conferido à sociedade em conta de participação outra repercussão potencialmente atrativa à sua utilização no mercado.

A Receita Federal do Brasil, desde 1987²⁰², concebe regras específicas aplicáveis à tributação das atividades e resultados da SCP, equiparando-a, nesse aspecto, às pessoas jurídicas em geral.²⁰³

A responsabilidade pela apuração e declaração dos resultados da sociedade, bem como o recolhimento de todos os tributos devidos pela SCP, compete ao sócio ostensivo (FINKELSTEIN, 2015, p. 166) – que responde isoladamente pelas obrigações tributárias e previdenciárias atinentes às atividades exploradas (FARIA; CASTRO, 2016, p. 563).

O sócio participante possui o direito de receber os resultados positivos do empreendimento, líquido dos tributos, proporcionalmente às suas respectivas participações. Competirá ao sócio ostensivo recolher ao Fisco todos os tributos incidentes sobre a operação empresarial da SCP, “separadamente dos resultados próprios do sócio ostensivo, e os lucros distribuídos aos sócios participantes são isentos” (FARIA; CASTRO, 2016, p. 567).²⁰⁴

Não obstante a ausência de personalidade jurídica autônoma, a SCP pode optar²⁰⁵ por regime de tributação com base no lucro presumido ou no lucro real, ainda que o sócio ostensivo esteja submetido à forma diversa. (FINKELSTEIN, 2015, p. 166)²⁰⁶

²⁰² Anteriormente, as SCPs não eram submetidas à tributação específica, mas observavam o tratamento fiscal conferido ao sócio ostensivo, compondo sua contabilidade e regime tributário. A doutrina aponta que essa circunstância – tratamento fiscal próprio à SCP – provocou uma certa mitigação de seu uso, na medida em que impôs deveres específicos de escrituração contábil e recolhimento de tributos (FINKELSTEIN, 2015, p. 165; COELHO, 2017, p. 459).

²⁰³ A equiparação fiscal da SCP se aplica ao Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ), à Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), ao Programa de Integração Social (PIS) e à Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (Cofins), conforme previsões no Decreto-lei n. 2.303/86, na Lei n. 7.689/88, no Decreto n. 4.524/02 e nas Instruções Normativas SRF n. 179/87 e n. 1.700/17 (FARIA; CASTRO, 2016, p. 553).

²⁰⁴ Instrução Normativa RFB n. 1.700/17. Art. 6º As sociedades em conta de participação (SCP) são equiparadas às pessoas jurídicas. §1º Na apuração dos resultados da SCP e na tributação dos lucros apurados e dos distribuídos serão observadas as normas aplicáveis às pessoas jurídicas em geral. §2º Compete ao sócio ostensivo a responsabilidade pela apuração dos resultados da SCP e pelo recolhimento do IRPJ e da CSLL devidos.

²⁰⁵ Na prática, a opção é promovida pelo sócio ostensivo, correspondente à face externa da SCP e seu administrador, como já abordado.

²⁰⁶ Instrução Normativa RFB n. 1.700/17. Art. 246. Observadas as hipóteses de obrigatoriedade do regime de tributação com base no lucro real, as SCP podem optar pelo regime de tributação com base no lucro presumido e resultado

Cabe registrar que a Receita Federal do Brasil estabeleceu recentemente novos deveres instrumentais à SCP, notadamente a inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas (CNPJ)²⁰⁷ e a apresentação de declarações contábeis e fiscais próprias.²⁰⁸²⁰⁹

Nesse contexto, o tratamento fiscal conferido à sociedade em conta de participação²¹⁰ pode traduzir uma vantagem tanto ao sócio ostensivo quanto ao participante, diante da repercussão econômica sobre a tributação das atividades empresariais desenvolvidas e a percepção de lucros do empreendimento, capazes de representar economia fiscal (FARIA; CASTRO, 2016, p. 649).²¹¹

presumido. § 1º A opção da SCP pelo regime de tributação com base no lucro presumido e resultado presumido não implica a simultânea opção do sócio ostensivo, nem a opção efetuada por este implica a opção daquela. § 2º O recolhimento do IRPJ e da CSLL devidos pela SCP será efetuado mediante a utilização de Darf específico, em nome do sócio ostensivo. § 3º O disposto neste artigo não prejudica a observância das demais normas relativas ao regime de tributação com base no lucro presumido e no resultado presumido previstas na legislação, inclusive quanto à adoção do regime de caixa.

²⁰⁷ Consoante o disposto nas Instruções Normativas RFB n. 1.470/14 e n. 1.634/16.

²⁰⁸ Conforme previsto nas Instruções Normativas RFB n. 1.387/13, n. 1.420/13 e n. 1.486/14.

²⁰⁹ No ponto, preciso o alerta de Renato Faria e Ricardo dos Santos “O fato de a SCP estar obrigada à inscrição no CNPJ revela-se apenas como uma obrigação assessoria para fins de controle por parte das autoridades fiscais, o que, juntamente com os elementos anteriormente refletidos, não autorizam a equiparação da SCP a uma pessoa jurídica”. (FARIA; CASTRO, 2016, p. 558).

²¹⁰ O exame acurado do tratamento fiscal das sociedades em conta de participação, incluídas suas peculiaridades, repercussões e normas específicas, transborda o corte metodológico deste trabalho, razão pela qual pontuamos, neste tópico, as linhas gerais do regime tributário incidente, focalizando as questões mais pertinentes à pesquisa desenvolvida nesta dissertação. Para uma análise mais profunda da temática, indica-se os trabalhos de Ramires (2014), Faria e Castro (2016) e Finkelstein (2015).

²¹¹ Para ilustrar a perspectiva de economia fiscal em sociedades constituídas com o propósito específico de desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, Rodrigo Reis de Oliveira traça um quadro hipotético abarcando os cenários de opção por tributação com base no lucro real e com base no lucro presumido. A partir dos mesmos parâmetros negociais e econômicos (custo total da obra, tempo, volume de investimentos, margem de lucro, receita, etc.), alcança o resultado de que, na hipótese, os dividendos recebidos pela empresa optante pelo lucro real representariam 33% sobre o investimento inicial, ao passo que os da optante pelo lucro presumido totalizariam 38%; concluindo: “podemos dizer que

Identificados os principais fatores jurídicos, negociais e econômicos que impulsionam os empreendedores a optar pela estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante a constituição de sociedade em conta de participação, passamos a entalhar as condições gerais do modelo de negócio adotado, em viés instrumental, para a análise de conformidade jurídica com os regimes da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários.

3.1.3. Modelo de negócio: sociedade em conta de participação com resultados vinculados à entrega de unidades imobiliárias

O “modelo de negócio” proposto para guiar o presente estudo perfaz a constituição de uma sociedade em conta de participação (SCP), mediante contrato social escrito, na qual o empreendedor figura como sócio ostensivo e o investidor como sócio participante.

O “investidor” é uma pessoa física ou jurídica não coligada com o empreendedor.²¹²²¹³ O “empreendedor” ou “organizador do negócio” é uma incorporadora, empresa atuante no mercado imobiliário que possui

ao final do período o lucro presumido apresentou uma carga tributária menor, com o conseqüente pagamento de mais dividendos aos sócios; [...] em nosso exemplo hipotético, a economia fiscal representou quase 5% do capital investido.” (In FARIA; CASTRO, 2016 p. 659). Importante destacar que o autor ressalva que estes resultados não permitem aferir, como regra, que a adoção do lucro presumido representa uma melhor opção tributária, mas revelam que os regimes de tributação resultam em cargas tributárias diversas, de modo que a possibilidade de opção por um ou outro regime corresponde a um relevante benefício em favor do empreendedor, que poderá planejar a melhor opção societária e tributária a fim de potencializar a remuneração do capital investido.

²¹² Isto nos termos dos arts. 1.097 a 1.101 do Código Civil. Para aprofundamento acerca das sociedades coligadas, confira-se as obras de Cruz (2018, p. 458) e Mamede (2018, pp. 141-143). A opção pela exclusão, no modelo de negócio, da possibilidade de o sócio participante se tratar de sociedade coligada com o empreendedor visa afastar a potencial desnaturação de algumas características que serão analisadas à frente, especialmente as práticas comerciais do empreendedor, a repercussão de prévias relações comerciais ou negociais entre as partes, a distinção entre o volume de informações atinentes à atividade econômica, entre outros.

²¹³ Ao longo do capítulo, serão analisadas as diferentes repercussões jurídicas decorrentes de certas particularidades passíveis de identificação, como a circunstância de já ter o investidor experiência no mercado imobiliário, de ostentar ou não prévia relação comercial ou negocial com o empreendedor, entre outros.

expertise na coordenação dos fatores financeiros e produtivos para a concepção, construção, comercialização e entrega de empreendimentos imobiliários.²¹⁴²¹⁵

A SCP é constituída com o propósito específico de participação no desenvolvimento, financiamento e construção de um empreendimento imobiliário, consistente em edificação coletiva composta por unidades autônomas, em condomínio edilício, a ser erguida em determinado terreno, conforme o projeto preliminar concebido pelo empreendedor.

No contrato social é estabelecida a seguinte forma de distribuição dos resultados sociais: a remuneração do investimento do sócio participante se dará pelo repasse de um percentual dos resultados financeiros do empreendimento, proporcional ao capital investido.

Essa distribuição poderá se efetivar em dinheiro ou mediante dação em pagamento, através da entrega, ao investidor, de uma ou mais unidades autônomas do empreendimento projetado. Para operacionalizar esta segunda hipótese, os sócios estabelecem, desde logo²¹⁶, quais unidades autônomas a construir serão reservadas ao sócio participante. Este poderá, até a conclusão das obras e finalização dos procedimentos registraes, optar por uma das duas opções, isto é, receber a propriedade

²¹⁴ Reúne, portanto, qualificação técnica e experiência para gerenciamento das fases inerentes à consecução do empreendimento, desde a concepção do negócio imobiliário, a aquisição ou compromisso do terreno, a realização dos estudos técnicos e projetos, o licenciamento da edificação perante os órgãos públicos, inclusive o Ofício do Registro de Imóveis, a comercialização de unidades autônomas, a gestão e conclusão da obra, a obtenção do habite-se, a promoção dos atos registraes pertinentes (averbação da construção, constituição do condomínio edilício, individualização das unidades e abertura de matrículas), a entrega do empreendimento aos adquirentes e a distribuição dos resultados entre os investidores.

²¹⁵ Adotamos, para melhor concepção do modelo de negócio, a identificação de uma empresa incorporadora como empreendedora. Cabe ressaltar, a propósito, que o elemento central nessa qualificação reside na função econômica e negocial desenvolvida pela empresa. Para tal propósito, não desnatura a essência do modelo de negócio proposto a circunstância de a empreendedora se consistir na forma de sociedade limitada de propósito específico constituída exclusivamente para determinado empreendimento imobiliário, tendo por sócia majoritária ou administradora a empresa incorporadora.

²¹⁶ Ou em instrumento apartado, como acordo de cotistas ou termo aditivo, firmado concomitantemente ou logo após a celebração do contrato social entre a organizadora do negócio e o investidor.

dos imóveis indicados no contrato ou o percentual dos lucros da atividade desenvolvida.

Há, pois, pronta vinculação dos lucros projetados por ocasião da celebração do contrato – e da própria participação societária do investidor – a uma ou mais unidades autônomas determinadas do empreendimento.

O instrumento de constituição da sociedade contempla a previsão de que os aportes financeiros do sócio participante serão realizados em parcelas sucessivas, em periodicidade mensal, ao longo do período projetado de desenvolvimento da obra, reajustáveis anualmente conforme determinado índice inflacionário utilizado na construção civil²¹⁷; facultando-lhe adiantar a integralidade dos valores pactuados.

Os sócios pactuam a irretratabilidade da avença, com a estipulação de cláusula penal compensatória em desfavor daquele que descumprir os termos ajustados, correspondente a um percentual do valor total da contribuição fixada para o sócio participante. No caso de a rescisão ocorrer por culpa do investidor (afé incluída a desistência) e os aportes já realizados superarem o importe da cláusula penal, o empreendedor promoverá a restituição simples da quantia excedente.²¹⁸

O empreendedor e o investidor ajustam, ainda, as seguintes cláusulas: (i) o sócio ostensivo poderá admitir novos sócios participantes independentemente de anuência específica do investidor, desde que seus termos (e unidades imobiliárias vinculadas) não conflitem com os pactos já estabelecidos; (ii) o sócio participante poderá ser chamado a colaborar com aportes adicionais, caso ocorra aumento inesperado dos custos projetados para o empreendimento; (iii) o sócio ostensivo observará o projeto preliminar de edificação aprovado pelo sócio participante, sendo que eventuais modificações dependerão de sua expressa anuência; (iv) caso se mostre inviável a implementação do empreendimento, por motivos jurídicos (urbanísticos, registrais ou ambientais), construtivos ou econômicos (insuficiência de recursos captados para alavancar o projeto ou perspectiva comercial desfavorável), a sociedade será dissolvida, com a restituição simples do capital investido; (v) o sócio ostensivo será o administrador da sociedade e reunirá todas as prerrogativas gerenciais inerentes à atividade explorada; (vi) o sócio ostensivo prestará contas

²¹⁷ Como o Índice Nacional do Custo da Construção – INCC, divulgado em nível nacional pela Fundação Getúlio Vargas, ou o Custo Unitário Básico – CUB, publicado pelo Sindicato das Indústrias da Construção Civil do respectivo Estado.

²¹⁸ Compreendida “restituição simples” como devolução dos valores aportados pelo investidor sem qualquer remuneração, tampouco juros ou correção monetária.

após a conclusão e entrega do empreendimento, por ocasião da dissolução da SCP, podendo o sócio participante requisitar a qualquer tempo informações sobre a situação financeira e andamento da obra.²¹⁹

3.1.4. Variante pertinente: participação nos resultados não vinculada a unidades imobiliárias determinadas

Traçados os parâmetros a nortear o exame da conformidade da estruturação societária de empreendimentos imobiliários frente aos regimes jurídicos da incorporação e do mercado de valores mobiliários, a partir do modelo de SCP proposto, cabe destacar possíveis variantes na concepção do negócio pertinentes à análise aqui desenvolvida.

Primeiramente, uma opção de modificação pontual nas condições estabelecidas no modelo de negócio acima proposto: a ausência de reserva de determinadas unidades autônomas do empreendimento ao sócio participante.

Nessa hipótese, a remuneração do capital investido permanece vinculada aos lucros auferidos pela SCP, bem como a possibilidade de recebimento em dinheiro ou em uma ou mais unidades da edificação projetada. Entretanto, não há determinação, desde logo, de quais as futuras unidades serão destinadas, em dação em pagamento, ao sócio participante.

A opção por receber a sua parte dos resultados sociais com a propriedade de imóveis do empreendimento (ou parte em imóveis e parte em dinheiro), poderá ser efetivada pelo investidor somente após a conclusão das obras e finalização dos procedimentos registrares. A seleção observará as unidades autônomas em estoque (isto é, ele poderá escolher dentre as remanescentes, ainda não comercializadas), consideradas em seu valor de mercado.²²⁰

As demais condições permanecem idênticas às especificadas no modelo de negócio. A alteração tratada, embora aparente estar

²¹⁹ Reitera-se que a escolha por esse modelo de negócio – e pelo conjunto de cláusulas acima detalhado – se justifica por sua ampla utilização no mercado imobiliário, como indicado no item 3.1.1., e por possibilitar a acurada análise do problema objeto deste trabalho, fornecendo os contornos fático-negociais imprescindíveis ao desenvolvimento da análise de conformidade teórico-normativa da estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante sociedade em conta de participação.

²²⁰ Preço praticado pelo sócio ostensivo e os corretores de imóveis credenciados nas vendas das unidades autônomas do empreendimento ao público.

circunscrita a determinada condição do ajuste, carrega o potencial de repercutir em diversos aspectos do negócio e no tratamento aplicável ao contrato social – ou seja, na própria essência jurídico-econômica do negócio.

Essas circunstâncias serão analisadas analiticamente nos próximos tópicos, paralelamente ao modelo de negócio apresentado.

Outra variante pertinente à análise desenvolvida segue uma operação societária diversa à estruturação mediante sociedade em conta de participação, não obstante esteja alicerçada em semelhantes pressupostos negociais.

Diante da amplitude das diferenças de sua natureza jurídica – especialmente por não se tratar de SCP –, esta alternativa de estruturação não será trabalhada em detalhes, por representar um afastamento do modelo de negócio proposto e, com isso, do próprio corte metodológico deste trabalho. No entanto, importa mencioná-la para evitar eventual dúvida a respeito de sua pertinência ou adequação à análise aqui empreendida, especialmente em função de ser também relatada pela doutrina como alternativa societária empregada pelos agentes atuantes no mercado imobiliário (FARIA; CASTRO, 2016, p. 648).

Trata-se da inserção do investidor no quadro societário da sociedade limitada constituída especialmente para o desenvolvimento do negócio projetado. A operação segue a seguinte sistemática: o empreendedor constitui uma sociedade limitada de propósito específico (SPE)²²¹, tendo por objeto social a consecução do empreendimento imobiliário. O quadro societário originário é composto majoritariamente pelo empreendedor, e completado por algum sócio ou parceiro comercial minoritário.²²²

O empreendedor negocia com o investidor uma porção de sua participação societária. O investidor formaliza sua participação no negócio mediante a celebração de acordo de cotistas e alteração do

²²¹ Segundo André Santa Cruz: “a Sociedade de Propósito Específico não é, na verdade, um novo tipo societário, mas apenas uma sociedade empresária, geralmente uma S/A, que terá objeto social único, exclusivo, conforme seu próprio nome já indica. Será constituída, pois, para desenvolver determinado projeto, sendo um mero instrumento de sua controladora para o atingimento de tal finalidade”. (2018, p. 462).

²²² Por exemplo, a pessoa física do administrador ou de algum dos sócios do empreendedor, ou o corretor de imóveis, ou o terrenista, ou algum parceiro comercial ou investidor com prévia relação negocial com o empreendedor e atuante desde a concepção do negócio.

contrato social, adquirindo parte das cotas sociais da empresa de titularidade do empreendedor, passando, pois, a integrar o quadro societário da sociedade limitada de propósito específico.

O valor da participação societária do investidor será posteriormente remunerado com os resultados sociais auferidos pela empresa. As partes estabelecem, no acordo de cotistas, que distribuição dos lucros poderá ser efetivada mediante dação em pagamento, com a entrega de unidades imobiliárias do empreendimento.²²³

Nesse cenário, portanto, o investidor torna-se efetivo sócio da sociedade limitada de propósito específico administrada pelo empreendedor. A natureza jurídica de sua participação, os direitos e deveres inerentes à sua posição societária, são substancialmente diversos da relação estabelecida entre os sócio ostensivo e participante de uma SCP, como já abordado. De todo modo, trata-se de uma alternativa de estruturação societária no propósito de captação de recursos privados para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários.

Sob outro viés, importa traçar uma clara distinção entre o modelo de negócio aqui abordado e o regime de *condo-hotéis* ou *pool* locatício.

A estruturação dessas operações é precisamente sintetizada por Luís Felipe Spinelli *et al*:

Uma variante um tanto mais sofisticada de tal negócio é o empreendimento pelo qual são construídos prédios de *apart hotel* com o dinheiro de investidores (*flats*, sendo tal espécie de empreendimento também conhecido como *pool* hoteleiro). Num primeiro momento, esses investidores recebem, em retorno, unidades imobiliárias (isso quando não adquirem as unidades imobiliárias quando já construídas e em operação o empreendimento), sendo que pode, posteriormente, ser transferido o uso de tais imóveis – por meio de uma sociedade em conta de participação – para uma administradora, que opera como sócia ostensiva, locando os apartamentos e repartindo os resultados da exploração do

²²³ Nessa toada, observa Rodrigo Reis Ferreira de Oliveira: “ao se atingir o negócio ou propósito a que se destina, a sociedade perderia a sua razão de existir e, por consequência, poderia ser dissolvida. Tomando a incorporação imobiliária como exemplo, podemos dizer que uma SPE poderia ser constituída para o único propósito da construção de um empreendimento, sendo dissolvida com a entrega da obra e recebimento dos valores relacionados”. (In FARIA; CASTRO, 2016, p. 648).

empreendimento com os sócios participantes.
(2013, p. 255).

Nessa modalidade de negócio, a relação jurídica se estabelece a partir de um conjunto complexo de contratos vinculados: aquisição de propriedade de unidades autônomas ou frações ideais da edificação; estruturação de mecanismo para exploração conjunta do empreendimento; relação com a administradora da operação hoteleira (FARIA; CASTRO, 2016, p. 409).

A obtenção de lucro sobre o capital investido decorre dos resultados obtidos com a exploração da atividade hoteleira²²⁴ ou com a locação conjunta do empreendimento²²⁵, repartindo-se os resultados entre todos os sócios, na proporção de suas participações.

²²⁴ A operação do condo-hotel é acuradamente descrita por Ricardo Negrão e Vinícius Franco: “O condo-hotel é um empreendimento estruturado, desde sua origem, para ser um hotel e, portanto, assim é levado à aprovação perante os órgãos públicos competentes. Porém, de outro lado, é desenvolvido (do ponto de vista da estrutura imobiliária), a partir de uma incorporação imobiliária, para venda de unidades autônomas a serem construídas (ou venda de frações [condomínio *pro indiviso*]). Assim, ao final da obra, o edifício será submetido ao regime de condomínio edilício com identificação de unidades autônomas. Os adquirentes das unidades autônomas, apesar de deterem a propriedade plena da unidade e da respectiva fração ideal sobre as áreas comuns, concordam em não poder utilizar a sua unidade para uso residencial em função da natureza da aprovação do empreendimento (uso exclusivamente hoteleiro). [...] A adesão ao chamado “pool de locação” é obrigatório e inerente ao negócio. [...] Nessa modalidade de negócio (condo-hotel), a relação jurídica se estabelece a partir de um conjunto complexo de contratos vinculados. Há o plano da vinculação imobiliária e a relação com a operação do hotel”. (In FARIA; CASTRO, 2016, p. 408)

²²⁵ A respeito do regime pool destinado à locação conjunta de imóveis, esmiúçam Renato Faria e Ricardo dos Santos: “A sistemática de *pool* de locações se caracteriza pela associação entre proprietários de unidades imobiliárias para locação conjunta dos bens, administrada por empresa gestora. Cada proprietário associado em sistema de *pool* disponibiliza seu imóvel para locação por determinado período, passando a fazer jus à participação nos rendimentos de aluguel obtidos pelo grupo, independentemente do seu bem específico ter sido locado ou não no período. A empresa administradora do pool contrata a locação dos imóveis com terceiros e partilha entre os proprietários dos bens as receitas de aluguel e os dispêndios incorridos na manutenção da operação. Depois de devidamente contabilizados e tributados esses resultados são distribuídos aos investidores na proporção de suas participações na SCP. A locação em sistema de pool foi desenvolvida e é utilizada usualmente para exploração de empreendimentos no ramo de hotelaria, nos quais proprietários de flats e apart-

A propósito, a CVM editou normativas específicas atinentes à oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro, em especial a Instrução CVM n. 602/2018, que considera “CIC hoteleiro o conjunto de instrumentos contratuais ofertados publicamente, que contenha promessa de remuneração vinculada à participação em resultado de empreendimento hoteleiro organizado por meio de condomínio edilício” (art. 2º, I).

Portanto, vê-se que toda a concepção societária, imobiliária e comercial do condo-hotel é absolutamente diversa das identificadas no modelo de negócio proposto e suas variantes, em que os resultados projetados do investimento estão vinculados aos lucros obtidos com a comercialização das unidades autônomas do empreendimento em construção.

3.2. ANÁLISE DO MODELO DE NEGÓCIO FRENTE AOS REGIMES JURÍDICOS DA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA E DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

3.2.1. A distinção do propósito econômico do investidor

Estabelecidas as condições gerais da estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante a constituição de sociedade em conta de participação, reunidas no modelo de negócio apresentado, passamos à análise de sua conformidade teórico-normativa com os regimes jurídicos da incorporação imobiliária e do mercado de valores mobiliários.

Um pressuposto crucial para o exame proposto corresponde à prevalência econômica da operação promovida pelo empreendedor e o investidor, em relação à forma contratual e societária adotada.

Tal percepção orienta a noção jurídica de contrato de investimento coletivo enquanto valor mobiliário no direito brasileiro, focalizada na essência econômica do negócio afeto à captação de recursos da poupança pública para o desenvolvimento de atividades empresariais, remunerados a partir dos resultados decorrentes dos esforços do empreendedor ou de terceiros, como visto no Capítulo Segundo.

Sob outro prisma, a medida é igualmente essencial na identificação da incidência das normas atinentes à incorporação imobiliária, dado que a negociação sobre unidades autônomas a construir – o propósito

hotéis se associam a empresas de gestão hoteleira para exploração do empreendimento”. (In FARIA; CASTRO, 2016, p. 566).

econômico do negócio – atrai o regime jurídico estabelecido pela Lei n. 4.591/64, e todo o arcabouço protetivo nele compreendido, conforme trabalhado no Capítulo Primeiro.

Ainda, essa orientação é estabelecida legalmente dentre as disposições gerais do negócio jurídico no direito brasileiro, no artigo 112 do Código Civil: “Nas declarações de vontade se atenderá mais à intenção nelas consubstanciada do que ao sentido literal da linguagem”.

A respeito, enfatizando a abertura conceitual e econômica conferida pela noção de contrato de investimento coletivo, aponta Nelson Eizirik *et al*:

Na realidade, não se pode dizer de antemão, considerando-se apenas sua denominação, se um determinado empreendimento constitui um valor mobiliário; é fundamental que seja avaliada, em cada hipótese concreta, a substância ou a realidade econômica do negócio ofertado, verificando-se se foram atendidos os requisitos do *Howey test* e, ainda, outros fatores, tais como, a quem é destinado o negócio e se existem leis que protejam de maneira adequada os investidores em questão. (2011, p. 52).²²⁶

Nesse panorama, a intenção do empreendedor se revela eminentemente homogênea em todas as variantes do modelo de negócio traçado: captar recursos de particulares para alavancar o desenvolvimento do empreendimento imobiliário projetado, viabilizando financiamento e o exercício da atividade econômica.

Por conseguinte, a identificação precisa do propósito econômico do investidor desponta como fator primordial no exame de conformidade do negócio entabulado com os regimes jurídicos em questão.

O interesse do investidor há de ser detectado na manifestação de vontade levada a efeito na constituição da SCP, no intuito de vislumbrar

²²⁶ Essa percepção, segundo Jean Paul Veiga da Rocha, desnuda outra consequência da referida alteração legislativa – a possibilidade de uma maior atuação do Poder Judiciário: “Se o conceito jurídico de valor mobiliário passou a ser dado não mais exclusivamente por uma lista, discricionariamente ampliável pelo CMN, mas por uma definição estipulativa criada pelo Executivo legislador [CVM], caberá ao Judiciário decidir o que é um valor mobiliário, sempre que houver divergência quanto à aplicação daquela definição a um determinado ativo. Em outras palavras, com a eventual – e desejável – expansão e popularização do mercado de valores mobiliários, a tendência é que se reproduzam, sem grandes novidades, nestas bandas da periferia do capitalismo, as discussões judiciais que envolveram a noção de *securities* nos EUA”. (2000, p. 77).

a finalidade por ele concebida na operação – o que se revela no resultado projetado de seu investimento. Como mencionado, o pressuposto da celebração do negócio aqui analisado, sob o ponto de vista do investidor, é a obtenção de uma contraprestação pelos aportes realizados na sociedade, a ser efetivada pelo organizador do negócio quando da conclusão do empreendimento imobiliário.

Com efeito, é na determinação do resultado projetado do investimento que reside o elemento identificador do interesse econômico do investidor na operação societária para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários. A segurança no reconhecimento deste aspecto como basilar na análise empreendida reside na possibilidade de sua aferição objetiva frente aos contornos negociais traçados, com alicerce nos requisitos teóricos e normativos para incidência dos regimes jurídicos da incorporação e do mercado de capitais.

Desta feita, pode-se visualizar, a partir do modelo de negócio traçado e da variante exposta, uma nítida distinção de propósitos do investidor: aquisição de imóvel ou lucro.

As peculiaridades e repercussões jurídicas decorrentes desta distinção e do enquadramento do respectivo negócio serão examinadas nos tópicos a seguir.

3.2.2. Interesse na propriedade da unidade autônoma e o regime jurídico da incorporação imobiliária

O modelo de negócio concebido veicula, como propósito manifesto da operação de constituição da SCP, a participação do investidor nos lucros da atividade empresária capitaneada pelo empreendedor, circunscrita a propósito específico: o desenvolvimento do empreendimento imobiliário projetado.

Ao estabelecer a forma de distribuição dos resultados sociais devidos ao investidor, os sócios ostensivo e participante acordam a sua pronta vinculação a determinada unidade autônoma do empreendimento projetado, facultando ao participante optar por recebê-la em dação em pagamento, ou resgatar sua participação em dinheiro, consistente em um percentual nos lucros auferidos proporcional aos seus aportes.²²⁷

Nessa cláusula de recebimento da propriedade de imóveis a construir enquanto participação nos resultados sociais da SCP, desponta inafastável a identificação do elemento basilar da incorporação

²²⁷ O modelo de negócio utilizado para esta análise está detalhado no tópico 3.1.3.

imobiliária: a negociação de unidades autônomas do empreendimento em construção.

É traço fundamental e característico do regime jurídico da incorporação imobiliária, estabelecido pela Lei n. 4.591/64, a comercialização das futuras unidades componentes da edificação, em vistas à capitalização de recursos para o desenvolvimento da obra.²²⁸

Aliás, o diploma estabelece uma regra categórica: somente é lícito negociar unidades autônomas do empreendimento projetado após o prévio registro da incorporação perante o cartório do Registro de Imóveis competente.²²⁹

No modelo de negócio em tela, a predeterminação da unidade imobiliária destinada à remuneração do capital aportado pelo investidor, quando da conclusão do empreendimento, se amolda plenamente à condição geral de incidência das normas da Lei de Incorporações: trata-se de uma negociação sobre unidades autônomas de edifício em construção.

A circunstância de o empreendedor e o investidor adotarem a modalidade societária (constituição de SCP) para reger sua relação negocial não desnatura a essência econômica afeta à operação. O investidor se dispõe a efetuar aportes financeiros, pagos ao empreendedor, o qual se compromete a entregar uma determinada unidade imobiliária²³⁰ integrante da edificação planejada, quando da conclusão das obras e dissolução da sociedade. A dinâmica econômica dessa transação é idêntica à estabelecida em uma promessa de compra e venda pactuada entre incorporador e adquirente.

Nesse cenário, a estrutura societária concebida acaba por representar um mecanismo comercial para a aquisição de uma unidade imobiliária no empreendimento planejado. As cláusulas erigidas no contrato social, no modelo de negócio, cuidam de constituir um direito em favor do sócio participante, qual seja o de receber a propriedade da unidade autônoma “x” identificada no projeto do edifício.

Note-se que a possibilidade de remuneração do capital investido em dinheiro, conforme percentual dos resultados sociais apurados pela

²²⁸ Noção trabalhada com afinco no ponto 1.1 desta dissertação.

²²⁹ Consoante o disposto no art. 32 da Lei n. 4.591/64, conforme depurado no tópico 1.2 deste trabalho.

²³⁰ Para melhor ilustrar a relação comercial estabelecida, vale o exemplo: a cláusula prevê o recebimento do apartamento 201, localizado no segundo pavimento-tipo, e as vagas de garagem 21 e 22, no subsolo; ou os conjuntos comerciais 81 e 83, no oitavo pavimento, com quatro vagas de garagem no pilotis.

SCP, não interfere no âmago negocial da operação. Isto porque tal opção é exclusiva do investidor. Cabe apenas a ele decidir receber a unidade autônoma indicada ou recolher o respectivo valor em dinheiro. O empreendedor não mais poderá negociar aquela unidade já reservada, mas puramente entregar a prestação selecionada pelo sócio participante, a título de remuneração do capital investido: dinheiro ou a unidade autônoma predeterminada.

Assim, é possível vislumbrar a própria inadequação do tipo societário empregado no negócio. A sociedade em conta de participação tem por pressuposto a participação do investidor, mediante aporte de recursos, na atividade econômica exercida pelo sócio ostensivo, com a contrapartida de receber uma parcela dos resultados sociais. Este é justamente o interesse característico do sócio participante: a obtenção de parte dos lucros da atividade explorada pelo sócio ostensivo.²³¹

No modelo de negócio trabalhado, a forma de distribuição dos resultados agasalha um propósito paralelo, a saber, a obtenção da propriedade sobre aquela específica unidade autônoma.²³² A reserva da unidade não perfaz condição secundária, uma cláusula alternativa ou assessória à operação de investimento. Pelo contrário, ela se mostra capaz de desnaturar o próprio contrato de SCP, ao revelar que o sinalagma apresenta as características próprias de uma promessa de compra e venda.

No tocante à desnaturação da SCP na hipótese, proclamam Renato Vilela Faria e Ricardo Augusto Alves dos Santos:

A rigor, no âmbito de uma SCP, esse não deve ser o objetivo [receber um bem imóvel], mas, sim, o lucro gerado da exploração comercial de determinado empreendimento, a ser partilhado entre os sócios.

As formas de estruturação são bastante diversas. Todavia, o que se vê, como forma de redução dos custos, é a opção pelos desenvolvedores do negócio, ou seja, a SPE na qualidade de sócia

²³¹ De acordo com o estudo constante do item 2.3. desta obra.

²³² Nesse contexto, acurado o alerta de João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli: “É preciso ter muito cuidado ao estipular tais tipos de ajustes no Brasil [ajustes mais elásticas relativamente à distribuição dos resultados da SCP], país que adota a natureza societária para a conta de participação – pois uma distribuição dos resultados muito exótica pode desnaturar a conta de participação aos olhos do Poder Judiciário ou do Fisco, fazendo com que o ajuste seja enquadrado noutra categoria jurídica – ou que seja reconhecida a nulidade de tal previsão contratual.” (2014, p. 185).

ostensiva, não promover o registro do Memorial de Incorporação.

Com isso, a depender dos elementos caracterizadores da estruturação, da forma de divulgação do empreendimento, dos instrumentos jurídicos utilizados e, em especial, da redação contida nesses documentos, poderá restar caracterizada venda unidade futura sem registro da incorporação, o que constitui crime contra a economia popular nos termos dos arts. 32 e 65, ambos da Lei n. 4.591/64. (*In* FARIA; CASTRO, 2016, p. 561).

Destarte, a predeterminação de distribuição dos resultados sociais mediante o recebimento de uma determinada unidade autônoma pronta e acabada do empreendimento imobiliário objeto da SCP revela a essência econômica de uma promessa de compra e venda.

Nesse diapasão, identificam-se julgados de Tribunais de Justiça nacionais reconhecendo a utilização inapropriada da sociedade em conta de participação para promover a comercialização de unidades autônomas de empreendimentos submetidos ao regime jurídico da incorporação imobiliária.

Destaca-se, nesse sentido, a decisão proferida no julgamento da Apelação Cível n. 9242853-14.2005.8.26.0000, pela 19ª Câmara de Direito Privado do Tribunal de Justiça de São Paulo, em 30/05/2011, sob relatoria do Desembargador Ricardo Negrão, em voto assim ementado:

REPRESENTAÇÃO PROCESSUAL - Ausência de instrumento de mandato - Decurso de mais de 8 anos - Inércia configurada - Revelia decretada sem declaração de seus efeitos - Recurso provido
MONITÓRIA - Contrato de admissão em sociedade em conta de participação - Pretensão à rescisão, com devolução das parcelas pagas - Procedência - Contribuição dos sócios para aquisição de imóveis individualizados - Contrato que não se presta à aquisição de bens por consumidor que figure ao mesmo tempo como sócio participante - Indução de consumidores à entrega de recursos à apelada sob falsa promessa de que receberiam bens objeto de sua opção - Intenção de adesão a fim comum affectio societatis ou de participação de lucros e perdas inexistente - Contrato que se mostra meio fraudulento de promessa de venda de produto específico - Ausência de demonstração de disponibilidade e

cláusulas sem clareza quanto ao modo como que a aquisição se daria - Ação procedente - Apelação provida para esse fim.

No caso concreto, o Órgão Colegiado, frente a um contrato constitutivo de SCP semelhante ao modelo de negócio ora examinado, reconheceu que a substância econômica do contrato celebrado correspondia a uma promessa de compra e venda de bem imóvel, afastando-se dos propósitos inerentes à constituição de uma sociedade em conta de participação. A propósito, extrai-se do acurado acórdão lavrado pelo Des. Ricardo Negrão:

Pretende o autor a rescisão de sua adesão a um contrato firmado com a ré, referente ao pagamento de parcelas de contrato de admissão em sociedade em conta de participação que tem por objeto a ‘a reunião de investidores ou sócios participantes para, juntos e sob a sua liderança, gestão e administração da sócia ostensiva promoverem a aquisição de bens móveis e imóveis, com fins lucrativos.’ (fl. 11, cláusula 2.1).

O contrato, ao estabelecer o ingresso do autor na sociedade na qualidade de sócia oculta, prevê a ‘prioridade absoluta na aquisição’ de bens adquiridos com os recursos oriundos das integralizações de capital (cláusula 2.3, fl. 11).

É possível extrair da leitura das mencionadas cláusulas e das demais que compõem o contrato que os sócios em conta de participação, arrebanhados por anúncio em jornal [...] contribuiriam para a aquisição de imóveis individualizados. Estes passariam a integrar seu patrimônio pessoal, conforme consta das cláusulas 2.3 e 5.2, embora não estivesse claro no contrato a forma pela qual se harmonizaria o valor contratado individualmente com a exigência de apuração de resultado líquido.

O contrato de sociedade em conta de participação [...] é de duração efêmera e destina-se a fornecer ao sócio tratador recursos destinados às operações sociais, cabendo aos aderentes lucros e perdas decorrido o período de apuração contratado.

Evidente, pois, que o contrato não se presta à aquisição de bens por consumidor que figure ao mesmo tempo como sócio participante.

A indução, mediante venda patrocinada de ‘quotas sociais’ por representantes comerciais, em larga escala no mercado consumidor, ávido pela obtenção de imóvel em determinado momento de escassez desse produto, levou inúmeras pessoas a se tornarem sócias participantes do objeto social da requerida.

Em outras palavras: a empresa não dispendo de capital, nem tampouco do produto, induziu consumidores a lhe entregarem recursos sob a falsa promessa de que receberiam a bem objeto de sua opção.

Sob a ótica dos sócios participantes não há intenção de aderirem a um fim comum (*affectio societatis*) – a individualização do objeto contratual descarta a presença desse requisito – nem tampouco de partilharem lucros e perdas, expressão não mencionada no contrato. Havia outras distintas finalidades, de acordo com a ‘opção’ do ingressante.

Distintamente à afirmação da r. sentença no sentido de que o autor encontra-se inadimplente e que não houve pedido de desistência ou de anulação do negócio, o contrato firmado nos autos é meio fraudulento de promessa de venda de produto específico, para o qual não houve entrega, nem se demonstrou existir disponibilidade de recursos e de estoque.

Sem sombra de dúvida, em contratos com cláusulas assim estabelecidas, os consumidores são induzidos a entregar suas economias mediante a falsa perspectiva de receberem, após completarem o valor individualmente estipulado, o produto especificado. O véu societário tem por objetivo único impor as perdas da empresa exclusivamente aos sócios participantes. (TJSP, 2011, pp. 134-136).²³³

²³³ Na mesma linha, destacam-se os seguintes precedentes: TJSP, Apelação n. 9069020-81.2007.8.26.0000, rel. Des. Luiz Antônio Costa, 7ª Câmara de Direito Privado, DJ 27/06/2008; TJSP, Apelação n. 9099606-72.2005.8.26.0000, rel. Des. Neves Amorim, 2ª Câmara de Direito Privado, DJe 06/09/2011; TJSP, Apelação n. 0070489-63.2003.8.26.0000, rel. Des. João Camillo Costa, 19ª Câmara de Direito Privado, DJe 18/11/2011; TJSP, Apelação n. 0029695-92.2009.8.24.0451, rel. Des. Carlos Alberto Garbi, 10ª Câmara de Direito

Com efeito, a inferência da substância econômica da transação materializada no modelo de negócio em exame, enquanto aquisição da propriedade da unidade imobiliária em construção, implica, por consectário lógico, a incidência das normas afetas ao regime jurídico da Lei de Incorporações.

Destarte, o sócio participante é identificado como adquirente da unidade autônoma, tendo em vista a correspondência de sua posição jurídico-negocial, na hipótese, com aquela que alicerça o sistema legal de proteção aos adquirentes em incorporações imobiliárias. Compromete-se a pagar determinado valor, em troca do recebimento de uma futura unidade imobiliária. Esta pretensão se mostra articulada com uma obrigação de fazer, uma vez que o bem imóvel compromissado ainda não existe fisicamente, mas depende da finalização da obra gerenciada pelo incorporador.²³⁴

De outra banda, o empreendedor que oferece ao investidor a oportunidade de investimento em um projeto imobiliário nos moldes contemplados no modelo de negócio, vinculado diretamente a uma unidade individualmente determinada, assume a posição jurídica do incorporador, vez que, titular e responsável pela consecução do empreendimento, negocia sobre unidades autônomas componentes da edificação planejada.

O incorporador, agente responsável pela mobilização dos fatores produtivos, financeiros e comerciais para a consecução do empreendimento, enquanto no exercício dessa atividade econômica, está submetido a uma série de deveres e responsabilidades estatuídas pela Lei de Incorporações, especialmente relacionadas com a acurada prestação de informações aos adquirentes e de administração diligente e cuidadosa do patrimônio comum do empreendimento.

Todo o feixe de obrigações e responsabilidades do incorporador, estabelecidas na Lei n. 4.591/64, resultam aplicáveis ao sócio ostensivo,

Privado, DJe 01/11/2012; TJSP, Apelação n. 0004013-84.2004.8.26.0072, rel. Des. Alexandre Lazzarini, 6ª Câmara de Direito Privado, DJe 12.05.2012; TJSP, Apelação n. 0006223-74.2007.8.26.0114, rel. Des. Salles Rossi, 8ª Câmara de Direito Privado, DJe 09/08/2012; TJSP Apelação n. 1006566-08.2015.8.26.0006, rel. Des. Alcides Leopoldo, 4ª Câmara de Direito Privado, DJe 19.07.2018; TJRS, Recurso Inominado n. 0045022-03.2014.8.21.9000, rela. Dra. Nara Cristina Saraiva, 2ª Turma Recursal, DJe 31.04.2016.

²³⁴ Repisa-se: as definições, características, pressupostos e particularidades do regime próprio da incorporação imobiliária são trabalhadas em detalhes no Capítulo Primeiro desta dissertação.

idealizador do modelo de negócio, assim como as normas atinentes ao sistema de proteção ao adquirente.

Dentre as repercussões práticas dessa compreensão, destaca-se a necessidade de observância, pelo empreendedor, do requisito de prévio registro do memorial de incorporação perante o Ofício do Registro de Imóveis, haja vista estar negociando sobre unidades autônomas do empreendimento em fase de projeto ou construção.

Nesse passo, identifica-se de imediato a inaptidão do modelo de negócio analisado para a captação de recursos independentemente do registro da incorporação – circunstância tida por aparente vantagem da estruturação societária mediante SCP235, a impulsionar a sua utilização pelos agentes atuantes no mercado imobiliário (FARIA; CASTRO, 2016, p. 561).

Por conseguinte, o empreendedor, ao celebrar o contrato de constituição de SCP nesses moldes²³⁶, sem previamente arquivar o memorial de incorporação e os documentos elencados na Lei n. 4.591/64, está sujeito à cominação das sanções civis e penais prescritas no aludido diploma, notadamente a multa sobre os valores recebidos e a qualificação da conduta como contravenção contra a economia popular.²³⁷

Ademais, as cláusulas e condições pactuadas no instrumento de constituição da SCP contrariam frontalmente diversas disposições específicas da Lei de Incorporações, notadamente as normas atinentes ao conteúdo mínimo do contrato, às obrigações do incorporador, aos parâmetros máximos de retenção de valores a título perdas e danos em caso de inadimplemento, à vinculação das receitas para a construção da obra, às restrições para a modificação dos projetos e às especificidades para a entrega e registro da propriedade em favor do adquirente.

Nesse cenário, o contrato social em questão pode ser objeto de revisão ou resolução judicial, por iniciativa do sócio participante, que pode pleitear a revisão das cláusulas contratuais a ele desfavoráveis, aplicando-se as condições gerais da promessa de compra e venda regulada na Lei n. 4.591/64, ou a própria resolução da avença, com a condenação do incorporador à indenização por perdas e danos²³⁸, com a restituição

²³⁵ Tal como abordado no ponto 3.1.2 deste estudo.

²³⁶ Relembre-se: do modelo de negócio descrito no item 3.1.3. desta obra.

²³⁷ Nos termos dos artigos 35, § 5, e 66, inc. I, da Lei n. 4.591/64, analisados pormenorizadamente no item 1.2 da dissertação.

²³⁸ Exatamente essa a natureza da demanda afeta ao precedente colacionado neste tópico, bem como dos julgados análogos citados em nota de rodapé.

dos valores integralizados devidamente corrigidos²³⁹, acrescidos de eventuais penalidades contratuais e da multa de 50% sobre as quantias pagas, prevista no artigo 35, § 5º, da lei de regência (SCAVONE JR., 2017).

Destaca-se que esses efeitos contratuais e indenizatórios ocorrem ainda se o empreendimento contar com prévio registro da incorporação no Ofício Registral e se tratar de apenas um contrato constitutivo de SCP entre investidor e empreendedor.

A negociação sobre unidades autônomas de edifício por construir denota a condição objetiva para incidência do regime traçado pela Lei de Incorporações. Sua incidência independe do número de unidades imobiliárias comercializadas ou das características ou qualificação dos adquirentes. Como tratado, as repercussões das normas regulatórias não se restringem ao requisito de prévio arquivamento do memorial de incorporação no Registro de Imóveis, mas atingem diversas circunstâncias do negócio imobiliário, implicam um feixe de deveres e responsabilidades próprio e prescrevem cláusulas e condições essenciais aos contratos celebrados no âmbito da incorporação.

Sendo assim, o fato de o empreendedor registrar a incorporação antes da negociação do contrato de SCP (modelo de negócio) junto a um ou mais investidores não afeta o reconhecimento da essência econômica do pacto como uma alienação de bem imóvel – promessa de compra e venda no âmbito da incorporação imobiliária –, sujeitando o empreendedor e o próprio negócio a todas as consequências jurídicas acima traçadas, à exceção, apenas, das penalidades atinentes à falta de registro da incorporação.

De outra banda, a constatação de que o modelo de negócio em voga contempla substancialmente uma operação de compra e venda imobiliária permanece hígida ainda quando confrontada com outras particularidades da estruturação destacada.

Primeiramente, ressalta-se que a qualificação do investidor ou a utilidade planejada para o imóvel em nada interferem na incidência do regime estabelecido pela Lei n. 4.591/64. O diploma não tece qualquer

²³⁹ Nesse cenário, proclama Luiz Antônio Scavone Jr.: “Ora, se as unidades nem poderiam ter sido alienadas, por óbvio que aquele que as tenha adquirido ao arrepio das exigências da Lei 4.591/1964, fica autorizado a ingressar em juízo e pleitear tudo o que pagou acrescido de juros e correção monetária. [...] Assim, a venda de unidade sem o registro de incorporação é ato ilícito, e, como tal, desautoriza qualquer cobrança em função e em consequência de um ato tido como contravençional”. (2018, p. 202).

diferenciação ou requisito subjetivo para qualificação da incorporação imobiliária. Para a identificação do adquirente, destinatário das normas protetivas erigidas pela legislação, basta a condição objetiva de comprador da unidade imobiliária em construção, independentemente da presença de qualquer elemento subjetivo.²⁴⁰²⁴¹

Ademais, inexistente na legislação qualquer distinção dos propósitos do destinatário dos imóveis em construção, ou seja, se o adquirente visa obter a propriedade do imóvel para fixar sua residência, para desenvolver atividade profissional, para exploração comercial através de locação, ou para puro investimento na valorização do imóvel. Os preceitos legais da incorporação imobiliária incidem igualmente em todas estas hipóteses (CHALHUB, 2001, p. 110).

Cabe esclarecer, nesse contexto, a distinção entre especulação imobiliária e intento lucrativo no empreendimento. Os propósitos não se confundem. Pretender o investidor obter um incremento no seu patrimônio a partir da valorização do imóvel em construção não é o mesmo que pretender o investidor obter uma participação nos lucros do empreendimento imobiliário projetado (MATTOS FILHO, 2015, p. 181).

O aspecto central na distinção entre as figuras reside nos riscos assumidos em cada cenário. Na primeira hipótese, o investidor (ou adquirente) firma na propriedade da unidade autônoma um lastro para o seu investimento, e assume os riscos pessoais de sua aposta na oscilação dos preços no mercado imobiliário. O investimento na especulação imobiliária pressupõe a expectativa de valorização da unidade adquirida, visando uma futura revenda. O valor de mercado do imóvel adquirido poderá aumentar ou diminuir, em curto ou longo período de tempo, independentemente, em regra, de qualquer atuação específica do investidor ou do empreendedor. No entanto, o investidor não assume ou participa dos riscos da atividade empresarial em si, ou seja, a sua expectativa de resultados não está vinculada diretamente ao sucesso da atuação do incorporador.

²⁴⁰ A análise detalhada do sistema de proteção ao adquirente concebido pela Lei de Incorporações repousa no ponto 1.2. desta dissertação.

²⁴¹ Essa qualificação é absolutamente relevante para efeito da aplicação das normas do Código de Defesa do Consumidor, que pressupõe a qualificação do incorporador como fornecedor e do adquirente como consumidor, nos termos de seus artigos 2º e 3º. Entretanto, esta qualificação não é pressuposta para a submissão do negócio imobiliário às normas da Lei de Incorporações, como analisado no Capítulo Primeiro.

Por outro lado, no segundo cenário, o investidor aposta seus recursos propriamente na atividade econômica exercida pelo empreendedor. A perspectiva de remuneração do capital investido está diretamente atrelada aos lucros aferidos pela sociedade gerida pelo empreendedor, aos próprios lucros do empreendimento. Não há um bem imóvel a corporificar o seu investimento. O investidor assimila, em parte, os próprios riscos da operação de desenvolvimento de um empreendimento imobiliário (FARIA; CASTRO, 2016, p. 561).

Evidentemente, existe uma relação entre o cenário comercial do mercado imobiliário e a perspectiva de lucros do empreendedor. Se, no decorrer da obra, ocorrer uma valorização nos valores dos imóveis naquela região, os preços das unidades autônomas em construção tendem a acompanhar o aumento verificado. Do mesmo modo, reciprocamente, se algum fator do mercado afetar negativamente o valor dos imóveis, o preço das novas unidades também está propenso a baixar.

No entanto, veja-se, o planejamento de lucros do empreendedor não depende puramente da valorização do imóvel em construção. A margem de lucro da atividade econômica, no intuito de remunerar os riscos assumidos, encontra-se presente no preço de comercialização das unidades autônomas desde a concepção do empreendimento e início das vendas. O lucro do empreendedor não depende exclusivamente de oscilações positivas no mercado imobiliário (que, se ocorrerem, podem impulsionar os resultados projetados), mas está atrelada essencialmente ao sucesso de sua atuação gerencial, isto é, no êxito no desenvolvimento e comercialização da edificação, sob incumbência do empreendedor.

Além dos riscos assumidos, o interesse econômico do investidor se mostra fundamentalmente diverso nos dois cenários. Ao investir na aquisição de uma unidade autônoma para especulação imobiliária, com propósito de auferir resultados financeiros (locação e/ou revenda por valor superior ao dispendido), o interesse do investidor está direcionado à propriedade daquele determinado imóvel. A perspectiva de incremento em seu patrimônio pessoal está alicerçada na premissa de que aquele ativo imobiliário tem o potencial de valorização no mercado (MATTOS FILHO, 2015, p. 183).

Por outro lado, na segunda situação, o investidor não se interessa pelo ativo subjacente ao contrato, ou seja, pelas unidades imobiliárias projetadas, mas pela divisão de rendimentos proporcionada pela atividade econômica exercida pelo empreendedor. O propósito de obtenção de ganhos patrimoniais está baseado na perspectiva de geração de lucros pela sociedade administrada pelo empreendedor (PICCHI, 2004, p. 201).

Desta feita, a pretensão do adquirente de obter valorização de seu patrimônio a partir da oscilação de preços do mercado imobiliário não se confunde com o intento lucrativo do investidor que participa da atividade econômica exercida pela empresa gerida pelo organizador do negócio.

Essa compreensão, além de demonstrar a plena incidência das disposições da Lei de Incorporações na aquisição de imóveis para especulação, acaba por indicar, por outro lado, a inaplicabilidade da noção de valor mobiliário²⁴² na hipótese, como enuncia Ary Oswaldo Mattos Filho:

Qualquer que seja a denominação que se dê, somente será considerado valor mobiliário se preenchidas as condições intrínsecas deste. Tão importante como determinar o que se vende será sabermos qual a modalidade da oferta que se oferece à venda, já que podem oferecer a público unidades fracionárias de um imóvel, ou ações de uma empresa na qual o imóvel tenha sido capitalizado.

Seria somente a forma suficiente para circunscrever todo o aparato estatal de proteção ao investidor? Creio que não. Aqui, ter-se-á que utilizar um outro elemento, qual seja, quem está produzindo a mais-valia. Se duas pessoas compram um imóvel para especular, mas um deles confia na valorização natural do mercado, não há que se falar em valor mobiliário. Entretanto, se o outro adquirente confia no trabalho de terceiro para que a mais-valia se produza, então um dos dois elementos caracterizadores do valor mobiliário surge. (2015, pp. 183-184).

O interesse do investidor na aquisição de imóvel para especulação desnuda o interesse circunscrito à utilização ou consumo do bem

²⁴² Compreendido como “qualquer contrato, transação ou arranjo em que uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum, esperando obter lucro derivado puramente dos esforços do empreendedor ou de terceiros” (“*Howey Definition*”), ou “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” (art. 2º. Inc. XI, da Lei n. 6.385/76). O conceito de valor mobiliário e o regime regulatório aplicável foram trabalhados minuciosamente nos primeiros tópicos do Capítulo Segundo.

adjacente ao contrato celebrado com o empreendedor, razão pela qual não se adequa ao conceito de contrato de investimento coletivo, na sua acepção consolidada no direito norte-americano (COX; HILLMAN; LANGEVOORT, 2016, p. 32) e adotada no direito brasileiro (MATTOS FILHO, 2015, p. 182).

Quanto a esse aspecto, destaca Marc Steinberg, com amparo na jurisprudência da Suprema Corte dos Estados Unidos²⁴³:

Another key point is that the securities laws generally do not apply where the purchaser is principally motivated by a desire to use or consume the particular item acquired. For example, because the plaintiffs in United Housing were motivated mainly by the desire to obtain affordable and decent housing, rather than seeking a return on the acquisition, the securities law were not applicable. (2017, p. 51).²⁴⁴

Na mesma direção, focalizando a natureza econômica do contrato de investimento coletivo mediante a constituição de sociedade em conta de participação, no âmbito brasileiro, sustenta Flávio Augusto Picchi:

Ora, a atividade-objeto do CIC não é aquela desenvolvida pelo empreendedor ou por terceiros, mas o financiamento atomizado da atividade alheia. É, assim, sua ‘atividade constitutiva do objeto social’, para usar a terminologia do Código Civil no que diz à SCP. É essa a atividade coletiva em função da qual se instrumentalizam os bens sociais, vale dizer, a contribuição pecuniária dos investidores.

Desta distinção entre atividades é que a caracterização como valor mobiliário se assenta. O investidor não se interessa pelo ‘ativo subjacente’ do contrato, mas pela divisão de rendimentos

²⁴³ Os precedentes e os desdobramentos da definição de *security* são objeto do tópico 2.2. desta dissertação.

²⁴⁴ Tradução livre: Outro ponto importante é que as leis de valores mobiliários geralmente não se aplicam quando o comprador é motivado principalmente pelo desejo de usar ou consumir o item específico adquirido. Por exemplo, como os demandantes do caso *United Housing* eram motivados principalmente pelo desejo de obter moradia própria a preço acessível, em vez de buscar um retorno financeiro sobre a aquisição, a lei de valores mobiliários não era aplicável.

proporcionada pela atividade empresarial da sociedade empreendedora. (2004, p. 201).²⁴⁵

Nesse contexto, o propósito econômico da operação contemplada no modelo de negócio examinado, revelado na obtenção da propriedade de uma unidade imobiliária, não se amolda aos requisitos caracterizadores de um contrato de investimento coletivo, na medida em que ausente o intento lucrativo baseado nos resultados da atividade econômica exercida pelo empreendedor.

Essa constatação, entretanto, não permite afastar, de pronto, a incidência do regime regulatório estatuído pela Lei n. 6.385/76, notadamente das normas destinadas à proteção ao investidor.

Não obstante o modelo de negócio revele a essência econômica de uma promessa de compra e venda, isto é, o interesse precípua do participante na obtenção da propriedade de determinada unidade imobiliária, a sua apresentação negocial registrada no contrato social da SCP trata da aplicação de recursos do investidor no empreendimento desenvolvido pelo incorporador, com o intuito de participar dos resultados da atividade.

Assim, apesar da inadequação teórico-normativa da estrutura societária para a transação imobiliária em tela, a veiculação do instrumento constitutivo da SCP pelo empreendedor perante o investidor, com o objetivo de captar recursos diretamente do particular (poupança pública) para alocação em sua atividade empresarial, pode atrair a competência fiscalizatória da Comissão de Valores Mobiliários – responsável por garantir a confiabilidade do mercado e promover um fluxo adequado de informações aos investidores.²⁴⁶

A competência da autarquia na espécie e as repercussões da potencial aplicabilidade das normas regulatórias do mercado de capitais frente ao modelo de negócio serão analisadas pormenorizadamente no tópico seguinte.

²⁴⁵ Idêntica a compreensão de Ary Oswaldo Mattos Filho, que assim ilustra a questão: “[descaracteriza a presença de um valor mobiliário] a inexistência do terceiro que irá produzir o lucro pelo investimento feito. [...] Assim, uma pessoa pode investir em diamantes, obras de arte, etc., na expectativa de valorização no mercado. Em tais situação, não há que se falar na existência de valor mobiliário, muito embora seja o investimento feito em um bem móvel. Um valor mobiliário passaria a existir se o pintor oferecesse à venda cotas de participação no resultado da alienação de seu futuro quadro, ou se o vendedor de diamantes oferecesse à subscrição parte ideal de um diamante que irá ser lapidado, ou parte de um lote de diamantes, na busca de lucro futuro. (2015, p. 181).

²⁴⁶ Conforme observado no ponto 2.1. desta obra.

De todo modo, essa percepção revela a potencial incidência prática das normas de ambos os regimes, da Lei n. 4.591/64 e da Lei n. 6.385/76 – e respectivas consequências, incluindo multas e sanções administrativas e penais –, em face do modelo de negócio examinado, embora do ponto de vista eminentemente teórico a operação se amolde ou a uma promessa de compra e venda de unidade imobiliária, e não a uma sociedade em conta de participação propriamente dita (e, potencialmente, um contrato de investimento coletivo).

Essa aplicabilidade está alicerçada no escopo protetivo dos diplomas, sobre o qual assentadas as premissas originárias do tratamento legal conferido aos agentes atuantes no mercado, imbuídos do mandamento legislativo de garantir a higidez das operações realizadas no âmbito do mercado de capitais, em proteção ao investidor, e das transações envolvendo unidades imobiliárias a construir, em proteção ao adquirente.

Diante do exposto, depreende-se que a essência econômica da operação realizada no modelo de negócio adotado revela a intenção própria do investidor na obtenção da propriedade de uma determinada unidade autônoma do empreendimento, correspondente, portanto, ao sinalagma de uma promessa de compra e venda de unidade imobiliária, sujeita ao regime jurídico da Lei de Incorporações.

3.2.3. Interesse nos lucros do empreendimento e o regime jurídico do mercado de valores mobiliários

O elemento identificador do interesse econômico do investidor na operação societária para o desenvolvimento de empreendimentos imobiliários corresponde, como mencionado, ao resultado projetado do investimento.

Com amparo nessa premissa, verificou-se que a vinculação dos resultados sociais projetados pelo sócio participante a determinada unidade autônoma, predeterminando-se a remuneração do capital investido pela obtenção da propriedade sobre imóvel “x”, como disposto no modelo de negócio, representa uma desnaturação da sociedade em conta de participação e revela a essência econômica de uma promessa de compra e venda imobiliária.

Esse cenário se apresenta potencialmente diverso ao se conceber uma modificação pontual nas condições fixadas, identificada na variação do modelo de negócio trabalhada: a inexistência de vinculação de

determinadas unidades autônomas do empreendimento aos resultados destinados ao sócio participante.²⁴⁷

Na espécie, a remuneração do capital investido está baseada propriamente nos lucros auferidos pela SCP, decorrentes do sucesso do empreendimento imobiliário concebido e desenvolvido pelo empreendedor. Ao investidor caberá uma participação nos resultados sociais, proporcional à extensão de seu aporte. A forma de distribuição é fixada em dinheiro ou em dação em pagamento, mediante a entrega de uma ou mais unidades autônomas da edificação projetada, dentre aquelas que, por ocasião da dissolução da SCP, não tiverem sido comercializadas.

É possível visualizar diferenças substanciais no conteúdo negocial e nas repercussões jurídicas da cláusula de distribuição dos resultados na variante apreciada, capazes de revelar, nessa segunda hipótese, o propósito econômico do investidor adstrito à obtenção de parte dos lucros do empreendimento.

A ausência de reserva de determinada unidade imobiliária em favor do investidor afasta do espectro negocial a feição de uma compra e venda. No contrato social da SCP, não há a constituição, em favor do investidor, do direito de receber a propriedade de um dado imóvel, em contraprestação aos aportes realizados na sociedade.

Em verdade, na variante analisada, o investidor não assume qualquer prerrogativa sobre as unidades imobiliárias componentes da edificação projetada. O empreendedor poderá compromissá-las indistintamente, no desenvolvimento do empreendimento, visando obter o maior resultado financeiro possível.

O direito do investidor na participação nos resultados da SCP é estabelecido em termos eminentemente financeiros. Dado o valor dos aportes efetivados, fará jus a uma parcela proporcional dos lucros auferidos, mensurados quando da dissolução da sociedade.

O investidor pode até se interessar, pessoalmente, em receber uma unidade autônoma construída, ao invés de dinheiro. Essa pretensão, porém, não é tutelada contratualmente na variante do modelo de negócio em tela. Não pode o sócio participante efetuar a opção pretendida antes da entrega da obra, conclusão dos procedimentos registrares e dissolução da SCP; isto é, não pode ele exigir do empreendedor que repasse a sua participação nos resultados sociais mediante a entrega de determinado imóvel, ou melhor, de qualquer dos imóveis componentes do empreendimento.

²⁴⁷ Variante do modelo de negócio estruturada no tópico 3.1.4.

Isso porque possibilidade de recebimento de unidades imobiliárias traduz cláusula eminentemente assessória no contrato, cuja aplicabilidade dependerá da ocorrência de fatores totalmente alheios à vontade ou à atuação do sócio participante – notadamente a circunstância de não serem todas as unidades comercializadas pelo empreendedor.

Diante dos contornos negociais estabelecidos, vê-se nitidamente que o propósito econômico da variante do modelo de negócio consiste promoção de um investimento particular na atividade econômica desenvolvida pelo empreendedor, visando a participação nos resultados sociais correspondentes. O interesse do investidor, por conseguinte, é receber uma parcela dos lucros do empreendimento imobiliário desenvolvido pelo organizador do negócio.

Sendo assim, não se verificam presentes os pressupostos teóricos e normativos para a incidência das disposições da Lei de Incorporações na relação estabelecida entre empreendedor e investidor.²⁴⁸ O sinalagma do contrato celebrado entre eles não denota uma promessa de compra e venda, não tem por objeto a negociação de unidades autônomas de uma edificação coletiva em construção, mas trata propriamente da efetivação de um investimento na atividade empresária do incorporador, em vistas à obtenção de um retorno financeiro sobre o capital investido quando da conclusão e entrega do empreendimento projetado.

Com efeito, a cláusula assessória prevendo a possibilidade de, havendo unidades imobiliárias não comercializadas quando da dissolução da SCP, os resultados sociais serem repassados ao sócio participante mediante a transferência de propriedade de um imóvel “n”, componente da edificação concluída, não se amolda à situação prescrita no artigo 32 da Lei n. 4.591/64, qual seja a negociação de unidades autônomas (FARIA; CASTRO, 2016, p. 565).

Falta-lhe, pois, a determinação inerente ao objeto tutelado pelo regime jurídico da incorporação imobiliária. Se inexistente o direito do particular no recebimento de uma unidade autônoma futura, tampouco o dever da outra parte em providenciar a construção da edificação e a entrega do bem adquirido, não há como reconhecer a presença dos

²⁴⁸ Reitera-se: inaplicabilidade dos ditames da Lei n. 4.591/64 à relação societária constituída entre investidor e empreendedor. Obviamente, no tocante à relação estabelecida com terceiros, notadamente com os potenciais adquirentes de unidades autônomas, as disposições da Lei de Incorporações se reputam plenamente incidentes, conforme os pressupostos analisados no Capítulo Primeiro.

elementos fáticos e normativos que alicerçam o sistema protetivo e regulatório da Lei de Incorporações.

Por outro lado, a variante do modelo de negócio se mostra em estrita sintonia com os pressupostos teóricos e normativos da modalidade societária adotada.

A sociedade em conta de participação tem por substância econômica a efetivação de uma parceria financeira no desenvolvimento da atividade empresarial, com propósito lucrativo, realizada pelo empreendedor com aportes promovidos pelo investidor,²⁴⁹ tal como na hipótese examinada.

O sócio participante sujeita-se aos riscos na consecução do empreendimento, na medida em que o retorno do capital investido dependerá essencialmente do sucesso na gestão do empreendedor e consequente obtenção de lucro.

Ressalte-se que a estipulação da possibilidade de distribuição dos resultados sociais mediante a dação em pagamento de um bem imóvel “n” não interfere na caracterização e higidez da SCP, a qual, aliás, tem por atributo a ampla liberdade negocial dos sócios na estipulação do conteúdo contratual.²⁵⁰ Assim, não há vedação a que os sócios estabeleçam o pagamento *in natura* dos resultados devidos, como no recebimento de apartamentos em uma SCP utilizada para a viabilização de um empreendimento imobiliário.

Sob outro viés, a operação societária consubstancia um instrumento para captação de recursos pelo organizador do negócio, para o impulso da atividade empresarial. Sua substância econômica revela a aplicação de capital do investidor (poupança pública) com o propósito de auferir rendimentos de uma atividade sujeita a risco, a ser desenvolvida pelo empreendedor. Em outros termos, perfaz um contrato no qual uma pessoa investe seu dinheiro em um empreendimento comum, esperando

²⁴⁹ Nos pontos 2.3. e 3.1.1 desta dissertação, analisa-se pormenorizadamente os elementos característicos da sociedade em conta de participação.

²⁵⁰ A respeito, explicam João Pedro Scalzilli e Luís Felipe Spinelli: “Há grande liberdade de estipulação para fixar a participação de cada sócio. [...] Os arranjos são vários: as partes podem estipular (i) uma participação percentual nos lucros produzidos; (ii) uma participação a partir de certa medida, quando as partes só recebem a participação acordada depois que ambas atingiram um montante mínimo; (iii) uma limitação máxima dos lucros de uma das partes; (iv) uma prioridade na participação dos lucros até certo montante; (v) uma variação na participação em certos períodos; (vi) a atribuição de uma parte do produto da venda de certos bens; (vii) a atribuição de uma parte do resultado bruto de uma operação; entre outras modalidades.” (2014, pp. 181-182).

obter lucro derivado puramente dos esforços do empreendedor ou de terceiros.

Aparenta reunir, portanto, os pressupostos caracterizadores de um valor mobiliário, conforme estabelecido pela Lei n. 6.385/76.²⁵¹ Importa, assim, depurar os elementos próprios do negócio em tela frente aos requisitos para sua caracterização como contrato de investimento coletivo, delineados na *Howey Definition* e identificados no artigo 2º, inciso IX, do referido diploma.²⁵²

Nesse intento, o primeiro aspecto traçado no conceito corresponde ao “investimento”. A variante do modelo de negócio examinada veicula a prestação de um bem com valor econômico – aportes em dinheiro na SCP – com a expectativa de obter retorno financeiro, circunstância a revelar inequivocadamente a existência de um investimento.

O segundo elemento caracterizador de um CIC envolve o direcionamento do investimento a um “empreendimento comum”, compreendido como a existência de uma coletividade de investidores aplicando recursos no mesmo negócio.

Na hipótese tratada, não é possível aferir a presença deste requisito apenas a partir das condições negociais identificadas na variante do modelo de negócio examinada. Inexiste cláusula estabelecendo alguma exclusividade em favor do sócio participante ou restrição à presença de outros sócios na SCP. Pelo contrário, há disposição própria permitindo ao sócio ostensivo admitir outros participantes na SCP, independentemente de anuência expressa do investidor.

Sendo assim, a identificação do aspecto coletivo do investimento dependerá essencialmente das práticas comerciais empregadas pelo organizador de negócio ao buscar, ou não, investidores no mercado. Esses fatores serão analisados propriamente a seguir, ao examinarmos o elemento da oferta pública.

De todo modo, é possível concluir, desde logo, que, no caso da restrição da amplitude da SCP a apenas um sócio participante, ou seja, a

²⁵¹ Vale dizer: os conceitos de contrato de investimento coletivo e de valor mobiliário, bem como os pressupostos e características do regime regulatório do mercado de capitais, foram examinados no Capítulo Segundo.

²⁵² Lei n. 6.385/76, com redação dada pela Lei n. 10.303/01. 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.

captação de recursos pelo empreendedor de apenas um único investidor, não estaremos diante de um CIC. Na ausência do caráter coletivo do investimento ofertado, não há guarida para a qualificação do negócio como um valor mobiliário (CVM, 2008, p. 02).

Por outro lado, se o empreendedor buscar alcançar uma coletividade de investidores, com a celebração de contratos sociais da SCP com diversos sócios participantes, o segundo requisito para caracterização de um CIC estará também satisfeito.

O terceiro elemento característico do contrato de investimento coletivo é a constituição de um direito de participação, de parceria ou de remuneração, isto é, a expectativa de lucro do investidor. Na espécie, como já destacado, o interesse precípua do investidor é receber uma parcela dos resultados financeiros do empreendimento imobiliário desenvolvido pelo organizador do negócio. Logo, presente a constituição de um direito de remuneração, traduzido na expectativa de lucros do sócio participante.

Na sequência, deve o rendimento pretendido pelo investidor advir do esforço do empreendedor ou de terceiros, para qualificação do negócio como valor mobiliário. Este quarto elemento identificador do CIC igualmente se demonstra incontestado na variante do modelo de negócio estudada. Todas as prerrogativas gerenciais estão concentradas no sócio ostensivo, cabendo ao sócio participante puramente integralizar o valor ajustado, em uma relação de passividade com o exercício da atividade econômica componente do objeto social da SCP.

Finalmente, cabe averiguar o elemento “oferta pública”, imprescindível para atrair o regime jurídico do mercado de valores mobiliários e qualificar a operação societária examinada como um contrato de investimento coletivo.²⁵³

De forma análoga à natureza coletiva do investimento, a moldura negocial traçada na variante do modelo de negócio em análise não permite, por si só, identificar o caráter público ou privado da oferta, tampouco assentar a existência de alguma restrição contratual nesse sentido.

O reconhecimento da presença do elemento em questão – caracterização de oferta pública dirigida à captação da poupança popular – dependente essencialmente dos fatores comerciais praticados pelo empreendedor, a revelar ou não o seu propósito de atingir um número indeterminado de potenciais investidores.

²⁵³ No item 2.2 deste trabalho, desenvolvemos estudo minudente acerca compreensão de oferta pública no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Nesse contexto, o caráter público da oferta de investimento se caracteriza fundamentalmente pela utilização de mecanismos de comunicação com o público em geral, sem a precisa individualização dos ofertados.

Assim, a utilização de listas ou boletins de venda, prospectos, anúncios publicitários em meio impresso ou eletrônico, estande de vendas, eventos públicos de lançamento e divulgação do empreendimento, entre outros esforços comerciais dispendidos pelo empreendedor, caracteriza a distribuição pública da oferta de investimento, como traçado no artigo 19 da Lei n. 6.385/76 e discriminado na Instrução CVM n. 400/2003.

De igual sorte, as providências para prospectar investidores por meio de contato promovido por empregados do sócio ostensivo, agentes ou corretores por ele autorizados qualificam a oferta como pública.

Nessas circunstâncias, identificado o caráter coletivo da operação e a oferta pública, a partir das práticas comerciais do empreendedor, a variante do modelo de negócio examinada se amolda plenamente à definição legal de contrato de investimento coletivo, valor mobiliário sujeito à observância das normas regulatórias do mercado de capitais e à competência da CVM.

Por consequência, impõe-se ao empreendedor a obrigatoriedade de efetuar seu registro como companhia emissora do CIC e da própria oferta pública perante a CVM, antes de sua apresentação ao mercado, a rigor do comando categórico do artigo 19 da Lei n. 6.385/76: “nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na comissão”.

O empreendedor deverá observar as normas e orientações de conduta editadas pela CVM, dentre as quais se destacam: (i) respeitar preceitos obrigatórios aos instrumentos contratuais, consistentes em padrões de cláusulas e condições fixadas pela agência; (ii) remeter os prospectos comerciais e materiais publicitários para consulta prévia da autarquia; (iii) submeter-se à auditoria externa realizada por consultores independentes; (iv) informar periodicamente a situação contábil e financeira da empresa; (v) observar parâmetros específicos de governança corporativa; (vi) franquear a fiscalização de suas atividades e repassar informações porventura solicitadas pela CVM (JAKOBI; RIBEIRO, 2014, pp. 109-110).

Sem embargo, o organizador do negócio poderá, antes de negociar os contratos de investimentos em questão, requerer à CVM a dispensa do registro da oferta pública e da participação de sociedade integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, demonstrando empregar

adequado fluxo de informações aos potenciais investidores e satisfazer as normas e orientações de conduta prescritas pela autarquia.²⁵⁴

De todo modo, a captação de investimentos mediante a oferta de CIC, como identificado na hipótese, sujeita o empreendedor ao poder fiscalizatório da CVM, inclusive em sua atuação sancionadora, que tem por escopo apurar e punir a práticas de condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários e atos contrários às disposições da Lei n. 6.385/76 e dos instrumentos normativos expedidos pela autarquia.

Nesse contexto, em exercício do poder de polícia, a CVM poderá ordenar a imediata suspensão da oferta pública de valores mobiliários emitidos em desconformidade com a legislação pertinente²⁵⁵, bem como determinar que o empreendedor, seus sócios, prepostos e colaboradores, se abstenham de manter a negociação dos contratos reputados irregulares.²⁵⁶

No âmbito sancionador, dentre as penalidades cominadas na legislação regulatória, fixadas de forma rigorosa, sob competência da CVM, destacam-se a inabilitação temporária para o exercício de cargos de administrador ou conselheiro fiscal em companhias atuantes no mercado de capitais, suspensão da autorização ou registro, proibição ou inabilitação temporária para prática de operações ou atividades no

²⁵⁴ Instrução CVM n. 400/2003. 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. § 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida: [...] II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º); IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais; V - características da oferta de permuta; VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

²⁵⁵ Lei n. 6.385/76. Art. 20. A Comissão mandará suspender a emissão ou a distribuição que se esteja processando em desacordo com o artigo anterior, particularmente quando: I - a emissão tenha sido julgada fraudulenta ou ilegal, ainda que após efetuado o registro; II - a oferta, o lançamento, a promoção ou o anúncio dos valores se esteja fazendo em condições diversas das constantes do registro, ou com informações falsas dolosas ou substancialmente imprecisas.

²⁵⁶ Nesse sentido, as determinações constantes na Deliberação CVM n. 735/2015 (2015, p. 02).

mercado de capitais, a proibição de participar de licitação ou contratar com instituições financeiras oficiais e multa, que pode alcançar altos valores.²⁵⁷²⁵⁸

Ademais, o empreendedor poderá estar sujeito à responsabilização penal, na medida em que a emissão, o oferecimento ou a negociação de valores mobiliários sem prévio registro da emissão ou sem autorização prévia da autoridade competente são condutas tipificadas como crimes contra o sistema financeiro nacional, a rigor do disposto no artigo 7º da Lei n. 7.492/86.²⁵⁹

Essa percepção de que a oferta pública da variante do modelo de negócio analisado implica a caracterização de um CIC, sujeito à disciplina regulatória do mercado de valores mobiliários, encontra ressonância na jurisprudência administrativa da CVM, notadamente na decisão tomada pelo Colegiado na Deliberação CVM n. 735, de 15 de abril de 2015, que trata de caso de colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado, sem os registros exigidos pela legislação, por empresa atuante no segmento imobiliário.

O processo administrativo foi instaurado na autarquia a partir do recebimento de consulta de investidor, questionando a regularidade de oferta de investimento constante no sítio eletrônico da incorporadora, que veiculava a opção de investimentos de alta rentabilidade com a formação de um “grupo de parceiros cotistas através do aporte de capital para viabilização de um empreendimento imobiliário”.

²⁵⁷ Lei n. 6.385/76. Art. 11. [...] § 1º. A multa deverá observar, para fins de dosimetria, os princípios da proporcionalidade e da razoabilidade, a capacidade econômica do infrator e os motivos que justifiquem sua imposição, e não deverá exceder o maior destes valores: I - R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais); II - o dobro do valor da emissão ou da operação irregular; III - 3 (três) vezes o montante da vantagem econômica obtida ou da perda evitada em decorrência do ilícito; ou IV - o dobro do prejuízo causado aos investidores em decorrência do ilícito. § 2º Nas hipóteses de reincidência, poderá ser aplicada multa de até o triplo dos valores fixados no § 1º deste artigo.

²⁵⁸ As penalidades cominadas na Lei n. 6.385/76 e as compreensões do processo administrativo sancionador no âmbito da CVM são trabalhados no item 2.1 desta dissertação.

²⁵⁹ Lei n. 7.492/86. Art. 7º Emitir, oferecer ou negociar, de qualquer modo, títulos ou valores mobiliários: I - falsos ou falsificados; II - sem registro prévio de emissão junto à autoridade competente, em condições divergentes das constantes do registro ou irregularmente registrados; III - sem lastro ou garantia suficientes, nos termos da legislação; IV - sem autorização prévia da autoridade competente, quando legalmente exigida. Pena - Reclusão, de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa.

O conteúdo do contrato social adotado pela incorporadora, para efetivar a relação societária com os investidores prospectados, na modalidade de sociedade limitada de propósito específico²⁶⁰, revela parâmetros negociais bastante similares com a variante do modelo de negócio examinada, especialmente: (i) o objeto social perfaz o planejamento, a construção e a venda de unidades autônomas de edificação coletiva, em regime de incorporação; (ii) cabe aos investidores exclusivamente aportar recursos para viabilizar o empreendimento; (iii) a administração da sociedade e todas as prerrogativas gerenciais sobre a atividade da empresa são do organizador do negócio; (iv) o resultado financeiro positivo (lucro) da comercialização das unidades imobiliárias será repartido entre todos os sócios, na proporção de seus aportes; (v) caso não seja efetivada a venda de todas as unidades, os sócios poderão recuperar o capital investido, observados os lucros apurados, mediante a escolha de unidades para receber em dação em pagamento.

No caso concreto, considerando os fatores comerciais e publicitários empregados pela incorporadora para captação de investidores indeterminados, o corpo técnico da autarquia, por seu Superintendente de Registro de Valores Mobiliários, e o Colegiado da CVM, reconheceram que a operação societária ofertada pela incorporadora denotava um contrato de investimento coletivo²⁶¹, emitido de forma irregular.

²⁶⁰ Sobre a qual discorremos no ponto 3.1.4 deste trabalho, ressaltando aproximações e diferenças em relação à variante do modelo de negócio aqui examinada.

²⁶¹ No ponto, colhe-se da manifestação dos órgãos técnicos da CVM: “Diante de todos esses elementos, passamos a analisar a proposta de investimento ofertada por [incorporadora], com base na decisão do Colegiado de 22.01.2008 relativa ao Processo CVM nº RJ-2007/11593, e nela observamos todas as características de valor mobiliário elencadas no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/1976, a saber: i. Há investimento? Sim. Os investidores aplicam recursos financeiros, conforme as Cláusulas Sexta e Sétima, com a intenção de obter retorno também financeiro, conforme a Cláusula Décima Terceira, todas do Contrato SPE. ii. Esse investimento foi formalizado por um título, ou por um contrato? Sim, o Contrato SPE. iii. O investimento foi coletivo? Sim, na medida em que foi oferecido indistintamente ao público em geral por meio do *website*. iv. Alguma forma de remuneração foi oferecida aos investidores? Sim. Há distribuição mensal dos lucros obtidos com a venda das unidades habitacionais, conforme a Cláusula Décima Terceira do Contrato SPE. v. A remuneração oferecida tem origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros? Sim. Os investidores na SPE recebem remuneração sem realizar qualquer esforço além de entregar seu dinheiro à

Por elucidativo, colaciona-se trecho da manifestação da Procuradoria-Federal Especializada junto à CVM, acolhido na Deliberação CVM n. 735/2015:

A sociedade vem realizando atividade de incorporação e comercialização de imóveis e, para financiá-la vem tentando captar recursos junto ao público. Nota-se que é prometida uma remuneração ao capital investido, a qual está atrelada ao lucro obtido com a alienação das unidades construídas. A reunião dessas características leva à conclusão de que os contratos que vêm sendo oferecidos são do tipo CIC.

Isso porque (...) por seu intermédio serão captados recursos junto ao público (investidores – parceiros-cotistas), os quais serão geridos por terceiro (empreendedor – [incorporadora]²⁶²); haverá comunhão de interesses entre o investidor e o empreendedor, uma vez que ambos objetivam ganho financeiro (venda das unidades – participação no lucro); e assunção do risco do empreendimento pelos subscritores do contrato de investimento, já que o valor a ser recebido depende do sucesso do empreendimento (“cada parceiro é também nosso sócio e, ao final, obtém 50% do lucro total obtido com a comercialização das unidades de empreendimento”).

Verifica-se, também, que a distribuição dos títulos (art. 2º, IX da Lei 6.385/76) não se dirige a pessoas determinadas. A oferta está disponível na internet com acesso irrestrito, o que termina por configurá-la como dirigida ao público em geral (oferta pública) – na forma do §3º do artigo 19 da Lei 6.385, de 7.12.1976, e do artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003 – e, portanto, o investimento como coletivo. (CVM, 2015, pp. 03-04).

Destarte, a oferta pública da variante do modelo de negócio ora analisada, identificada nas práticas comerciais do empreendedor, importa a caracterização da operação como um valor imobiliário, haja vista reunir

[incorporadora], conforme Cláusula Oitava do Contrato SPE. vi. Os contratos foram ofertados publicamente? Sim, a proposta de investimento foi ofertada ao público em geral por meio do website”. (2015, p. 03).

²⁶² O nome empresarial da sociedade demandada foi substituído por “incorporadora”.

todos os elementos característicos de um contrato de investimento coletivo.

Por outro lado, caso a negociação da operação societária ocorra em caráter privado, diretamente entre empreendedor e investidores determinados – isto é, ausente a oferta pública –, a variante do modelo de negócio analisada não será considerada um contrato de investimento coletivo, afastando-se a incidência do regime regulatório do mercado de valores mobiliários.²⁶³

Essa é a compreensão no caso de o empreendedor negociar a estruturação societária do empreendimento imobiliário projetado com um grupo reduzido e determinado de investidores, sem a exposição pública da proposta de investimento. O regime da Lei n. 6.385/76 considera que esta operação consubstancia uma emissão particular de contratos de investimento, o que afasta a obrigatoriedade de prévio registro perante a CVM e a própria aplicabilidade das normas regulatórias à relação societária estabelecida.

Idêntica a perspectiva na hipótese de negociação com pessoas com quem o empreendedor tenha prévia relação comercial, societária ou trabalhista, estreita e habitual, na forma do artigo 3º, § 1º, da Instrução CVM n. 400/2003.

Esse é o caso, por exemplo, dos sócios do incorporador, das empresas parceiras ou contratadas, dos agentes de venda e corretores de imóveis credenciados para vendas nos empreendimentos do incorporador, dos sócios participantes de outra sociedade em conta de participação constituída pelo empreendedor ou das pessoas físicas e jurídicas que já realizaram investimentos na empresa ou em projetos capitaneados pelo empreendedor.

Destaca-se, no entanto, que a exceção do regime da oferta pública por conta da existência de prévia relação entre emissor e potencial investidor recebe uma interpretação estrita por parte da CVM, no intuito de evitar que a ressalva seja utilizada como mecanismo ou subterfúgio para afastar a incidência do regime regulatório em hipóteses nas quais a relação prévia entre os agentes não apresenta repercussão concreta no fluxo de informações e na qualificação do investidor.

No contexto da variante do modelo de negócio em tela, pode-se compreender que a oferta dirigida aos funcionários e colaboradores do

²⁶³ Renova-se a indicação de consulta ao ponto 2.2 desta obra, no qual analisamos os elementos característicos da oferta pública e da oferta privada, contemplando as exceções contidas na legislação e a interpretação conferida pela CVM.

empreendedor²⁶⁴, ou a adquirentes de unidades imobiliárias de outros empreendimentos por ele desenvolvidos, albergados na definição de consumidor²⁶⁵, não se perfilham à regra excepcional do artigo 3º, § 1º, da Instrução CVM n. 400/2003, mas caracterizam uma oferta pública.

Diante do exposto, depreende-se que a estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante sociedade em conta de participação, na forma da variante do modelo de negócio analisada, a depender das práticas comerciais e negociais do empreendedor, poderá estar submetida ao regime jurídico do mercado de valores mobiliários, se caracterizada a oferta pública.

Nessa hipótese, a operação societária revela a essência econômica de um contrato de investimento coletivo – valor mobiliário sujeitos às normas da Lei n. 6.385/76.

Por outro lado, caso a oferta de investimentos seja eminentemente privada, nos termos analisados, a modalidade contratual e societária adotada para captação de investimentos não será qualificada como um valor mobiliário, restando inaplicáveis, portanto, os ditames da legislação regulatória em referência.

Em ambos os cenários, o emprego da sociedade em conta de participação para estruturação societária do empreendimento imobiliário planejado se mostra adequada aos propósitos econômicos e negociais do empreendedor e do investidor, viabilizando a captação de recursos para o impulso da atividade econômica.

²⁶⁴ A Suprema Corte dos Estados Unidos enfrentou a questão, em especial, no caso *SEC vs. Ralson Purina Co.*, de 1953, compreendendo que uma oferta de ações formulada pela companhia a cerca de trezentos empregados caracterizava oferta pública. No precedente, “a Suprema Corte estabeleceu dois elementos básicos para a verificação do caráter público de determinada colocação no mercado de valores mobiliário: (i) a capacidade dos ofertados de defenderem-se por conta própria (“*fend for themselves*”); e (ii) o acesso dos ofertados ao mesmo tipo de informação que seria fornecida caso a operação tivesse sido registrada perante a SEC” (EIZIRIK, 2011, p. 144).

²⁶⁵ Destaque-se que o Colegiado da CVM, em caso envolvendo a emissão de valores por instituição bancária, destinada a seus clientes, em que compreendeu que o relacionamento mantido caracteriza uma “relação de massa”, não se amoldando ao parâmetro de “prévia relação comercial” referida no artigo 3º, § 1º, da Instrução CVM n. 400/2003. (EIZIRIK, 2011, p. 154). Quanto à incidência e às repercussões das normas consumeristas no âmbito da incorporação imobiliária, confira-se o item 1.2.

CONCLUSÃO

O trabalho buscou examinar a conformidade jurídica da estruturação societária de empreendimentos imobiliários, consistente nas alternativas de captação de investimentos concebidas pelo mercado imobiliário mediante sociedade em conta de participação, em face dos regimes jurídicos da incorporação imobiliária (Lei n. 4.591/64) e do mercado de valores mobiliários (Lei n. 6.385/76).

Partiu-se da hipótese de que o arcabouço regulatório da incorporação imobiliária e do mercado de capitais assentam as balizas normativas e os limites práticos dentro dos quais as estruturas societárias de empreendimentos imobiliários devem se enquadrar, para ostentar regularidade jurídica, o que dependerá essencialmente das peculiaridades negociais e propósitos comerciais levados a efeito pelo organizador do negócio.

Nesse intento, cuidou-se de, primeiramente, firmar os alicerces teórico-normativos indispensáveis à análise proposta, focalizando as premissas estruturantes, os conceitos essenciais e os bens jurídicos tutelados por ambos os sistemas regulatórios.

No âmbito da incorporação imobiliária, identificou-se que a Lei de Incorporações, preocupada com a tutela da confiança e a segurança jurídica no mercado imobiliário, estruturou um sólido sistema de proteção ao adquirente e confiou um feixe de deveres ao incorporador, relacionados à higidez técnica, jurídica e financeira do empreendimento e à disponibilização de informações acuradas ao mercado.

A estipulação do requisito de prévio registro do memorial de incorporação para comercialização de unidades autônomas da edificação projetada, ao lado da estruturação de um conteúdo mínimo e cogente aos contratos de promessa de compra e venda, consolida a percepção de que a essência econômica da operação – a negociação sobre unidades autônomas a construir – dimensiona o espectro de eficácia do regime da Lei n. 4.591/64.

Sob outro prisma, observou-se que o sistema regulatório do mercado de valores mobiliários funda-se na premissa de que a captação direta de recursos da poupança pública para o desenvolvimento de atividades empresariais depende essencialmente da confiança dos investidores no mercado de capitais e do arranjo institucional capaz de garantir a higidez das informações prestadas pelos agentes econômicos e a integridade financeira do mercado.

A definição contemporânea de contrato de investimento coletivo como valor mobiliário focalizada na essência econômica do negócio afeto

à captação de recursos da poupança pública para o desenvolvimento de atividades empresariais, remunerados a partir dos resultados decorrentes dos esforços do empreendedor ou de terceiros, com características compatíveis com a sociedade em conta de participação, orientam o âmbito de incidência do regime regulatório da Lei n. 6.385/76.

Fixadas essas premissas, propôs-se um modelo de negócio para instrumentalizar a abordagem, firmando-se uma moldura fático-negocial capaz de viabilizar a análise de compatibilidade jurídica da estruturação societária trabalhada com os sistemas normativos em questão. O modelo de negócio tomou por base as informações das práticas empreendidas pelos agentes atuantes no mercado imobiliário, colhidas junto a precedentes judiciais e administrativos e aos trabalhos de juristas dedicados, profissional e academicamente, a este setor econômico.

Na sequência, promoveu-se a análise teórico-normativa da conformidade jurídica da estruturação societária de empreendimentos imobiliários mediante sociedade em conta de participação frente aos regimes regulatórios da Lei n. 4.591/64 e da Lei n. 6.385/76.

A pesquisa realizada fornece subsídios para concluir que:

- (i) a adequação da operação societária ao regime jurídico da incorporação imobiliária depende da ausência de vinculação dos resultados sociais do investidor a unidades autônomas predeterminadas do empreendimento imobiliário projetado;
- (ii) a adequação da operação societária ao regime jurídico do mercado de valores mobiliários depende essencialmente das práticas comerciais e negociais do empreendedor, tendentes a qualificar a oferta de investimento como pública ou privada.

Na primeira situação, a circunstância de o empreendedor e o investidor adotarem a modalidade societária para reger sua relação negocial não desnatura a essência econômica da operação, correspondente a uma promessa de compra e venda pactuada entre incorporador e adquirente, sujeita ao regime jurídico da Lei de Incorporações.

Por outro lado, nesse caso, a intenção do investidor na aquisição da unidade imobiliária desnuda interesse circunscrito à utilização ou consumo do bem adjacente ao contrato celebrado com o empreendedor, razão pela qual não se adequa ao conceito de contrato de investimento

coletivo, na sua aceção consolidada no direito norte-americano e adotada no direito brasileiro.

Na segunda hipótese, o negócio empreendido se mostra em estrita sintonia com os pressupostos teóricos e normativos da modalidade societária adotada e carrega o potencial de caracterizar um contrato de investimento coletivo, valor mobiliário sujeito à observância das normas regulatórias do mercado de capitais e à competência da CVM.

Essa tipificação dependerá essencialmente dos fatores comerciais praticados pelo empreendedor, a revelar ou não o seu propósito de atingir um número indeterminado de potenciais investidores, circunstância a qualificar a oferta pública de valores mobiliários.

Por outro lado, caso a negociação da operação societária ocorra em caráter privado, diretamente entre empreendedor e investidores determinados – isto é, ausente a oferta pública –, a operação societária analisada não será considerada um contrato de investimento coletivo, afastando-se a incidência do regime regulatório do mercado de valores mobiliários.

Nesse panorama, a intenção do empreendedor se revelou eminentemente homogênea em todas as variantes do modelo de negócio traçado: captar recursos de particulares para alavancar o desenvolvimento do empreendimento imobiliário projetado, viabilizando financeiramente o exercício da atividade econômica.

Por conseguinte, a identificação precisa do propósito econômico do investidor despontou como fator primordial no exame de conformidade do negócio entabulado com os regimes jurídicos em questão – interesse identificado na determinação do resultado projetado do investimento: aquisição de imóvel ou lucro.

REFERÊNCIAS

- ADIERS, Leandro Bittencourt; ADIERS, Cláudia Marins. “Incorporação nas modalidades de empreitada e de administração - Características e distinções - Leis de regência - Interpretação contratual - Irrevogabilidade - Práticas abusivas e cláusulas nulas”. *In: Revista Jurídica*, v. 50, n. 300, out. 2002, pp. 46-61.
- AFFONSO, Ana Carolina Barbuio. **A sociedade em conta de participação no direito brasileiro**. 2014. 210f. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial). Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo.
- AGHIARIAN, Hércules. **Curso de direito imobiliário**. 12.ed. São Paulo: Atlas, 2015.
- ALMEIDA, André de *et al.* “Mecanismos legais de proteção a investidores no mercado de capitais dos EUA: estudo comparado com a regulamentação brasileira.” *In: Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo, Ed. RT, vol. 60, abr.-jun./2013, pp. 115-126.
- AVVAD, Pedro Elias. **Direito imobiliário: teoria geral e negócios imobiliários**. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.
- AZEVEDO, Fábio de Oliveira; MELO, Marco Aurélio Bezerra de (Coords.). **Direito imobiliário: escritos em homenagem ao professor Ricardo Pereira Lira**. São Paulo: Atlas, 2015.
- BARROS, José Eduardo Guimarães; SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; WELLISCH, Julya Sotto Maior. “Notas sobre o poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: CVM na atualidade.” *In: WALD, Arnoldo (Org.)*. **Direito Empresarial: mercado de capitais, vol. 8**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. pp. 25-42.
- BEZERRA DE MELO, Marco Aurélio. **Direito das Coisas**. 5. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2011.
- BOCATER, Maria Isabel do Prado. “O exercício do poder de polícia e regulador da CVM – aperfeiçoamentos recentes.” *In: MOSQUERA,*

Roberto Quiroga (Org.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**, vol. 1. São Paulo: Dialética, 1999, pp. 209-216.

BORBA, José Edwaldo Tavares. **Direito societário**. 16.ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2018.

BORGES, Flávia Osni Leme; AFONSO, Luiz Fernando. “A oferta e a publicidade na incorporação imobiliária - Análise da reforma do Código de Defesa do Consumidor.” *In: Revista Síntese de direito imobiliário*, v. 2, n. 9, mai.-jun./2012, pp. 35-49.

BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil.

Disponível em:

<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicaocompila.do.htm>. Acesso em: 17 mar. 2018.

_____. **Decreto n. 5.481, de 25 de junho de 1928**. Dispõe sobre a alienação parcial dos edifícios de mais de cinco andares e dá outras providências. Disponível em:

<<http://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1920-1929/decreto-5481-25-junho-1928-776630-publicacaooriginal-140611-pl.html>>. Acesso em: 28 jan. 2019.

_____. **Decreto-Lei n. 5.234, de 8 de fevereiro de 1943**. Modifica o art. 1º do Decreto n. 5.481, de 25 de junho de 1928. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/Decreto-Lei/1937-1946/Del5234impressao.htm>. Acesso em: 28 jan. 2019.

_____. **Exposição de Motivos da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>>. Acesso em: 29 abr. 2018.

_____. **Lei n. 285, de 5 de junho de 1948**. Modifica a redação do artigo 1º do Decreto n. 5.481, de 25 de junho de 1928, e revoga o Decreto-lei número 5.234, de 8 de fevereiro de 1943. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/1930-1949/L285.htm> Acesso em: 28 jan. 2019.

_____. **Lei n. 4.591, de 16 de dezembro de 1964.** Dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14591.htm> Acesso em: 17 mar. 2018.

_____. **Lei n. 5.172, de 25 de outubro de 1966.** Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L5172.htm>. Acesso em: 09 jan. 2018.

_____. **Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/Ccivil_03/leis/L6385compilada.htm>. Acesso em: 17 mar. 2018.

_____. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976.** Dispõe sobre a Sociedade por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em: 09 jan. 2018.

_____. **Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002.** Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em: 17 mar. 2018.

_____. **Lei n. 13.105, de 16 de março de 2015.** Código de Processo Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13105.htm>. Acesso em: 17 jan. 2019.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. **Direito societário e regulação econômica.** Barueri, SP: Manole, 2018.

CAMPINHO, Sérgio. **Curso de direito comercial: direito de empresa.** 14.ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

CARVALHO, Éverton Tolfó de. “A análise econômica dos reflexos da nova determinação da Receita Federal acerca da obrigatoriedade de registro no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas no que tange à

sociedade em conta de participação.” *In: Revista Síntese de Direito Empresarial*. São Paulo, ano VII, n. 41, nov.-dez./2014, pp. 124-134.

CASTRO, Daniel Aureo de (Coord.). **Direito imobiliário atual**. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.

CHALHUB, Melhim Namem. **A lei do distrato**. Valor Econômico. Disponível em: <<https://www.valor.com.br/legislacao/6055723/lei-do-distrato>> Acesso em: 16 jan. 2019.

_____. **Incorporação imobiliária**. 4.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. “Incorporação imobiliária : aspectos do sistema de proteção do adquirente de imóveis”. *In: Revista de Direito Imobiliário*. São Paulo: Ed. RT, v. 36, n.75, jul.-dez./2013, pp. 167-198.

_____. “A promessa de compra e venda no contexto da incorporação imobiliária e os efeitos do desfazimento do contrato.” *In: Revista de Direito Civil Contemporâneo – RDCC*. São Paulo: Ed. RT, v.3, n.7, (abr./jun. 2016), pp. 147-183.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial, volume 2: direito de empresa**. 21.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2017.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM. **Alerta ao Mercado - 18/07/2007**: CVM alerta investidores para riscos de investimento em participação em direitos federativos de jogadores de futebol. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2007/20070718-1.html>> Acesso em: 17 jan. 2019.

_____. **Alerta ao Mercado - 12/12/2013**: CVM alerta para ofertas irregulares em empreendimentos imobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2013/20131212-1.html>> Acesso em: 25 abr. 2018.

_____. **Deliberação CVM n. 418, de 11 de dezembro de 2001**. Suspensão de distribuição de Cédulas de Produto Rural Financeira – CPR-F no mercado de valores mobiliários, sem o competente registro previsto na Lei no 10.198, de 12 de fevereiro de 2001 e na Instrução

CVM no 296, de 18 de dezembro de 1998. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0400/deli418.html>>
Acesso em: 25 abr. 2018.

_____. **Deliberação CVM n. 734, de 17 de março de 2015.** Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para conceder dispensas 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. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0700/deli734.html>
> Acesso em: 25 abr. 2018.

_____. **Deliberação CVM n. 735, de 15 de abril de 2015.** Colocação irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários sem os competentes registros previstos na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e na Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexo_s/0700/deli735.pdf> Acesso em: 22 jan. 2019.

_____. **Deliberação CVM n. 772, de 07 de junho de 2017.** Delega competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE para apreciar pedidos de dispensa dos requisitos previstos nos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04, para colocação de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários pela sua destinação junto a investidores não qualificados, em ofertas públicas de distribuição realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 400/03. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0700/deli772.html>>
Acesso em: 25 abr. 2018.

_____. **Edital de Audiência Pública SDM 08/2016.** Dispõe sobre a oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo hoteleiro - CIC hoteleiro. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2016/sdm0816.html>
Acesso em: 25 abr. 2018.

_____. **Instrução CVM n. 296, de 18 de dezembro de 1998.** Dispõe sobre o registro de distribuição pública de contratos de investimento

coletivo. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst296.html>> Acesso em:
25 abr. 2018.

_____. **Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003.** Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>> Acesso em:
25 abr. 2018.

_____. **Instrução CVM n. 480, de 07 de dezembro de 2009.** Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>> Acesso em:
25 abr. 2018.

_____. **Instrução CVM n. 554, de 17 de dezembro de 2014.** Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>> Acesso em: 25 abr. 2018.

_____. **O que é a CVM?** (Cadernos CVM, 1). Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.

_____. **Parecer de Orientação CVM n. 32, de 30 de setembro de 2005.** Uso da Internet em ofertas de valores mobiliários e na intermediação de operações. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare032.html>> Acesso em: 08 mai. 2018.

_____. **Processo CVM n. RJ 2003/0499.** Consulta da Prefeitura da cidade de São Paulo sobre a possibilidade de os certificados de potencial adicional de construção - CEPACs - serem caracterizados como valores mobiliários. Decisão do Colegiado de 28/08/2003. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/4149-0.pdf>> Acesso em: 25 abr. 2018.

_____. **Processo CVM n. RJ2007/11.593**, registro col. 5730/07, voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto, 15/01/2008. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/deciso/es/index.html>> Acesso em: 25 abr. 2018.

_____. **Processo Administrativo Sancionador CVM 19957.008081/2016- 91**. Registro Col. 0773/17. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/noticias/anexos/2018/20180410_PAS_199570080812016_91__Incorporadora_Setin__Voto__DGB.pdf> Acesso em: 25 abr. 2018.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL - CMN. **Voto 426/1978 - Regulação do Mercado de Valores Mobiliários**: fundamentos e princípios. Roberto Teixeira da Costa, aprovado pela 311ª sessão do CMN, realizada sob presidência do Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, em 20 de dezembro de 1978. Disponível em: <<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/galerias/arquivos-historias-iterativas/RegulacaoDoMercadoDeValoresMobiliarios.pdf>> Acesso em: 05 mar. 2018.

COSTA, Luíz César Amad. “Poder regulamentar das autarquias normatizadoras das atividades do mercado financeiro e de capitais.” *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). **Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais**, vol. 2. São Paulo: Dialética, 2000, pp. 121-140.

COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities regulation**: cases and materials. 8.ed. New York: Wolters Kluwer, 2016.

CRUZ, André Santa. **Direito empresarial**. 8.ed. São Paulo: Método, 2018.

DIAS, Sérgio Mayer. “O registro da incorporação imobiliária e a repercussão jurídica e financeira em razão de sua inobservância.” *In*: **Revista Síntese de direito imobiliário**, v. 6, n. 27, mai.-jun./2015, pp. 71-93.

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de capitais**: regime jurídico. 3.ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Electronic Code of Federal Regulations. Title 17:** Commodity and Securities Exchange. Government Publishing Office, 20 dez. 2018. Disponível em: <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?gp=&SID=4bc0b5111794a33f9c0768db7d233a8e&mc=true&tpl=/ecfrbrowse/Title17/17tab_02.tpl> Acesso em: 15 jan. 2019.

FARIA, Renato Vilela; CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes (Coords.). **Operações imobiliárias:** estruturação e tributação. São Paulo: Saraiva, 2016.

FINKELSTEIN, Maria Eugênia Reis. “Sociedade em Conta de Participação”. *In:* ____; PROENÇA, José Marcelo Martins (Coords.). **Direito societário:** tipos societários. 2.ed. Série GVLaw. São Paulo: Saraiva, 2014. pp. 155-178.

_____. **Manual de direito empresarial.** 8.ed. São Paulo: Atlas, 2016.

FORGIONI, Paula A. **Teoria Geral dos Contratos Empresariais.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2009.

GOLDBERG, Victor P. **Readings in the economics of contract law.** Cambridge University Press. 1989.

GOMES, Orlando. **Direito Reais.** Atual. Luiz Edson Fachin. 19.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

GOMIDE, Alexandre Junqueira. **Lei 13.786/2018 (Lei dos “Distratos”):** Primeiras Impressões a Respeito da Extinção da Relação Contratual. GEN Jurídico. Disponível em: <<http://genjuridico.com.br/2019/01/21/lei-13-786-2018-lei-dos-distratos-primeiras-impressoes-a-respeito-da-extincao-da-relacao-contratual/>> Acesso em: 31 jan. 2019.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de empresa:** comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil. 6.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.

GOUTAY, Philippe. “O conceito de valor mobiliário.” *In:* **Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem.** São Paulo, Ed. RT, n. 8, abr.-jun./2000, pp. 229-240.

HADDAD, Cláudio L. S. “Cultura de mercado de capitais e educação do investidor: o papel das escolas e universidades.” *In*: WALD, Arnaldo (Org.). **Direito Empresarial: mercado de capitais, vol. 8.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. pp. 131-139.

JAKOBI, Karin Bergit; RIBEIRO, Márcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais.** São Paulo: Atlas, 2014

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. “Definição legal de valor mobiliário: profundas mutações nos 40 anos de vigência da Lei 6.385/1976.” *In*: **Revista dos Tribunais.** São Paulo, Ed. RT, vol. 985, nov./2017, pp. 291-316.

_____. “Os valores mobiliários.” *In*: WALD, Arnaldo (Org.). **Direito Empresarial: mercado de capitais, vol. 8.** São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. pp. 113-130.

LOPEZ, Teresa Ancona. “Princípios Contratuais”. *In*: FERNANDES, Wanderley (Coord). **Contratos Empresariais: Fundamentos e princípios.** Série GVLAW. São Paulo: Saraiva, 2010.

LOSS, Louis; SELIGMAN, Joel. **Fundamentals of securities regulation.** 5.ed. Frederick: Aspen Publishers, 2004.

LUZ, Waldemar P. da. **Direito imobiliário: fundamentos teóricos e práticos.** 6.ed. Leme: JH Mizuno, 2018.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise econômica do direito.** Trad. Rachel Sztajn. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2015.

MAMEDE, Gladston. **Direito societário: sociedades simples e empresárias.** 10.ed. São Paulo: Atlas, 2018.

MARTINS, Fran. **Curso de direito comercial.** 40.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. Atual. Carlos Henrique Abraão.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos valores mobiliários.** Rio de Janeiro: FGV, 2015.

_____. “O conceito de valor mobiliário.” *In: Revista de administração de empresas*. São Paulo, vol. 25, n. 2, abr.-jun./1985, pp. 30-55.

MENDES, Emerson Soares. “O poder normativo da Comissão de Valores Mobiliários: fundamentos e limites enquanto agência reguladora.” *In: Revista de Direito Empresarial*, vol. 11, set.-out./2015, pp. 225-254.

MOREIRA, Ricardo Guimarães. “Poder regulamentar da comissão de valores mobiliários em face dos princípios da legalidade e separação de poderes.” *In: Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo, Malheiros, n. 131, jul.2003, pp. 122-143.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. “Os princípio informadores do direito do mercado financeiro e de capitais”. *In: Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*, vol. 1. São Paulo: Dialética, 1999.

NAJJARIAN, Ilene P. de N.; LANDIM, Rômulo. “Contratos de investimento coletivo denominados de Condo-Hotéis.” *In: Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo, Ed. RT, ano 20, vol. 77, jul.-set./2017, pp. 59-73.

OLIVEIRA, Marcelo Salaroli de. **Publicidade registral imobiliária**. São Paulo: Saraiva, 2010.

PEDÃO, Ana Cláudia; VALLE, João Carlos M. P. M. T.; CATALANO, Victoria Guidette. “Embate entre duas lógicas diversas: o uso fraudulento da sociedade em conta de participação.” *In: Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*. São Paulo, Malheiros, ano LI, ns. 161/162, jan.-ago./2012, pp. 204-219.

PELUSO, Antônio Cezar. “Fraudes à lei de Parcelamento do Solo e a lei de Incorporação Imobiliária.” *In: Temas de direito urbanístico 2*. São Paulo, Ministério Público do Estado de São Paulo, Imprensa Oficial, 2000, pp. 365-375.

PEREIRA, Caio Mário da Silva; SOUZA, Sylvio Capanema de (Atual.); CHALHUB, Melhim Namem (Atual.). **Condomínio e incorporações**. 13.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

PICCHI, Flávio Augusto. “A sociedade em conta de participação e os contratos de investimento coletivo: paralelismo e assimetria.” *In: Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, v. 43, n. 134, abr.-jun./2004, pp. 193-205.

PIMENTA, Vinícius Rodrigues. “Sociedade em conta de participação: motivos para sua utilização.” *In: Revista da Faculdade de Direito da UFMG*. Belo Horizonte, n. 47, jul.-dez./2005, pp. 341-353.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. “O conceito de valor mobiliário e a competência da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil.” *In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*, vol. 1. São Paulo: Dialética, 1999, pp. 131-135.

_____. “Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais.” *In: WALD, Arnaldo (Org.). Direito Empresarial: mercado de capitais, vol. 8*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011. pp. 193-200.

RAMIRES, Rogério. **A sociedade em conta de participação no direito brasileiro**. 3.ed. São Paulo: Almedina, 2014.

RIBEIRO, Alexandre Ogêda; SARAI, Leandro. “Em busca de um melhor modelo regulatório do sistema financeiro brasileiro.” *In: Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo, Ed. RT, ano 18, vol. 67, jan.-mar./2015, pp. 15-43.

RIZZARDO, Arnaldo. **Condomínio edilício e incorporação imobiliária**. 6.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018a.

_____. **Direito de empresa**. 6.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018b.

ROCHA, Jean Paul C. Veiga da. “As consequências institucionais do novo conceito de valor mobiliário: as competências do CMN, do Bacen e da CVM.” *In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Org.). Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*, vol. 2. São Paulo: Dialética, 2000, pp. 65-78.

RODRIGUES, Marcelo Guimarães. **Tratado de registros públicos e direito notarial**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2016.

SALGADO, Daniel de Resende. “Do investimento coletivo ao crime contra o Sistema Financeiro Nacional.” *In: Revista dos Tribunais*. São Paulo, Ed. RT, ano 98, volume 884, jun. 2009, pp. 383-411.

SANTOS, Alexandre Pinheiro dos; OSÓRIO, Fábio Medina; WELLISCH, Julya Sotto Maior. **Mercado de capitais**: regime sancionador. São Paulo: Saraiva, 2012.

SANTOS, Lourdes Helena Rocha dos; CASTRO, Fábio Caprio Leite de. “A evolução histórica e os novos horizontes da incorporação imobiliária e do condomínio edilício no direito brasileiro.” *In: Revista Síntese de direito imobiliário*. São Paulo, v. 6, n. 29, set.-out./2015, pp. 73-103.

SCAVONE JÚNIOR, Luiz Antônio. **Direito imobiliário**: teoria e prática. 13.ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

_____. **Resolução de compromisso de compra e venda de imóvel em construção em razão da ausência do registro da incorporação.**

Disponível em: < [http://www.scavone.adv.br/resolucao-de-compromisso-de-compra-e-venda-de-imovel-em-construcao-em-razo-da-ausencia-do-registro-da-incorporacao.html](http://www.scavone.adv.br/resolucao-de-compromisso-de-compra-e-venda-de-imovel-em-construcao-em-razao-da-ausencia-do-registro-da-incorporacao.html)> Acesso em: 29. mar. 2018.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. **Sociedade em conta de participação**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

SILVA, Paulo Ferreira Dias da. “A evolução da CVM e do conceito de valor mobiliário.” *In: Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo, Ed. RT, vol. 67, jan.-mar./2015, pp. 67-109.

SILVA NETO, Orlando Celso da. “É possível a análise econômica do direito do consumidor?” *In: Anais do XXIV Encontro Nacional do CONPEDI – UFS. Direito Econômico e Desenvolvimento*. Florianópolis: CONPEDI, 2015. pp. 372-400. Disponível em <<http://www.conpedi.org.br/publicacoes/c178h0tg/8uix05yq/oAGS2OyOtto0v1bd.pdf>> Acesso em: 20 jul. 2018.

SODERQUIST, Larry D.; GABALDON, Theresa A. **Securities law**: concepts and insights. 4.ed. New York: Foundation Press, 2010.

SOUZA, Eduardo Nunes de; SILVA, Rodrigo da Guia. **Como funciona o controle de validade dos contratos de aquisição imobiliária**: as mudanças com o advento da Lei n. 13.786/2018. Jota. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/como-funciona-o-controle-de-validade-dos-contratos-de-aquisicao-imobiliaria-31012019>> Acesso em: 31 jan. 2019.

SPINELLI, Luis Felipe *et al.* “Contrato de investimento coletivo como modalidade de sociedade em conta de participação.” *In: Revista de direito bancário e do mercado de capitais*. São Paulo, Ed. RT, vol. 61, jul.-set./2013, pp. 243-296.

STEINBERG, Marc. **Securities regulation**. 7.ed. Durham: Carolina Academic Press, 2017.

SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. AgRg no REsp 334.838/AM, rel. Ministro João Otávio De Noronha, Quarta Turma, julgado em 18/05/2010, DJe 27/05/2010.

TIMM, Luciano Benetti (Org.). **Direito e economia no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2012.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. “Incorporação imobiliária : atualidade do regime jurídico instituído pela Lei 4.591/1964.” *In: Revista Forense*. Rio de Janeiro, vol. 376, nov. 2004, pp. 81-94.

TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO. Apelação Cível n. 9242853-14.2005.8.24.0000, 19ª Câmara de Direito Privado, rel. Des. Ricardo Negrão, julgado em 30/05/2011, DJe 21/07/2011.

TUTIKIAN, Cláudia Fonseca. “Incorporação Imobiliária: da análise econômica do direito.” *In: _____*; TIMM, Luciano Benetti; PAIVA, João Pedro Lamana (Coords.). **Novo direito imobiliário e registral**. 2.ed. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Direito comercial: Sociedades**, vol. 2. 3.ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2014.

WALD, Arnaldo. “A CVM e a evolução do mercado de capitais no Brasil.” *In: Revista Forense*. Rio de Janeiro, ano 98, vol. 363, set.-out./2002, pp. 3-16.

_____. “Atualidades da sociedade em conta de participação sob nova estrutura” *In: Revista de Direito Empresarial*. São Paulo, Ed. RT, vol. 13, jan.-fev./2016, pp. 71-78.

_____. (Org.). **Direito Empresarial: mercado de capitais, vol. 8**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2011.

WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; JUNQUEIRA NETO, Ruy de Mello. **Direito societário aplicado**: baseado nos precedentes das câmaras reservadas de direito empresarial do Tribunal de Justiça de São Paulo. São Paulo: Saraiva, 2014.

YAZBEK, Otávio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

_____. “Mercado de capitais.” *In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). Tratado de direito comercial, volume 4*: relações societárias e mercado de capitais. São Paulo: Saraiva, 2015. pp. 227-248.

ZOJRANSKI, Nelson. **Condomínio edilício**: aspectos jurídicos relevantes. 2.ed. São Paulo: Malheiros, 2015.