



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 12/2017-CVM/SRE

Rio de Janeiro, 17 de outubro de 2017.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Assunto: **Consulta ao Colegiado sobre caracterização das ofertas nos moldes de Time Sharing.**

1. O presente processo foi instaurado com vistas a se obter manifestação do Colegiado desta Autarquia a respeito da eventual caracterização enquanto valores mobiliários de contratos nos moldes de *Time Sharing* ou Multipropriedade Imobiliária, se ofertados publicamente.

2. A questão foi suscitada em decorrência de reclamação apresentada à CVM sobre eventual caracterização enquanto valor mobiliário da oferta de cotas do empreendimento Olímpia Park Resort, realizada por SPE Olimpia Q27 Empreendimentos Imobiliários S.A., objeto do Processo CVM nº SP2014/291 ("Reclamação"), instaurado em 12.08.2014. Importante contextualizar que a citada reclamação foi apresentada meses após a Autarquia ter emitido, em 12.12.2013, alerta ao mercado, apontando as situações que poderiam vir a caracterizar captação irregular de poupança popular, promovidas, em regra, por incorporadores e corretores de imóveis, através da oferta pública de oportunidades de investimento em empreendimentos imobiliários, na forma dos contratos que passaram a ser conhecidos como Condo-Hotéis. Naquele momento, no âmbito do boom do mercado de construção civil, notadamente no setor hoteleiro, a CVM vinha sendo confrontada, com frequência, em relação ao enquadramento de contratos que garantissem aos investidores o direito de participação nos resultados do empreendimento imobiliário, oriundos de atividades neles exploradas.

### **Das manifestações no âmbito do Processo CVM nº SP2014/291**

3. No âmbito do Processo CVM nº SP2014/291, a GER-3 apresentou manifestação por meio do Despacho, doc SEI 0370916, no qual apontou como diferenças básicas entre o modelo de Time Sharing, objeto do caso concreto, e os Condo-Hotéis os seguintes aspectos: i. o apelo de venda da fração imobiliária, no caso de Time Sharing, foca-se na possibilidade do adquirente, co-proprietário da fração, se hospedar no empreendimento ou em outros empreendimentos do mesmo grupo hoteleiro; e ii. no sistema Time Sharing apresentado na Reclamação os

adquirentes não seriam obrigados a disponibilizar o imóvel para locação através de um "pool hoteleiro", característica do modelo de Condo-Hotel, mas sim havia a previsão de um pool de locação opcional ou voluntário.

4. Com base em tais aspectos a GER-3 concluiu que *"como no sistema de "Time Sharing" não existe um "Pool hoteleiro" obrigatório e não há investimento com o objetivo de se obter rendimento financeiro, não estamos diante de um contrato de investimento coletivo ou de qualquer outro valor mobiliário previsto no art. 2º da Lei nº 6.385/76."*

5. Em atenção ao despacho acima citado, a SRE, entendendo que a estrutura presente no caso concreto difere daquela normalmente observada nos demais casos de ofertas de empreendimento hoteleiros, onde a adesão ao pool de locação é obrigatória e representa a principal forma de obtenção do rendimento pelo investidor, solicitou a manifestação da PFE especificamente a respeito da caracterização, enquanto oferta de distribuição de valores mobiliários, das ofertas pública de imóveis ou cotas onde estivesse presente pool de locação opcional ou voluntário (doc SEI 0362180).

6. Em sua manifestação a GJU-2 (doc SEI 0362180) considerou inafastável a caracterização como valor mobiliário do modelo de venda de participação no Olímpia Park Resort, já que puderam ver verificados, naquele caso concreto, os elementos que consubstanciam a identificação de valor mobiliário nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6385/76: *"(i) a aquisição das unidades hoteleiras é apresentada também (embora não exclusivamente) como uma oportunidade de investimento, a teor do conteúdo do material publicitário acima citado; (ii) o investimento é instrumentalizado por meio de contrato; (iii) cuidase de investimento coletivo; (iv) há direito de participação no resultado do empreendimento hoteleiro; (v) a remuneração dos investidores advém dos esforços da administradora hoteleira; e, finalmente (vi) os contratos são ofertados publicamente."*

7. Sobre a opcionalidade de adesão ao pool hoteleiro, a GJU-2 apontou que *"a natureza jurídica do instituto não pode ser atrelada a fatores extrínsecos (adesão ou não ao "pool"), mas às suas características intrinsecamente consideradas que, como visto, apontam para existência de contrato de investimento coletivo."*

8. A PFE por sua vez, além de concordar com a manifestação da GJU-2 transcreveu trechos do Release nº 5347, de 4 de janeiro de 1973, editado pela Securities and Exchange Commission, relevantes para a análise do caso, já que, por meio de tal documento, a SEC estabeleceu diretrizes para a identificação de *investment contracts* em negócios envolvendo empreendimentos imobiliários, valendo-se dos parâmetros fixados no Howey Test, originado no caso SEC v. W.J. Howey Co..

9. Conforme apontado pela PFE, o "Release nº 5347 enumera os principais elementos que, presentes em vendas de imóveis, são aptos a caracterizar o negócio jurídico como sendo uma security, a saber:

*a oferta e venda de unidades condominiais **acompanhadas de contrato de aluguel ou outro serviço similar com ênfase nos benefícios econômicos** para o comprador, decorrentes dos esforços do vendedor ou de terceiros, a partir do aluguel das unidades;*

*a oferta de participação em um pool de locação; e*

*a oferta de um **contrato de aluguel** ou acordo semelhante **pelo qual o comprador deve manter sua unidade disponível para locação em qualquer época do ano**, além de usar um agente exclusivo de locação, sob pena de*

restrição à ocupação ou locação de sua unidade." (grifou-se).

10. Prosseguindo, a PFE citou o precedente americano *Hocking v. Dubois*, de 1986, no qual foi admitido, pelo Poder Judiciário dos Estados Unidos, o uso do *Howey Test* em venda de unidade condominial imobiliária. Conforme manifestado pela PFE "*Esse caso não cuidou de uma venda originária de unidade autônoma, mas de uma revenda realizada por corretor de imóveis. Além disso, o Rental Pool Agreement - RPA foi celebrado entre o comprador e um terceiro, sem vínculo com o corretor de imóveis. Não obstante, o Tribunal entendeu que a revenda de imóvel acoplada à oferta de participação em um RPA caracterizou oferta de security, uma vez que o corretor de imóveis apresentou o arranjo contratual ao comprador como um só negócio*". Prosseguindo, ponderou a PFE em seu despacho que "*Embora a adesão ao Pool não fosse obrigatória, a simples oferta de exploração do imóvel por meio desse tipo de contrato, aliada à informação de que o imóvel não seria economicamente viável sem tal arranjo, formaram conjunto fático suficiente para caracterizar a oferta de security em Hocking V. [sic] Dubois*." (grifou-se).

11. Tendo em vista a relevância para a questão ora em apreciação, transcreve-se a seguir trecho da decisão acima citada, contido na transcrição feita pela PFE em seu despacho:

***"Whether Hocking was offered a security does not depend on the optional or discretionary nature of the RPA. Rather, it depends simply upon whether the offer included an RPA, so that the offeree, if he or she chose to participate, could do so. Indeed, in Howey, the investors were not required to enter into service contracts with the defendants. The investors were merely told that the investment was not feasible without a contract, and that the defendants' contract was superior to all others."*** (grifou-se)

12. Finalmente citando outro precedente verificado nos EUA, a PFE remete ao caso *Salameh v. Tarsadia Hotel*, de 2013 no qual o Poder Judiciário americano reiterou a possibilidade de utilização do *Howey Test* na apreciação de negócios envolvendo empreendimentos imobiliários, entretanto tendo sido entendido, neste caso, que o negócio não caracterizava oferta de *security*, uma vez que: "(i) houve grande intervalo de tempo entre a venda do imóvel e a celebração do "contrato de administração dos aluguéis das unidades condominiais" (aproximadamente um ano); (ii) as operações foram executadas por diferentes empresas; e (iii) não houve a comprovação de que os investidores foram induzidos a aderir ao "contrato de administração dos aluguéis" no momento de aquisição dos imóveis."

### **Da presente solicitação de manifestação de entendimento ao Colegiado**

13. À luz dos entendimentos proferidos no âmbito da Reclamação, conforme acima resumidos, com vistas a conferir maior segurança jurídica nas eventuais manifestações relacionadas ao tema, a SRE julgou conveniente solicitar a apreciação pelo Colegiado a respeito da eventual caracterização de contratos no modelo de *Time Sharing* enquanto valor mobiliário.

14. Nesse sentido, ao submeter a matéria ao Colegiado, entende-se oportuno que sejam apontados determinados aspectos, os quais, na opinião desta área técnica, devem ser contemplados na análise da matéria, os quais poderiam afastar a interpretação de que se trata de valor mobiliário, este modelo de contrato.

15. Inicialmente, é importante delimitar as características inerentes ao modelo de *Time Sharing* que será objeto da manifestação do Colegiado: trata-se de venda de frações imobiliárias em sistema de multipropriedade, cujo uso se efetiva em determinado período temporal, recorrente e não compartilhado. Conforme

conceituado por Maria Helena Diniz: "*O sistema time sharing ou multipropriedade imobiliária é uma espécie condominial relativa aos locais de prazer, pela qual há um aproveitamento econômico de bem imóvel (casa, chalé, apartamento), repartido, como ensina Gustavo Tepedino, em unidades fixas de tempo, assegurando a cada co-titular o seu uso exclusivo e perpétuo durante certo período anual.*"<sup>1</sup>. Em paralelo ao contrato de venda da fração é estabelecido o direito à adesão ao pool de locação de modo permitir que, caso seja do interesse do proprietário, a fração adquirida seja disponibilizada ao aluguel, operacionalizado pelo grupo hoteleiro responsável pela administração do empreendimento. Ademais, há de se ressaltar que, nesses modelos de contrato, a adesão ao pool é uma das opções para utilização da fração adquirida, sendo possível também a troca do período de uso para outra unidade do grupo e mesmo o aluguel ou cessão a terceiros, por conta do próprio adquirente.

16. Feita esta introdução, o primeiro aspecto que se julga necessário abordar é verificar se a opcionalidade na adesão ao pool hoteleiro acaba por transferir ao investidor parte do esforço por meio do qual se dá a remuneração do contrato firmado, o que invalidaria uma das características, estabelecidas na Lei nº 6385/76, para o contrato de investimento coletivo, notadamente "*direito de participação [...] cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*". Em se verificando inválida uma das características presentes na definição do contrato de investimento coletivo, conforme inciso IX do art. 2º da citada Lei, não haveria de se falar em valor mobiliário, à luz do *Howey Test*, parâmetro trazido da jurisprudência americana que tem por base os elementos que constam da definição geralmente aceita de *securities* e que, inclusive, serviu como norte à reforma legislativa, por meio da Lei nº 10303/01, na qual se introduziu o conceito descritivo de valor mobiliário.

17. Diferentemente dos Contratos de Investimento Coletivos Hoteleiros, CIC Hoteleiros, os modelos de Multipropriedade Imobiliária traduzem um direito real de habitação periódica, ou seja, não há, no modelo de *Time Sharing*, restrição do direito de propriedade em relação à fração adquirida, o qual se materializa em determinado período de tempo no ano. Tal direito é exercido quer seja pelo uso da fração no empreendimento específico objeto do contrato, uso de período equivalente em outra propriedade do grupo hoteleiro, por meio de aluguel diretamente de sua fração a terceiros, ou ainda por meio do pool hoteleiro.

18. Nesse aspecto resta caracterizada importante diferenciação entre o CIC Hoteleiro e o sistema de *Time Sharing* na medida em que, neste último, a remuneração a ser obtida no contrato inicia-se a partir de uma prerrogativa conferida ao investidor, que poderá optar por disponibilizar sua fração para o pool hoteleiro, alternativamente ao próprio uso do imóvel ou, ainda, ao aluguel que venha a realizar diretamente, sem a interveniência do administrador hoteleiro, e, portanto, não decorre exclusivamente do esforço de terceiros. Desta forma, não estaria presente no modelo de contrato de Multipropriedade Imobiliária uma das características do contrato de investimento coletivo, valor mobiliário descrito à luz do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6385/76.

19. Importante citar que em considerações prévias a respeito da eventual caracterização enquanto valor mobiliário de determinados contratos/investimentos, o Colegiado da CVM fez remissão à característica passiva do investidor em relação à remuneração auferida, decorrente do investimento, conforme votos transcritos:

PROCESSO CVM Nº RJ2007/11593, Voto do Diretor Marcos Barbosa Pinto: "v. a

*remuneração paga pelas CCBs tem origem nos esforços do empreendedor e não do investidor, já que este aguarda passivamente o pagamento dos juros incidentes sobre o crédito"*

PROCESSO CVM Nº RJ2009/6346, Voto do Diretor Otavio Yazbek: "*Com base no quanto já foi decidido, verifica-se que, a rigor, no inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, se está, basicamente, tratando: i) de instrumentos destinados ao investimento (ou seja, de inversão de recursos); ii) em um empreendimento coletivo; iii) com a expectativa de obtenção de lucros; iv) que decorrem dos esforços do empreendedor ou de terceiros (nunca do próprio investidor, que é passivo em relação à produção dos resultados).*"

20. Decorrente de tal constatação, depreende-se que a opcionalidade de adesão ao pool hoteleiro não se trata de uma externalidade do contrato, mas sim de uma característica inerente ao modelo segundo a qual a possibilidade de remuneração apenas acontece em decorrência de uma decisão do contratante, de caráter alternativo ao efetivo uso da propriedade. Nesse modelo, portanto, a remuneração que venha a ser obtida guarda caráter acessório em relação ao propósito do investimento.

21. Outro aspecto que deve ser contemplado no escopo da apreciação ora solicitada ao Colegiado diz respeito ao alcance do pool hoteleiro optativo *vis à vis* a viabilidade do investimento na multipropriedade imobiliária. Depreende-se do caso *Hocking v. Dubois*, acima citado, que o modelo examinado naquele caso concreto previa a faculdade de adesão ao *rental pool agreement* como um contrato acoplado a ser firmado em conjunto ao contrato de aquisição da fração e não como uma opção a ser exercida a cada período de uso, como caracteriza o modelo em relação ao qual se solicita a opinião na presente consulta. Ademais, verifica-se neste precedente que o *rental pool agreement*, ainda que opcional, era objetivamente tratado como forma de tornar economicamente viável o investimento na aquisição do imóvel.

22. Nesse sentido, é factível considerar que a possibilidade de adesão ao pool hoteleiro perde seu caráter genuinamente optativo na análise daquele caso concreto, de modo que a importância dada ao contrato de locação junto ao operador hoteleiro, no que diz respeito à decisão do adquirente pelo investimento naquele modelo, foi preponderante em relação ao caráter discricionário da adesão ao pool, no exame de sua natureza, enquanto valor mobiliário, conforme aponta o parágrafo 10, acima.

23. Identifica-se desta forma, relevante diferença em relação ao modelo entendido como *security* no ambiente americano frente ao modelo de contrato de Multipropriedade Imobiliária caracterizado nos termos do parágrafo 15 acima, onde a adesão ao pool hoteleiro é uma das formas de viabilizar o uso da fração adquirida, a cada período, e será empregada a partir de prerrogativa do adquirente da fração imobiliária.

24. Ainda neste aspecto, entende-se oportuno avaliar se o enfoque adotado no esforço público de venda das cotas ou frações deve influenciar ou não na caracterização de uma oferta pública de valores mobiliários. No caso concreto que deu ensejo a esta consulta, como descrito no Memorando nº 5/2017-CVM/SRE à PFE (contido no doc SEI 0362180), o enfoque do material publicitário não se concentrava na oportunidade de investimento através da participação no pool de locação, mas no próprio uso do imóvel pelo adquirente e sua família, em determinado período de tempo. Após a interlocução com a CVM, verifica-se que o material constante do *website* do empreendimento na Internet diminuiu ainda mais a abordagem de investimento, com a retirada das menções ao sistema de pool de

locação.

25. Por todo o exposto, faz-se necessária a interpretação do Colegiado desta CVM a respeito da eventual caracterização de contratos de Multipropriedade Imobiliária e/ou *Time Sharing* quanto valor mobiliário, uma vez presente a característica de opcionalidade do pool de locação nos termos descritos no parágrafo 15, acima, bem como o enfoque realizado nos esforços de venda de tais contratos, pelo que sugerimos o envio do presente Processo ao Superintendente Geral, para que seja posteriormente submetido à superior consideração do Colegiado desta Autarquia, requerendo sorteio de relator.

1 DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro**, 4º volume, Editora Saraiva, São Paulo: 2002, p. 212

Atenciosamente,

Elaine Moreira M de La Rocque

Analista SRE

De acordo, ao SGE.

Dov Rawet

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para as providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Elaine Moreira Martins de La Rocque, Analista**, em 17/10/2017, às 19:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 17/10/2017, às 19:23, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 17/10/2017, às 19:28, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0376707** e o código CRC **0F2A626D**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0376707** and the "Código CRC" **0F2A626D**.*

---

**Referência:** Processo nº 19957.009524/2017-41

Documento SEI nº 0376707