



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.009524/2017-41

Reg. Col. 0832/17

Assunto: Consulta ao Colegiado sobre a caracterização de contratos de venda de frações de tempo em empreendimento imobiliário estruturado sob o modelo de multipropriedade (*time sharing*), como contratos de investimento coletivo se aliados a *pool* de locação voluntário e ofertados publicamente

Diretor Relator: Gustavo Machado Gonzalez

VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Neste processo, o Colegiado da CVM é chamado a responder a seguinte questão: contratos de venda de frações de tempo em empreendimento imobiliário estruturado sob o modelo de multipropriedade (ou *time sharing*), se aliados a um *pool* de locação voluntário e ofertados publicamente, são valores mobiliários, nos termos do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976?

2. Trata-se de consulta formulada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) que busca, assim, dirimir sua divergência com a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE-CVM”) acerca da subsunção dos arranjos contratuais objeto do Processo CVM nº SP2014/291 ao conceito de contrato de investimento coletivo. Naquele processo, a SRE entendeu que, em razão de suas características, o produto ofertado não caracterizaria um contrato de investimento imobiliário. Decidiu, contudo, consultar a PFE-CVM, que acabou concluindo em sentido contrário.

3. Embora a divergência tenha surgido em um caso concreto, o Colegiado foi instado a se manifestar em sede de consulta. Nessa perspectiva, parece-me que nossa análise não deve se restringir às especificidades daquele caso, cumprindo-nos também traçar diretrizes gerais que possam orientar o trabalho da área técnica em questões similares. Para um relato mais detalhado acerca das discussões que culminaram na apresentação da consulta, reporto-me ao Memorando nº 12/2017-CVM/SRE e ao Despacho nº 00297/2017/PFECVM/PGF/AGU, que consubstanciam as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

posições defendidas, respectivamente, pela área técnica e pela procuradoria federal especializada que assessora essa autarquia. Apesar deste voto ter por objetivo responder a uma consulta, aspectos específicos do caso, bem como os argumentos da SRE e da PFE-CVM, serão apresentados e debatidos quando pertinente.

4. Por fim, antes de passar ao exame da matéria – e sem pretender com isso justificar a injustificável demora em responder à consulta – noto que a discussão talvez seja hoje ainda mais atual e pertinente do que no momento em que nos foi submetida. Isto porque, no final do ano passado (2018), a multipropriedade imobiliária finalmente passou a ter um regramento próprio no ordenamento jurídico brasileiro. Se mesmo na ausência de regramento específico o *time sharing* já era utilizado no Brasil, pode-se antever que o novo marco legal, que trouxe maior segurança ao instituto, tornará a multipropriedade imobiliária ainda mais popular.

5. Organizei este voto em seis partes, incluindo esta introdução, que se sucedem da seguinte maneira:

- (i) Na parte II, faço uma breve apresentação do conceito de multipropriedade imobiliária.
- (ii) Na sequência, analiso as circunstâncias em que a combinação de investimentos imobiliários com certos tipos de arranjos faz surgir um contrato de investimento coletivo, atraindo, conseqüentemente, a jurisdição da CVM.
- (iii) Com base nas conclusões preliminares da Parte III, começo na Parte IV o exame da questão específica, buscando delimitar de modo mais claro o objeto da discussão.
- (iv) Por sua vez, a Parte V trata, de forma mais detida, do *pool* hoteleiro e, em termos gerais, de outros arranjos que podem levar a caracterização do produto como um contrato de investimento coletivo.
- (v) Finalmente, na Parte VI sintetizo as principais conclusões deste voto.

II. A MULTIPROPRIEDADE IMOBILIÁRIA

6. Em apertada síntese, a multipropriedade consiste em espécie condominial resultante do fracionamento de imóvel no aspecto temporal. Nesse modelo, o uso da propriedade se efetiva em determinado período de tempo, recorrente e não compartilhado, de modo que cada multiproprietário pode usar o imóvel de maneira exclusiva durante um momento do ano.

7. Sobre o assunto, vale trazer a lição de Gustavo Tepedino, que já em 1990, tratou do assunto, de forma pioneira, em sua tese de titularidade. Tepedino define a multipropriedade como “a relação jurídica de aproveitamento econômico de uma coisa móvel ou imóvel, repartida em unidades fixas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

de tempo, de modo que diversos titulares possam, cada qual a seu turno, utilizar-se da coisa com exclusividade e de maneira perpétua. Neste sistema, todos os proprietários são condôminos, mas esse condomínio somente será exclusivo na unidade autônoma no tempo fixado no pacto”.¹

8. Embora já seja utilizada há décadas², a multipropriedade imobiliária somente foi regulamentada em 20.12.2018, com a edição da Lei nº 13.777/2018, que acrescentou novos artigos (notadamente, os artigos 1.358-B a 1.358-U) ao Código Civil e deu nova redação aos artigos 176 e 178 da Lei de Registros Públicos, criando, assim, um marco jurídico robusto para a multipropriedade³. Nos termos do artigo 1.358-C do Código Civil, “multipropriedade é o regime de condomínio em que cada um dos proprietários de um mesmo imóvel é titular de uma fração de tempo, à qual corresponde a faculdade de uso e gozo, com exclusividade, da totalidade do imóvel, a ser exercida pelos proprietários de forma alternada”.

9. Ao permitir a divisão do imóvel em frações de tempo, essa espécie de condomínio viabiliza que imóveis sejam comercializados por preços mais acessíveis. Ela é usada comumente – como é o caso que deu ensejo a esta consulta – em *resorts* e empreendimentos de lazer, tornando mais acessível a aquisição de uma segunda residência para férias.

III. DO IMOBILIÁRIO PARA O MOBILIÁRIO: NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS COMO CONTRATOS DE INVESTIMENTO COLETIVO

10. Muito já foi escrito sobre o conceito de contrato de investimento coletivo e o impacto

¹ TEPEDINO, Gustavo. *Multipropriedade Imobiliária*. São Paulo: Saraiva, 1993, p. 45.

² Como assinala o Min. Ricardo Villas Bôas Cueva, seu voto no REsp 1.546.165/SP: “De acordo com grande parte da doutrina especializada, o fenômeno da multipropriedade teria surgido na França, nos idos de 1967, difundiu-se pela Itália, Bélgica, Suíça, Portugal e outros países europeus e também pelos Estados Unidos, com a denominação de time-sharing. No Brasil, as operações de multipropriedade surgiram nos anos oitenta”. Ao final, a Terceira Turma do Superior Tribunal de Justiça reconheceu, por maioria, vencido o relator, que “a multipropriedade imobiliária, mesmo não efetivamente codificada [a decisão é anterior a reforma de 2018], possui natureza jurídica de direito real, harmonizando-se, portanto, com os institutos constantes do rol previsto no art. 1.225 do Código Civil” (STJ, 3ª T., REsp 1.546.165/SP, Rel. p/ Acórdão Min. João Otávio de Noronha, publ. 06.09.2016).

³ TEPEDINO, Gustavo. A nova Lei da Multipropriedade Imobiliária. In: *Revista Brasileira de Direito Civil* - Vol. 19 - Jan-Mar 2019. Disponível em: <https://rbdcivil.ibdcivil.org.br/rbdc/article/view/359/268>. SCHREIBER, Anderson. Multipropriedade Imobiliária e a Lei 13.777/18. In: *Carta Forense*, 03.12.2018. Disponível em: <http://www.cartaforense.com.br/conteudo/colunas/multipropriedade-imobiliaria-e-a-lei-1377718/18333>.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

decorrente da sua inclusão no rol de valores mobiliários reconhecidos no Brasil⁴⁻⁵. Como bem destacado por Luiz Antonio Sampaio Campos, a recepção desse conceito pelo direito brasileiro “representou verdadeira revolução copérnica na regulação do mercado de valores mobiliários – muito embora não se tenha atentado para toda a sua extensão –, pois significa o abandono de uma concepção fechada de valor mobiliário, para a adoção de uma concepção funcional-instrumental do que seria valor mobiliário, acabando por alargar sobremaneira sua definição, bem como a competência da CVM.”⁶

11. No julgamento do Processo Administrativo CVM nº RJ2007/11593⁷, o Diretor Relator Marcos Barbosa Pinto elencou seis requisitos para a caracterização de determinados arranjos como contratos de investimento coletivo, que desde então têm orientado as análises da área técnica. São eles:

- (i) a existência de um investimento;
- (ii) a formalização do investimento em um título ou contrato, pouco importando, contudo, a natureza jurídica do instrumento ou do conjunto de instrumentos adotados;
- (iii) o caráter coletivo do investimento;
- (iv) o direito, decorrente do investimento, a alguma forma de remuneração;
- (v) que essa remuneração tenha origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor; e
- (vi) que os títulos ou contratos sejam objeto de oferta pública.

⁴ V. p. ex.: CHEDIK, Julian Fonseca Peña. A reforma do mercado de valores mobiliários. In: LOBO, Jorge (coord). *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002. EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – Regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O Conceito de Security no Direito Norte-Americano e o Conceito Análogo no Direito Brasileiro. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 14, 1974. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O Conceito de Valor Mobiliário. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, nº 59, 1985. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos Valores Mobiliários*. Vol I, tomo I. Rio de Janeiro: FGV, 2015. VERÇOSA, Haroldo Malheiros. A CVM e os contratos de investimento coletivo (“Boi Gordo e outros”). In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, Malheiros, nº 108, 1997. YAZBEK, Otavio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. 2. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

⁵ A Medida Provisória nº 1.637/1998, posteriormente convertida na Lei nº 10.198/2001, foi o primeiro diploma a estabelecer que, quando ofertados publicamente, os contratos de investimento coletivo constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/1976. Posteriormente, a Lei nº 10.303/2001 alterou o rol de valores mobiliários constante do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976, incluindo os contratos de investimento coletivo.

⁶ Processo Administrativo CVM nº RJ2003/0499, Dir. Rel. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j. em 28.08.2003.

⁷ J. em 15.01.2008.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

12. Em benefício da síntese, não irei aqui revisitar de maneira detalhada como cada uma dessas questões foi desenvolvida nos precedentes da CVM, mas irei mencioná-las ao longo deste voto quando necessário. Parece-me, contudo, imprescindível salientar desde logo a marcada influência que a jurisprudência norte-americana teve tanto na reforma legislativa que introduziu o conceito de contratos de investimento coletivo no rol de valores mobiliários (quando ofertados publicamente) como também nos precedentes desta casa acerca da matéria. Com efeito, o conceito foi declaradamente transplantado dos Estados Unidos, sendo inspirado na decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no célebre caso *Securities and Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*⁸ (“*Howey*”), julgado em 1946.

13. *Howey* não foi o primeiro caso analisado pela Suprema Corte dos Estados Unidos que discutia a caracterização de uma operação como uma oferta de contratos de investimento coletivo⁹. É, todavia, considerado precursor por ter sido a primeira decisão daquele tribunal que buscou sistematizar os elementos caracterizadores do contrato de investimento coletivo.

14. *Howey* sobreviveu bem ao teste do tempo. Ainda que alguns dos conceitos tenham sido posteriormente flexibilizados¹⁰, os elementos indicados naquela decisão continuam sendo centrais na jurisprudência estadunidense. Essa longevidade deve-se não só ao já referido esforço de sistematização, mas também ao fato desse ter sido realizado a partir de conceitos abertos. Tanto é assim que, embora o conceito de contrato de investimento coletivo permaneça, em seus aspectos essenciais, inalterado há mais de setenta anos, a sua aplicação aos numerosos casos concretos¹¹ continua gerando frequentes divergências¹².

15. Muitos dos casos analisados nos Estados Unidos – inclusive alguns dos mais importantes precedentes – envolveram negócios imobiliários ou, melhor dizendo, negócios que incluíam um componente imobiliário. Não causa surpresa, portanto, que diversos argumentos utilizados pela

⁸ 328 U.S. 293-302.

⁹ Três anos antes (1943), a Suprema Corte analisou a questão no caso *Securities and Exchange Commission v. C. M. Joiner Leasing Corporation* (“*Joiner*”). 320 U.S. 344

¹⁰ Vide p. ex. a discussão sobre os esforços dos investidores e de terceiros desenvolvida nos itens 33 a 35 abaixo.

¹¹ Nesse ponto, Ary Oswaldo Mattos Filho assinala, com base em estudo de Theresa Gabaldon de 2011, que “os tribunais norte-americanos decidiram 792 casos relativos à conceituação de valor mobiliário, sendo 11 originárias da Suprema Corte, além de ter sido objeto de mais de 300 artigos publicados pelas revistas das faculdades de Direito dos Estados Unidos. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.*, p. 61.

¹² Por exemplo, a equipe do *Strategic Hub for Innovation and Financial Technology* da SEC recentemente editou documento com diretrizes para analisar se um criptoativo deve ou não ser considerado um contrato de investimento coletivo. SEC’s Strategic Hub for Innovation and Financial Technology staff. Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets. Disponível em: https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets#_edn1. Acesso em 17.04.2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

SRE, pela PFE-CVM e pelos advogados do interessado no processo que deu origem a esta consulta tenham sido adaptados de julgados daquele país.

16. Um dos elementos centrais na jurisprudência norte-americana relativa ao conceito de contrato de investimento coletivo é a importância dada à realidade econômica do negócio. Esse pressuposto foi determinante na análise, pela Suprema Corte dos Estados Unidos, de alguns dos mais importantes precedentes da matéria, dentre os quais destaco não só o já mencionado *Howey* como também *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, de 1975¹³ (“Forman”).

17. *Howey* envolvia a oferta de pequenos terrenos nos quais seria desenvolvido o cultivo de laranja. Ao mesmo tempo, ofertava-se aos investidores um contrato de prestação de serviço para cultivo e operação da propriedade¹⁴. A oferta destacava os possíveis retornos do investimento, bem como que não seria economicamente viável que o proprietário explorasse diretamente o seu imóvel. Em sua decisão, a Suprema Corte destacou que o conceito de contrato de investimento coletivo demanda uma análise que sobrepõe a substância econômica à forma jurídica, concluindo ter havido no caso em tela a oferta de valores mobiliários.

18. Já *Forman*¹⁵ discutia se a venda de ações emitidas por uma sociedade sem fins lucrativos teria caracterizado uma oferta de contratos de investimento. A emissora, no caso, era proprietária de moradias destinadas a pessoas de baixa renda e as ações ofertadas ao público eram vinculadas a imóveis específicos. Nesse caso, a Suprema Corte entendeu que a operação, em essência, envolveu a venda de imóveis para moradia e não uma oferta de contratos de investimento, não devendo, portanto, estar sujeita ao regime mobiliário.

19. Resta claro, portanto, a necessidade de se analisar a substância econômica da transação. O contraponto entre as decisões da Suprema Corte estadunidense nos casos *Howey* e *Forman* deixa essa questão bastante evidente, como bem resume o professor Nicholas Georgakopoulos: “*Buyers of land in Howey were held to be buyers of securities; buyers of shares in Forman were held to be buyers of land.*”¹⁶ Ou nas palavras do juiz Ronald Gould, escrevendo pela *Court of Appeals for the 9th Circuit* no caso *Salameh v. Tarsadia Hotel* (“Salameh”), de 2013:

“As Shakespeare wrote, “[T]hat which we call a rose, [b]y any other name would smell as sweet.” William Shakespeare, *Romeo and Juliet*, act 2, sc. 2. The same principle applies here

¹³ 421 U.S. 837.

¹⁴ Para uma descrição mais detalhada do caso, cf. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.*, pp. 66-70.

¹⁵ Para uma descrição mais detalhada do caso, cf. MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Op. Cit.*, pp. 76-82.

¹⁶ GEORGAKOPOULOS, Nicholas. *The Logic of Securities Law*. Cambridge: Cambridge University Press, 2018, p. 23.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

when determining whether a real-estate transaction is a security: substance governs, not name or label or form. *United Hous. Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 848, 95 S.Ct. 2051, 44 L.Ed.2d 621 (1975). What matters is the economic reality of the transaction. Id. So long as money is invested in a common enterprise with profits anticipated by virtue of others' work, there may be an investment contract.”¹⁷

20. A toda evidência, a simples aquisição de um imóvel para investimento – ou seja, com a expectativa de obtenção de renda ou lucro, e não para o uso pelo proprietário – não cria um contrato de investimento coletivo. Esse surge quando investidores aportam recursos (aqui entendido em sentido amplo) em um empreendimento coletivo, na expectativa de que esse gere lucros decorrentes, sobretudo, dos esforços de terceiros¹⁸.

21. De outro lado, é importante ressaltar que, para a caracterização do contrato de investimento coletivo, o lucro esperado pode estar associado tanto aos resultados do empreendimento a ser desenvolvido, quanto à valorização do título ou contrato que representa o investimento. Nessa segunda hipótese, não se pode falar em contrato de investimento coletivo quando a expectativa de valorização é associada a fatores externos, que fogem do controle do empreendedor, mas apenas quando o promotor do empreendimento ou um terceiro indicam que envidarão esforços com o objetivo de – ou tendentes a – valorizar o investimento inicialmente realizado. Assim, são diversos os julgados nos Estados Unidos que reconhecem, por exemplo, que a aquisição de terrenos pode configurar um contrato de investimento coletivo, quando são vendidos como oportunidades de investimento e há expectativa de que esforços de um terceiro promoverão a valorização dos imóveis¹⁹.

IV. DELIMITANDO O OBJETO DA DISCUSSÃO

22. O que se expôs até o momento parece ser suficiente para concluir que a simples oferta de unidades imobiliárias no sistema de multipropriedade não caracteriza um valor mobiliário. A multipropriedade, em si só, é um regime de condomínio no qual cada um dos proprietários detém os direitos de uso e gozo do bem em uma fração de tempo determinada. A toda evidência, a simples

¹⁷ *Salameh v. Tarsadia Hotel*, 726 F.3d 1124 (9th Cir. 2013).

¹⁸ “[N]o ‘investment contract’ is involved when a person invests in real estate, with the hope perhaps of earning a profit as the result of a general increase in values concurrent with the development of the neighborhood, as long as he does not do so as part of an enterprise whereby it is expressly or impliedly understood that the property will be developed or operated by others.” Loss, Luis. *SECURITIES REGULATION* (2d ed. 1961). *Apud* CREWS, Kenneth D. *Real Estate As Securities: Sales of Residential Subdivision*. Wash. U. L. Q. 0965 (1979). Disponível em: http://openscholarship.wustl.edu/law_lawreview/vol1979/iss4/3. Acesso em 31.03.2019.

¹⁹ CREWS, Kenneth D. *Op. Cit.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

instituição desse condomínio e a oferta pública das frações de tempo daí decorrentes não são suficientes para configurar um contrato de investimento coletivo.

23. Do mesmo modo, a estrutura jurídica utilizada para a instituição do regime de multipropriedade também não é determinante para o exame que se pretende realizar. Trata-se, ao contrário, de um elemento secundário no exame quanto à caracterização de determinado produto ofertado ao público como um contrato de investimento coletivo. Insisto: a configuração deve se basear em uma análise substancial. A ressalva é importante pois, na ausência de um regime jurídico específico, ou seja, ao menos até a edição da Lei nº 13.777/2018, os empreendedores valiam-se de diversos instrumentos para estabelecer um regime de multipropriedade no Brasil.

24. As mesmas razões fazem também com que não se possa afirmar de modo peremptório que a venda de frações de tempo em imóvel organizados no sistema de multipropriedade jamais caracterizarão um contrato de investimento coletivo. Por exemplo, tome-se os contratos de investimento coletivos que oferecem aos investidores a oportunidade de se tornarem sócios de empreendimentos hoteleiros. Após um período de intensas discussões, consolidou-se o entendimento de que os chamados condo-hotéis são contratos de investimento coletivo e, conseqüentemente, de que as ofertas públicas de distribuição de tais contratos devem ser realizadas de acordo com as disposições da Lei nº 6.385/1976.

25. Ora, os condo-hotéis podem ser estruturados como condomínios edilícios cujas unidades são divididas em frações de tempo, segundo o regime de multipropriedade. Nesse sentido, cabe destacar que o Colegiado já decidiu que a Instrução CVM nº 602/2018 pode ser utilizada na oferta pública de distribuição de contratos de investimento coletivo envolvendo esforços de venda de partes ideais de unidades autônomas de condomínios edilícios²⁰. Dessa forma, o fato de o fracionamento da unidade imobiliária ser eventualmente feito através do sistema de multipropriedade em nada afeta a conclusão de que se trata, no caso, de um contrato de investimento coletivo (caso ofertado publicamente).

V. A RELEVÂNCIA DO *POOL* DE LOCAÇÃO (E DE SUAS CARACTERÍSTICAS) PARA A DISCUSSÃO

26. Verifica-se, portanto, que o ponto-chave para analisar se as ofertas de unidades imobiliárias são ofertas de contratos de investimento coletivo não é a forma como a propriedade se estrutura, mas os arranjos contratuais que a cercam, bem como a forma como o produto, visto de forma integrada, é ofertado.

²⁰ Processo SEI nº 19957.009425/2018-41, analisado em 30.10.2018.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

27. No caso que deu origem à consulta, a divergência entre a SRE e a PFE-CVM decorreu do fato de os empreendimentos ofertados no regime de *time sharing* preverem a instituição de um *pool* voluntário de locação. Começarei, portanto, com esse ponto, muito embora ao final faça referência a outros aspectos relevantes que devem ser considerados nesse tipo de exame.

28. O *pool* de locação é um arranjo por meio do qual proprietários de imóveis – ou de frações temporais, no caso da multipropriedade – em um mesmo empreendimento transferem a um terceiro a atribuição para locar seus respectivos imóveis. Os aluguéis recebidos e os gastos atribuíveis ao aluguel de todas as unidades do *pool* são combinados, de modo que cada proprietário recebe uma parcela proporcional da renda proveniente dos aluguéis, independentemente de sua unidade ter sido efetivamente alugada.

29. O *pool* de locação é um dos típicos arranjos que atrai o regime dos valores mobiliários para negócios envolvendo investimentos em imóveis. Isto porque tais arranjos criam direito de remuneração e estabelecem uma comunhão horizontal de interesses de diversos investidores, ou seja, formalizam um investimento de caráter coletivo²¹, cujo sucesso dependerá, sobretudo, do trabalho do administrador do *pool*.

30. No entanto, não se pode genericamente concluir que qualquer combinação da venda de unidade imobiliária com a criação de um *pool* de locação caracteriza um contrato de investimento coletivo. Parece-me claro, de um lado, que quando a aquisição do imóvel ou da fração temporal é condicionada à celebração de contrato por meio do qual aquela unidade ou fração é colocada em um *pool* obrigatório de locação, se está diante de uma oferta de contratos de investimento coletivo²². Há, contudo, situações em que essa correlação entre os contratos é mitigada, razão pela qual uma solução rígida acabaria, a meu ver, por contrariar o corolário de que se deve, acima de tudo, analisar a realidade econômica da transação.

²¹ Apenas pra registro, vale dizer que, nos Estados Unidos, há uma divergência se a comunhão necessária para a caracterização do contrato de investimento coletivo existe apenas quando diversos investidores estão no mesmo nível (*horizontal commonality*) ou se essa pode também acontecer quando há um único investidor em comunhão com o empreendedor (*vertical commonality*). A comunhão vertical não é, todavia, reconhecida por todos os Estados.

²² Isto porque, nessas hipóteses, a unidade ou fração temporal não é ofertada para uso individual, mas dentro de uma sistemática própria de exploração econômica do empreendimento. Os já referidos CIC hoteleiros são possivelmente o exemplo mais comum desse tipo de produto, muito embora possam existir variáveis. Sobre essas, e já buscando se antecipar a possíveis questionamentos, parece-me importante desde já assinalar que o simples fato de o proprietário poder, em certas condições, usufruir do imóvel ou fração adquirido não é suficiente para afastar o regime mobiliário. Quando o *pool* é obrigatório, resta claro que a venda das unidades imobiliárias tem por objetivo agregar recursos de investidores para o desenvolvimento e exploração econômica de um empreendimento em comum. O uso individual, nesse caso, quando admitido, é excepcional. Ademais, as restrições impostas aos proprietários nessa hipótese também conduzem a conclusão de que tais operações devem estar sujeitas ao regime do direito dos valores mobiliários. Nesse ponto, as decisões dos tribunais estadunidenses parecem alinhadas com as diretrizes gerais propostas pela SEC, como se verá a seguir.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

31. A situação da consulta é justamente um desses casos. Não há um *pool* de locação obrigatório. Na verdade, os documentos analisados pela CVM se referem a um momento no qual sequer há um *pool* de locação instituído, havendo simples referência à possibilidade de instituição, no futuro, de um *pool* de locação voluntário.

32. O fato de o *pool* ser voluntário não é, por si só, determinante para o deslinde da questão. Nesse sentido, lembro que em *Howey* os contratos que formalizavam a venda dos terrenos e aqueles que regulavam a produção e a comercialização de laranjas eram formalmente independentes. Contudo, embora fosse possível adquirir o terreno sem contratar o cultivo – e de fato alguns investidores assim o fizeram – a Suprema Corte dos Estados Unidos entendeu que os acordos deveriam ser analisados como partes de uma única transação, consistindo, assim, em uma oferta de contratos de investimento coletivo, considerando a realidade econômica do negócio. É imprescindível, portanto, ir além das formas jurídicas e verificar se o que se oferece aos investidores é, de fato, um investimento em um empreendimento comum na expectativa de rentabilidade advinda *preponderantemente* do esforço de terceiros.

33. O advérbio destacado marca a minha divergência com a SRE, para quem o fato de cada multiproprietário ter que, anualmente, colocar a sua fração no *pool* seria suficiente para descaracterizar o contrato de investimento coletivo, uma vez que denotaria que os lucros esperados não adviriam exclusivamente do esforço de terceiros.

34. Com a devida vênia, tenho que essa abordagem é excessivamente simplista e poderia negar a proteção do regime dos valores mobiliários em casos em que esse se mostra não só cabível como necessário. Uma interpretação excessivamente restritiva desse requisito contraria o que o teste consagrado em *Howey* tem de mais essencial: a prevalência da essência econômica. Esse fato, aliás, fez com que os tribunais inferiores dos Estados Unidos fossem ao longo do tempo flexibilizando a posição da Suprema Corte em *Howey*. Assim, embora o referido *leading case* se refira a esforços exclusivos de terceiros, a maioria dos tribunais daquele país entende que uma participação pouco expressiva do investidor não descaracteriza o contrato de investimento coletivo, desde que os esforços de terceiros sejam os predominantes²³.

²³ O ponto de inflexão foi mais uma decisão da *Court of Appeals for the 9th Circuit*, esse no caso *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises*, de 1973. Transcrevo trecho relevante: “Strict interpretation of the requirement that profits to be earned must come ‘solely’ from the efforts of others has been subject to criticism. (...) Adherence to such an interpretation could result in a mechanical, unduly restrictive view of what is and what is not an investment contract. It would be easy to evade by adding a requirement that the buyer contribute a modicum of effort. Thus the fact that the investors here were required to exert some efforts if a return were to be achieved should not automatically preclude a finding that the Plan or Adventure is an investment contract. To do so would not serve the purpose of the legislation. Rather we adopt a more realistic test, whether the efforts made by those other than the investor are the undeniably



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

35. Essa me parece ser justamente a situação aqui tratada. O fato de o investidor ter de anualmente disponibilizar a sua fração temporal ao *pool* de locação faz com que o sucesso do empreendimento comum não dependa unicamente dos esforços de terceiros, mas, por outro lado, me parece inquestionável que a expectativa de lucro continua advindo predominantemente dos esforços do operador do *pool*. Em outras palavras, os esforços dos multiproprietários parecem marginais quando comparados aos dos terceiros que administram o *pool* de locação.

36. De outra parte, também discordo da visão da PFE-CVM de que o simples fato de o incorporador divulgar a possibilidade de instituição de um *pool* de locação voluntário aos potenciais investidores resulta na caracterização da oferta das unidades imobiliárias como uma oferta de contratos de investimento coletivo.

37. A PFE-CVM busca na experiência norte-americana os fundamentos para a sua conclusão. Faz, em primeiro lugar, referência ao *Release* nº 33-5347, editado pela *Securities and Exchange Commission* em 1973 com o objetivo de dar diretrizes quanto à aplicabilidade das leis federais de valores mobiliários às vendas de condomínios e unidades de incorporação imobiliária²⁴. Naquela oportunidade, a *SEC* manifestou o entendimento de que a oferta de unidades imobiliárias deveria ser considerada uma oferta de contratos de investimento coletivo em qualquer das seguintes hipóteses:

- (i) caso os imóveis ofertados incluíssem algum tipo de contrato de aluguel ou outro serviço semelhante e fossem ofertados e vendidos com ênfase nos benefícios econômicos para o comprador, decorrentes do aluguel das unidades, que decorrerão dos esforços gerenciais do promotor ou de um terceiro por ele designado ou contratado;
- (ii) caso fosse oferecida a participação em um *pool* de locação; e
- (iii) caso fosse oferecido um contrato de aluguel ou outro acordo similar por meio do qual o comprador se obriga a manter sua unidade disponível para locação em qualquer parte do ano, a usar um agente de locação exclusivo ou tem de alguma outra restringido, de maneira relevante, o seu direito de locar ou vender a sua unidade²⁵.

significant ones, those essential managerial efforts which affect the failure or success of the enterprise.” (Sem grifos no original). 474 F.2d 476 (1973)

²⁴ SEC. Release No. 33-5347. *Guidelines as to the applicability of the federal securities laws to offers and sales of condominiums or units in a real estate development*. Janeiro de 1973. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/interp/1973/33-5347.pdf>. Acesso em 31.03.2019.

²⁵ Tradução livre. No original: “In summary, the offering of condominium units in conjunction with any one of the following will cause the offering to be viewed as an offering of securities in the form of investment contracts: 1. The condominiums, with any rental arrangement or other similar service, are offered and sold with emphasis on the economic benefits to the purchaser to be derived from the managerial efforts of the promoter, or a third party



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

38. Em manifestações posteriores, a *SEC* indicou certas limitações na sua interpretação do *release*, dentre as quais a que a hipótese prevista no item (ii) não abarcaria situações em que não houvesse vínculo entre o incorporador e o operador do *pool* de locação²⁶. A posição da comissão de valores mobiliários norte-americana não foi, todavia, seguida pela *Court of Appeals for the 9th Circuit* no caso *Hocking v. Dubois* (“Hocking”). Nesse ponto, a PFE-CVM discorda da *SEC* e defende que seja adotada no Brasil posição similar àquela que prevaleceu na apertada decisão da corte de apelações.

39. De outro lado, um dos principais fatores que levaram à integração dos contratos em *Hocking* foi o fato de que ambos os contratos foram ofertados simultaneamente. No caso em tela, contudo, o *pool* de locação sequer existe no momento em que as frações são ofertadas. Os documentos de oferta fornecidos à CVM fazem apenas menção à possibilidade de instituição de um *pool* de locação.

40. Nesse aspecto, o caso parece se assemelhar mais ao recente julgado de *Salameh*, em que a mesma *Court of Appeals for the 9th Circuit* entendeu, novamente contrariando a manifestação da *SEC*, não restar caracterizado o contrato de investimento coletivo em razão do lapso temporal transcorrido entre a venda da unidade imobiliária e a celebração do contrato de adesão ao *pool* hoteleiro. Nesse ponto, a PFE-CVM discorda do judiciário e defende a posição da *SEC*.

41. Penso que o simples fato de os contratos de venda da unidade imobiliária e adesão ao *pool* de locação serem celebrados em momentos distintos não é suficiente para afastar o regime da Lei nº 6.385/1976. Dado que a decisão, em última instância, deve atentar para a realidade econômica²⁷,

designated or arranged for by the promoter, from rental of the units; 2. The offering of participation in a rental *pool* arrangement; and 3. The offering of a rental or similar arrangement whereby the purchaser must hold his unit available for rental for any part of the year, must use an exclusive rental agent or is otherwise materially restricted in his occupancy or rental of his unit.”

²⁶ “The release does not apply to persons who resell their own individual units (...) and have no affiliation or selling arrangement with the *pool* operator. The Commission's staff has expressed that understanding of the release on numerous occasions. Subsequent to the issuance of the Commission's release, persons involved in developing real estate projects have frequently sought the informal advice of the Commission's Division of Corporation Finance as to whether the Division would recommend Commission enforcement action if the property were sold without complying with the registration provisions of the Securities Act. The Division has declined to take a "no-action" position where there is an affiliation or selling arrangement between the developer [i.e. seller] and the rental *pool* operator. Where, however, no such affiliation or selling arrangement is present, the Division has taken a no-action position.” Manifestação de *Amicus Curiae* da *SEC* em *Hocking*.

²⁷ Vale assinalar, nesse aspecto, que a posição da *SEC* em *Salameh* se deveu a uma série de particularidades do caso, dentre as quais destaco o fato de que, embora o contrato de operação do *pool* hoteleiro ter sido celebrado em momento posterior ao da venda do imóvel, outros contratos celebrados já à época da venda das unidades restringiam o uso dos imóveis –prevendo, por exemplo, que os imóveis só poderiam ser locados através de um programa operado pela operadora hoteleira ou por um terceiro por ela aprovada. Outros pontos ressaltados foram o de que as unidades não foram criadas como unidades residenciais e que as regras de zoneamento locais exigiam que as unidades fossem vendidas para fins não residenciais e fossem administradas como parte de um hotel. Segundo a *SEC*: “The Commission



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

parece-me que o intervalo de tempo deve ser analisado de forma quantitativa e qualitativa. Assim, deve-se considerar não só quanto tempo transcorreu entre os dois eventos, mas também o que esse período representou.

42. Por exemplo, parece-me que o intervalo de tempo é menos relevante quando são ofertadas unidades imobiliárias (ou, como no caso, frações temporais relacionadas a unidades imobiliárias) ainda em construção e a celebração do *pool* se dá assim que (ou na iminência de) o empreendimento é (ser) concluído. Nessas hipóteses, a princípio, parece-me mais factível considerar que ambos os contratos devam ser considerados como instrumentos de uma única transação do que, por exemplo, situações em que o adquirente tem, efetivamente, condições de usufruir do imóvel ou da fração adquirida²⁸. Não pretendo aqui, vale dizer, propor que se estabeleça um marco rígido, uma vez que a avaliação, em última instância, sempre dependerá da essência econômica da operação.

43. De outro lado, é justamente essa prevalência da essência sobre a forma que me leva a divergir da PFE-CVM quando sustenta que a simples oferta simultânea do *pool* voluntário é suficiente para caracterizar a oferta de investimento coletivo. Nesse ponto, entendo ser mais apropriada a abordagem da SRE, que, considerando que no caso concreto apenas se fazia referência à possível instituição de um *pool* de locação de voluntário, aprofundou a sua análise examinando, também, outros elementos da oferta.

44. No processo que deu origem à consulta, os representantes do empreendedor defenderam que, diante das circunstâncias do caso, não se poderia falar nem na existência de um investimento, nem na existência de qualquer direito de participação, parceria ou remuneração.

45. Entendo, todavia, que o primeiro requisito necessário para a caracterização do contrato de investimento coletivo – a existência de investimento – encontra-se indubitavelmente presente nas operações que envolvem a aquisição de uma unidade imobiliária ou de uma fração temporal referente a um imóvel estruturado no regime de multipropriedade. Em teoria, pode-se discutir se o “investimento” se dá na aquisição da fração temporal ou no seu oferecimento ao *pool* de locação.

believes that the sale and rental program should be analyzed as a single package for purposes of the investment contract determination because: • the original sales agreements left the plaintiffs with so little use or control that it was obvious from the beginning that the defendants would exercise exclusive control to rent and operate the rooms; • the practical reality of the defendants’ plan to operate a functioning hotel made it obvious from the outset that these rooms would be necessary to serve as the hotel’s guest rooms; and • the hotel was under construction during this entire period, thereby making the time gap between the room sales and rental program inconsequential.” Manifestação de *Amicus Curiae* da SEC em *Salameh*. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/briefs/2011/salameh-tarsadia0811.pdf>. Acesso em 22.04.2019.

²⁸ V. nesse sentido, o trecho da manifestação da SEC em *Salameh* transcrita na nota anterior.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

A questão, contudo, parece-me mais teórica do que prática, ao menos para a resolução do caso da consulta.

46. O simples fato de haver “investimento” não basta para caracterizar o contrato de investimento coletivo – ao contrário, trata-se, como indicado no item 11 acima, apenas da primeira das seis questões que têm orientado o trabalho da área técnica. Da forma como o teste foi estruturado, não cabe, já nessa primeira etapa, avaliar os objetivos do investidor. A expectativa de lucros é sem dúvida indispensável para que o instrumento esteja sujeito ao regime dos valores mobiliários, mas essa avaliação, segundo penso, deve ser feita no exame de outro requisito do teste – se o investimento gera direito a alguma forma de remuneração.

47. Determinar se o investimento gera algum direito de participação, de parceria ou de remuneração é justamente a maior dificuldade da análise de casos que envolvem a oferta de frações temporais que podem, por decisão de seus proprietários, ser utilizadas ou colocadas em um *pool* de locação. Intuitivamente, poder-se-ia dizer que a resposta seria afirmativa quando o imóvel estivesse no *pool* e negativa quando o seu proprietário decidisse utilizar a propriedade. Essa solução, no entanto, é flagrantemente insatisfatória, pois geraria um cenário de completa instabilidade e insegurança.

48. Nessa perspectiva, cabe primeiramente verificar se o adquirente pode usufruir do imóvel ou fração adquirida ou se é de alguma forma restringido, de forma relevante, nos seus direitos. A jurisprudência norte-americana indica parâmetros interessantes para nortear essa análise, como regras de zoneamento que impeçam a ocupação, por uma mesma pessoa, por períodos maiores de tempo, ou restrições contratualmente estabelecidas.

49. O caso que motivou a consulta não parece se enquadrar nessas situações. Com efeito, o compromisso de compra e venda enviado à CVM estabelece que “[o] multiproprietário, no sistema de multipropriedade imobiliária, no tempo, terá a utilização normal do imóvel, podendo efetivar permutas e cessão de direitos e tudo o mais que nesse contrato não seja limitado, independentemente de consenso dos outros multiproprietários (...)”²⁹.

50. Noto, ademais, que não existem fatores econômicos que constringam os adquirentes a aderir ao *pool* de locação. Em *Howey*, como visto, embora os contratos fossem formalmente separados, a exploração individual da propriedade não era economicamente viável.

51. A princípio, a adesão ao *pool* de locação, quando existente, parece a alternativa mais vantajosa para aqueles proprietários que não pretendem, em determinado período ou de forma

²⁹ Cf. a Cláusula terceira, item 3, alínea g do Compromisso de Venda e Compra.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

reiterada, usufruir do seu imóvel (na fração temporal que lhes pertence, quando há multipropriedade). Não se pode, contudo, ver nesse fato uma compulsão econômica como a que se tinha em *Howey*.

52. Nesse ponto, não se pode ignorar o surgimento e popularização de plataformas eletrônicas para aluguel, compartilhamento ou troca de moradias, essa última especialmente para períodos de férias. Os precedentes norte-americanos que inspiraram e inspiram a construção do conceito de contrato de investimento coletivo no Brasil datam, em sua maioria, de uma época em que tais plataformas não existiam. Dado que o que se impõe, em exames como este, é uma verificação substancial do negócio, é necessário que se leve em conta essa diferença para a análise da compulsoriedade econômica, que, acredito, hoje em dia se dá de forma mais atenuada.

53. A constatação de que não se pode, no caso, falar em compulsoriedade econômica não é suficiente para esgotar a análise. Deve-se verificar, por fim, se outros fatores fazem com que a venda dos imóveis (ou das frações temporais) tenha, em realidade, consistido em um investimento em um empreendimento comum, na expectativa de lucro decorrente preponderantemente dos esforços de terceiros.

54. Mais uma vez, a jurisprudência norte-americana serve de referência sobre como conduzir esse exame. De uma forma geral, os julgados daquele país se valem de dois critérios: a motivação dos investidores em adquirir os imóveis e a ênfase dada pelo vendedor na promoção do investimento. Os critérios são, por vezes, utilizados de forma isolada e, em outras, de forma combinada³⁰.

55. Algumas das principais decisões da Suprema Corte dos Estados Unidos enfatizaram a motivação dos investidores. Em *Forman*, por exemplo, a decisão de que a oferta não envolveu valores mobiliários foi sobretudo baseada no fato de que os investidores investiram em ações com o intuito de comprar um apartamento para moradia.

56. Contudo, não me parece justo ou razoável que a motivação dos investidores seja, sozinha, determinante para a análise, inclusive porque o estado mental do adquirente pode ser desconhecido do vendedor³¹. É imprescindível, portanto, que também se considere a forma como o

³⁰ CREWS, Kenneth D. *Op. Cit.*, pp. 979 e ss.

³¹ Como destacou a Suprema Corte dos Estados Unidos já em *Joiner*: “The test rather is what character the instrument is given in commerce by the terms of the offer, the plan of distribution, and the economic inducements held out to the prospect. In the enforcement of an act such as this it is not inappropriate that promoters’ offerings be judged as being what they were represented to be.” (sem grifos no original)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

empreendimento foi promovido, o que inclui, mas não se limita, à análise do teor do material utilizado na sua divulgação.

57. Nesse ponto, parece-me útil fazer referência ao caso concreto que motivou a consulta. As reclamações originais dos investidores³² não indicam que esses estavam procurando oportunidades de investimento. Parece, de fato, que essas decorreram da vontade de cancelar a compra de imóveis de férias feitas por impulso na saída do *resort*. Assim, ao menos à luz da documentação constante dos autos, não me parece possível concluir que os investidores ao adquirir as frações temporais, estavam em realidade buscando adquirir direitos de participação, de parceria ou de remuneração.

58. Do mesmo modo, parece-me que o material publicitário constante dos autos promove, sobretudo, a aquisição das cotas dos empreendimentos como uma forma mais acessível de adquirir um imóvel de lazer³³. A tese de que as frações ofertadas ao público constituiriam contratos de investimento coletivo baseia-se, sobretudo, na resposta a um questionário que constava do site do grupo empreendedor e que dizia, em uma passagem referente ao *pool* de locação, que esse seria “a forma mais prática e rentável de se tornar sócio de um hotel”³⁴.

59. Embora esse seja, no meu sentir, justamente o tipo de declaração que tende a indicar a existência de um contrato de investimento coletivo – pois parece sugerir que as frações temporárias são uma forma de estruturar um CIC hoteleiro – não me parece que, no caso, deva-se concluir, com base em uma declaração isolada, que o que se pretendia era promover investimentos em um empreendimento comum, com o objetivo de lucros provenientes sobretudo dos esforços de terceiro.

60. Nesse sentido, cabe destacar que o empreendedor buscou adequar o material às orientações recebidas da área técnica, o que a princípio parece indicar que o que pretendia e pretende, de fato, é a venda de imóveis de lazer em um empreendimento de natureza verdadeiramente imobiliária. Diante desses fatos, concordo com a análise da SRE de que a venda das frações de tempo, naquele caso, não deve estar sujeita ao regime da Lei nº 6.385/1976.

³² Fls. 8-15 do Processo CVM nº SP2014/291.

³³ Fls. 22-27 do Processo CVM nº SP2014/291.

³⁴ Fl. 36 do Processo CVM nº SP2014/291.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

www.cvm.gov.br

VI. CONCLUSÃO

61. Em resumo:

- (i) O conceito de contrato de investimento coletivo impõe ao julgador o dever de analisar a realidade econômica da transação. A forma jurídica, portanto, desempenha um papel secundário nessa análise.
- (ii) Consequentemente, o fato de a propriedade ser dividida em frações de tempo – que é, justamente, o que se alcança com a multipropriedade – é a princípio indiferente para o exame em tela.
- (iii) A simples aquisição de uma unidade imobiliária, seja no regime geral, seja no regime de multipropriedade, com o objetivo de investimento não é suficiente para atrair o regime mobiliário. Essa surge quando, dentre outros elementos, a perspectiva de lucro está associada aos esforços do empreendedor ou de outro terceiro.
- (iv) De outro lado, o simples fato de o investidor ser demandado a tomar certas medidas não é necessariamente suficiente para afastar aquele regime. O contrato de investimento coletivo pode ser caracterizado mesmo quando os esforços de terceiros não são exclusivos, contanto que esses sejam, ao final, preponderantes e decisivos para a expectativa de rentabilidade.
- (v) O *pool* de locação é um dos típicos arranjos que atrai o regime dos valores mobiliários para negócios envolvendo investimentos em imóveis. No entanto, nem toda combinação entre a oferta de uma unidade imobiliária e de adesão a um *pool* hoteleiro caracterizará um contrato de investimento coletivo.
- (vi) Quando a aquisição do imóvel ou da fração temporal é condicionada à celebração de contrato por meio do qual aquela unidade ou fração é colocada em um *pool* obrigatório de locação, se está diante de uma oferta de contratos de investimento coletivo.
- (vii) Quando a venda de imóveis e a adesão ao *pool* de locação não são indissociáveis – e essa indissociabilidade precisa ser analisada não só sob o aspecto jurídico, mas também sob o econômico – outros elementos devem ser considerados para verificar se a oferta envolveu ou não um contrato de investimento coletivo. Deve-se, em especial, atentar para a motivação dos investidores em adquirir os imóveis e a ênfase dada pelo vendedor na promoção do investimento.
- (viii) Além do *pool* de locação, outros contratos ou circunstâncias podem caracterizar o produto, visto de forma integrada, como um contrato de investimento coletivo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

- (ix) Se os imóveis são vendidos com a finalidade primária de uso pessoal, não há que se falar em uma oferta de contrato de investimento coletivo.

É como voto.

São Paulo, 22 de abril de 2019

Original assinado por

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor Relator