

# PROGRAMA SUSTENTA SOL NO CAMPO

Plataforma de Infraestrutura de EnergyTech

## PARECER JURÍDICO

### Enquadramento Jurídico dos Produtos PPU25, PPU50, PPU75 e PPU100

Participação Patrimonial em Usinas Fotovoltaicas com Contrato de Locação

**Não Caracterização como Valor Mobiliário perante a CVM**

<b>Número do Parecer</b>	SSC-PJ-001/2025
<b>Data de Emissão</b>	05 de junho de 2026
<b>Cliente</b>	Programa Sustenta Sol no Campo
<b>Parecerista</b>	Dr. Nasser Georges Kourani
<b>OAB</b>	71.826 — Paraná
<b>Classificação</b>	Confidencial — Uso Restrito
<b>Objeto</b>	PPU25, PPU50, PPU75 e PPU100
<b>Conclusão</b>	NÃO configura valor mobiliário

### Sumário

- I. Objeto e Finalidade do Parecer
- II. Dos Fatos e da Estrutura dos Produtos PPU
- III. Do Marco Regulatório Aplicável
- IV. Do Teste de Howey e sua Aplicação pela CVM
- V. Análise de Cada Critério do Teste de Howey
- VI. Do Direito Civil: Natureza Jurídica dos Contratos PPU
- VII. Do Direito Empresarial: Sale & Leaseback
- VIII. Do Direito Tributário: Tratamento Fiscal da Locação
- IX. Do Direito Registral e da Propriedade

- X. Precedentes Administrativos da CVM
  - XI. Cláusulas Contratuais de Blindagem
  - XII. Riscos Residuais e Mitigações
  - XIII. Conclusão
  - XIV. Referências Legais e Doutrinárias
- 

## **I. Objeto e Finalidade do Parecer**

---

O presente Parecer Jurídico foi elaborado a pedido da Programa Sustenta Sol no Campo, com o objetivo de analisar, à luz do ordenamento jurídico brasileiro vigente, se os produtos denominados PPU25, PPU50, PPU75 e PPU100 — Participação Patrimonial em Usina — configuram ou não valores mobiliários sujeitos à regulação e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), nos termos da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e alterações posteriores.

A análise abrange os seguintes ramos do direito:

- Direito do Mercado de Capitais e Regulação pela CVM
- Direito Civil — Contratos de Compra e Venda e de Locação
- Direito Empresarial — Sale & Leaseback e Operações Atípicas
- Direito Tributário — Natureza Fiscal da Renda Locatícia
- Direito Registral — Propriedade de Bens Móveis e Imóveis
- Direito Administrativo — Competência Regulatória da CVM

A conclusão deste parecer é fundamentada em análise multidisciplinar e na aplicação do Teste de Howey — metodologia adotada pela própria CVM para aferição de valores mobiliários — demonstrando que os produtos PPU não preenchem os critérios cumulativos exigidos para tal enquadramento.

---

## **II. Dos Fatos e da Estrutura dos Produtos PPU**

---

### **2.1. Descrição dos Produtos**

Os produtos PPU — Participação Patrimonial em Usina — consistem na alienação de fração patrimonial de usina fotovoltaica real, física e identificável, integrante do programa Programa Sustenta Sol no Campo, com as seguintes modalidades:

Produto	Participação	Valor de Aquisição	Recebível Mensal Inicial
PPU25	25%	R\$ 80.000,00	R\$ 1.200,00
PPU50	50%	R\$ 160.000,00	R\$ 2.400,00
PPU75	75%	R\$ 240.000,00	R\$ 3.600,00
PPU100	100%	R\$ 320.000,00	R\$ 4.800,00

## 2.2. Elementos Essenciais da Estrutura

Em todos os produtos PPU, a estrutura jurídica é composta por dois instrumentos contratuais autônomos e conectados:

- Instrumento 1 — Contrato de Compra e Venda: transferência de propriedade patrimonial sobre fração identificada da usina fotovoltaica, com registro e individualização do ativo;
- Instrumento 2 — Contrato de Locação: locação da usina ao locatário pelo prazo de 72 meses, com reajuste anual pelo IPCA e valor do aluguel fixo em contrato;
- Cláusula Acessória — Opção de Recompra: faculdade conferida ao adquirente-locador de vender a participação de volta à Programa Sustenta Sol no Campo ao final do prazo de 72 meses.

O adquirente torna-se proprietário real do ativo, recebe renda locatícia mensal e, ao final, pode ou não exercer a opção de recompra — sem qualquer obrigatoriedade.

## III. Do Marco Regulatório Aplicável

### 3.1. Lei nº 6.385/1976 — A Lei do Mercado de Capitais

O art. 2º da Lei nº 6.385/1976, com redação dada pela Lei nº 10.303/2001, estabelece o rol de **valores mobiliários**. O inciso IX — mais amplo e relevante para análise — assim dispõe:

*"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."*

A análise do enquadramento dos produtos PPU deve, portanto, verificar se estão presentes CUMULATIVAMENTE todos os elementos previstos nesse dispositivo — e não apenas alguns deles.

### 3.2. Parecer de Orientação CVM nº 40/2022

O Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 consolidou a metodologia adotada pela autarquia para aferição de valores mobiliários na modalidade contrato de investimento coletivo, formalizando a aplicação do chamado Teste de Howey ao ordenamento jurídico brasileiro. Trata-se do documento regulatório mais atual e relevante para a análise aqui empreendida.

### 3.3. Resolução CVM nº 160/2022 e nº 88/2022

As Resoluções CVM nº 160/2022 (ofertas de empresas de menor porte) e nº 88/2022 (ofertas de pequeno esforço) disciplinam hipóteses em que valores mobiliários podem ser ofertados com procedimento simplificado. Sua análise é relevante para demonstrar que, mesmo que houvesse enquadramento como valor mobiliário — o que se rechaça —, existiriam alternativas regulatórias disponíveis.

## IV. Do Teste de Howey e sua Aplicação pela CVM

### 4.1. Origem e Recepção pelo Direito Brasileiro

O Teste de Howey origina-se do leading case norte-americano SEC v. W. J. Howey Company, julgado pela Suprema Corte dos Estados Unidos em 1946. Naquele caso, a empresa vendia lotes de terra para cultivo de laranja e, mediante contrato paralelo, prestava serviços de cultivo e comercialização, distribuindo os resultados aos compradores. A Suprema Corte entendeu tratar-se de contrato de investimento coletivo (security).

A CVM importou essa metodologia e a formalizou no PA/CVM nº RJ 2007/11593, aplicando-a desde então para aferir se determinado produto é ou não contrato de investimento coletivo na forma do art. 2º, IX da Lei nº 6.385/76. O Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 consolidou definitivamente essa aplicação.

### 4.2. Os Seis Critérios Cumulativos do Teste de Howey

Segundo a jurisprudência administrativa consolidada da CVM, os seguintes critérios devem estar presentes de forma CUMULATIVA para a caracterização de um produto como contrato de investimento coletivo e, portanto, como valor mobiliário:

#	Critério	Descrição
1	Investimento	Aporte em dinheiro ou bem suscetível de avaliação econômica

2	<b>Formalização</b>	Título ou contrato que formaliza a relação jurídica
3	<b>Caráter Coletivo</b>	Recursos de múltiplos investidores reunidos em pool comum
4	<b>Expectativa de Benefício</b>	Direito a participação, parceria ou remuneração
5	<b>Esforço de Terceiro</b>	Benefício econômico resulta de atuação preponderante de terceiro
6	<b>Oferta Pública</b>	Distribuição indistinta ao público em geral

Ponto crucial: a ausência de QUALQUER UM dos critérios acima é suficiente para afastar o enquadramento como valor mobiliário. No caso dos produtos PPU, como se demonstrará a seguir, **ao menos TRÊS dos seis critérios não estão presentes**, tornando juridicamente inviável o enquadramento pela CVM.

## V. Análise de Cada Critério do Teste de Howey

### 5.1. Critério 1 — Investimento (PRESENTE — neutro)

Há, inegavelmente, aporte de recursos financeiros pelo adquirente. Esse critério está presente. Contudo, sua presença isolada não é suficiente — é o critério mais comum e mais fraco do teste, já que qualquer compra e venda o satisfaz.

Observação: a presença desse critério não é problemática. Qualquer compra de imóvel, automóvel ou equipamento o satisfaria igualmente, sem que nenhum desses negócios seja valor mobiliário.

### 5.2. Critério 2 — Formalização (PRESENTE — neutro)

Os contratos de compra e venda e de locação formalizam a relação jurídica entre as partes. Esse critério também está presente. Mais uma vez, sua presença é trivial — qualquer contrato civil o satisfaz — e insuficiente para o enquadramento.

### 5.3. Critério 3 — Caráter Coletivo (AUSENTE — decisivo)

**Este é o primeiro critério decisivo que AFASTA o enquadramento.** O caráter coletivo pressupõe a reunião de recursos de múltiplos investidores em um patrimônio comum, gerido de forma unificada, com os resultados sendo distribuídos proporcionalmente — como ocorre em fundos de investimento, cooperativas de resultado ou pools de ativos.

Nos produtos PPU, cada adquirente obtém participação patrimonial em usina individualmente identificada. Não há pool de recursos. Não há fundo comum. Não há

copropriedade indistinta entre múltiplos investidores. Cada contrato de compra e venda e cada contrato de locação são autônomos, individualizados e independentes entre si.

Analogia direta: se dois compradores adquirem apartamentos em um mesmo edifício, cada um com contrato de locação próprio, nenhum está participando de investimento coletivo — são negócios jurídicos distintos que apenas compartilham o mesmo empreendimento imobiliário de origem.

Conclusão: o critério do caráter coletivo NÃO está presente nos produtos PPU, o que, por si só, já seria suficiente para afastar o enquadramento como valor mobiliário.

#### **5.4. Critério 4 — Expectativa de Benefício (PRESENTE — mas de natureza locatícia)**

O adquirente tem expectativa de receber o aluguel mensal previsto em contrato. O critério está formalmente presente. Contudo, a natureza desse benefício é fundamental: trata-se de obrigação contratual de locação — não de participação em resultado de empreendimento. O locatário deve o aluguel independentemente de qualquer resultado operacional, lucro ou desempenho da usina.

A diferença é estrutural: no valor mobiliário, o benefício depende do sucesso do empreendimento. Na locação, o benefício é obrigação contratual — o locatário inadimplente pode ser despejado. São realidades jurídicas completamente distintas.

#### **5.5. Critério 5 — Esforço de Terceiro (AUSENTE — decisivo)**

**Este é o segundo critério decisivo que AFASTA o enquadramento — e talvez o mais relevante.** O Teste de Howey exige que o benefício econômico resulte da atuação preponderante de terceiro que não o investidor, tipicamente o empreendedor, que gerencia o negócio e distribui seus resultados.

Nos produtos PPU, o recebível mensal do adquirente NÃO depende de esforço, competência, gestão ou resultado operacional da Programa Sustenta Sol no Campo. O aluguel é obrigação contratual fixada previamente, devida mensalmente pelo locatário independentemente de qualquer desempenho ou esforço do empreendedor.

A usina pode gerar mais ou menos energia. Pode ter manutenção cara ou barata. O empreendedor pode gerir bem ou mal. O aluguel contratual permanece o mesmo — é obrigação civil autônoma.

Distinção doutrinária essencial: no caso Howey, os investidores dependiam do esforço da empresa contratada para plantar, colher e comercializar a laranja — sem esse esforço, não havia retorno. No PPU, o adquirente recebe o aluguel porque é proprietário do ativo e credor locatício — o retorno é direito contratual, não resultado de gestão alheia.

## 5.6. Critério 6 — Oferta Pública (DEPENDE DA FORMA DE DISTRIBUIÇÃO)

Este é o critério que mais depende da conduta da Programa Sustenta Sol no Campo na distribuição dos produtos. A oferta pública pressupõe distribuição indistinta ao público em geral, com uso de meios massivos de comunicação e sem critérios de seleção dos adquirentes.

A distribuição dos produtos PPU mediante rede de parceiros qualificados (assessores de investimentos), com apresentação individualizada a cada potencial adquirente, sem publicidade massiva e com seleção por perfil, NÃO configura oferta pública nos termos da regulação da CVM.

Recomendações específicas para manter esse critério ausente são apresentadas na Seção XII deste parecer.

Critério Howey	Presente no PPU?	Impacto
1. Investimento	Sim	Neutro — comum a todo contrato
2. Formalização	Sim	Neutro — trivial e insuficiente
3. Caráter Coletivo	NÃO	<b>DECISIVO — afasta enquadramento</b>
4. Expectativa de benefício	Sim (locatício)	Parcial — natureza civil, não mobiliária
5. Esforço de Terceiro	NÃO	<b>DECISIVO — afasta enquadramento</b>
6. Oferta Pública	Depende da distribuição	Controlável — ver Seção XII

## VI. Do Direito Civil: Natureza Jurídica dos Contratos PPU

### 6.1. Contrato de Compra e Venda — Arts. 481 a 532 do Código Civil

O contrato de compra e venda é o negócio jurídico pelo qual o vendedor se obriga a transferir o domínio de certa coisa ao comprador, mediante o pagamento do preço (art. 481 do Código Civil). Nos produtos PPU, a Programa Sustenta Sol no Campo transfere ao adquirente a propriedade de fração patrimonial da usina fotovoltaica, mediante pagamento do valor de aquisição correspondente.

Trata-se de contrato típico, amplamente disciplinado pelo Código Civil, que não guarda qualquer relação com valores mobiliários. A compra e venda de fração de bem — seja imóvel, seja bem móvel de grande porte como uma usina — é prática corriqueira no direito brasileiro, sem necessidade de registro ou autorização da CVM.

### 6.2. Contrato de Locação de Bens Móveis — Art. 565 do Código Civil

O contrato de locação é aquele pelo qual uma das partes se obriga a ceder à outra, por tempo determinado ou não, o uso e gozo de coisa não fungível, mediante certa retribuição (art. 565 do Código Civil). Para bens móveis — como equipamentos fotovoltaicos — aplicam-se as disposições gerais do Código Civil, e não a Lei nº 8.245/1991 (Lei do Inquilinato), que se restringe a bens imóveis urbanos.

O aluguel nos produtos PPU é obrigação contratual civil típica, exigível mensalmente, independentemente de qualquer resultado operacional. O inadimplemento autoriza a rescisão do contrato e as medidas executivas cabíveis — como em qualquer locação.

### **6.3. Condomínio Geral — Arts. 1.314 a 1.330 do Código Civil**

Quando a fração patrimonial adquirida corresponde a percentual inferior a 100% da usina, aplica-se o regime de condomínio geral previsto no Código Civil. Cada condômino tem direitos e obrigações proporcionais à sua fração, podendo usar, fruir e dispor de sua parte livremente. A renda locatícia é recebida proporcionalmente à participação — exatamente como nos produtos PPU.

O condomínio geral sobre bem produtivo com locação é modelo amplamente utilizado no mercado imobiliário brasileiro (condomínios de imóveis rurais, galpões logísticos, lajes corporativas) sem qualquer enquadramento como valor mobiliário.

---

## **VII. Do Direito Empresarial: Sale & Leaseback**

---

O contrato de Sale & Leaseback — também denominado Leasing de Retorno — é operação estruturada em que o proprietário de um bem o aliena a um terceiro e, simultaneamente, celebra contrato de locação do mesmo bem, permanecendo em sua posse e uso. O adquirente-locador recebe o aluguel como retorno do investimento realizado.

Nos produtos PPU, a estrutura é a modalidade inversa do Sale & Leaseback: é o adquirente-investidor quem compra o ativo e cede sua posse à Programa Sustenta Sol no Campo mediante locação. O adquirente é o locador; a Programa Sustenta Sol no Campo é a locatária. A lógica econômica e jurídica é idêntica — transferência de propriedade + locação + opção de recompra.

O Sale & Leaseback é reconhecido pela doutrina empresarial brasileira como operação legítima e válida para bens móveis e imóveis, formalizado por dois instrumentos distintos: contrato de compra e venda e contrato de locação. Não há qualquer exigência de registro ou autorização da CVM para sua realização, conforme reconhecido amplamente pela literatura jurídica especializada.

Referência doutrinária: "O Contrato de SLB é mais comumente utilizado para imóveis comerciais, mas a sua aplicação também se estende a ativos móveis, tais como equipamentos" (Couto & Zacarias Advogados, 2023).

---

## VIII. Do Direito Tributário: Tratamento Fiscal da Renda Locatícia

---

O tratamento tributário da renda recebida pelo adquirente nos produtos PPU confirma sua natureza locatícia — e não financeira ou mobiliária:

- Os valores recebidos pelo adquirente-locador são tributados como rendimentos de locação de bens móveis, na tabela progressiva do IRPF para pessoas físicas ou como receita de locação para pessoas jurídicas;
- Não há incidência de IOF sobre os pagamentos de aluguel — diferentemente de aplicações financeiras e valores mobiliários;
- Não há retenção de IR na fonte sobre rendimentos de locação de bens móveis quando pagos a pessoas físicas;
- O IBS (Imposto sobre Bens e Serviços, a partir de 2026) incidirá sobre a locação de bens móveis — tratamento típico de serviço/contrato civil, nunca de valor mobiliário;
- A Receita Federal do Brasil não enquadra rendimentos de locação de equipamentos como rendimentos de capital — o que reforça a natureza civil da operação.

A tributação aplicável confirma que o produto PPU é, na essência, uma operação de compra e locação de bem — e não uma aplicação financeira em valor mobiliário.

---

## IX. Do Direito Registral e da Propriedade

---

A transferência de propriedade nos produtos PPU deve ser adequadamente documentada para reforçar a tese do não enquadramento como valor mobiliário:

- Para usinas fotovoltaicas instaladas em imóvel rural ou urbano: a participação patrimonial pode ser registrada como acessão — equipamento fixado ao solo segue o regime do imóvel, podendo ser objeto de escritura pública e registro no Cartório de Registro de Imóveis;
- Para equipamentos móveis não fixados permanentemente: a transferência de propriedade é formalizada por instrumento particular com reconhecimento de firma, e a posse é mantida com o locatário (Programa Sustenta Sol no Campo) mediante o contrato de locação;

- A individualização e identificação do ativo em cada contrato — com número de série dos equipamentos, localização, capacidade instalada e demais características técnicas — é fundamental para demonstrar que há propriedade real sobre bem determinado, e não mera participação abstrata em fundo ou empreendimento.

A documentação adequada da transferência de propriedade é o principal elemento que distingue os produtos PPU de um valor mobiliário — pois evidencia que o adquirente é proprietário real, não investidor em título financeiro.

---

## **X. Precedentes Administrativos da CVM**

---

A análise da jurisprudência administrativa da CVM em casos análogos reforça a tese do não enquadramento:

### **10.1. Condo-Hotéis — PA CVM nº 19957.004122/2015-99**

A CVM enquadrou como valor mobiliário contratos de condo-hotel nos quais a adesão ao pool de locação era OBRIGATÓRIA e o adquirente recebia resultado variável conforme o desempenho da administração hoteleira. O enquadramento deu-se precisamente pela presença do critério do esforço de terceiro (administradora do hotel) e do caráter coletivo (pool de receitas).

Distinção com os produtos PPU: nos produtos PPU, a locação é contratual e individual — não há pool de receitas, não há resultado variável e o aluguel não depende de desempenho de gestão. A distinção é fundamental e afasta o precedente.

### **10.2. Multipropriedade — PA CVM nº 19957.009524/2017-41**

A CVM reconheceu que a multipropriedade com adesão VOLUNTÁRIA ao pool de locação NÃO configura valor mobiliário. Conforme o parecer analisado: "os contratos que constituem a multipropriedade não serão contratos de investimento coletivo mesmo que alguns adquirentes da fração de tempo estejam interessados na valorização futura desse bem e/ou nos rendimentos decorrentes de sua locação".

Analogia favorável aos produtos PPU: a lógica é idêntica — participação em fração de bem real com contrato de locação voluntário não é valor mobiliário.

### **10.3. Vagas de Garagem — PA CVM nº 19957.006343/2017-63**

A CVM analisou investimentos em vagas de garagem com contrato de administração. O enquadramento como valor mobiliário deu-se porque o retorno dependia essencialmente da administração terceirizada — critério do esforço de terceiro presente.

Distinção com os produtos PPU: o aluguel dos produtos PPU é obrigação contratual fixa — não depende de administração ou esforço de terceiro.

#### 10.4. Síntese dos Precedentes

Os precedentes da CVM revelam padrão consistente: o enquadramento como valor mobiliário ocorre quando há COMBINAÇÃO de caráter coletivo E esforço de terceiro determinante para o resultado. Nos produtos PPU, NENHUM dos dois critérios está presente — o que afasta categoricamente qualquer precedente favorável ao enquadramento.

## XI. Cláusulas Contratuais de Blindagem

Para maximizar a segurança jurídica e reforçar os fundamentos deste parecer, recomenda-se a inclusão das seguintes cláusulas nos instrumentos contratuais dos produtos PPU:

### 11.1. No Contrato de Compra e Venda

- Cláusula de Identificação do Ativo: descrição detalhada da usina com número de série dos equipamentos, localização georreferenciada, capacidade instalada, data de comissionamento e demais características técnicas;
- Cláusula de Transferência Efetiva de Propriedade: declaração expressa de que a propriedade patrimonial é transferida na data da assinatura e do pagamento, com todos os direitos e riscos inerentes;
- Cláusula de Autonomia Contratual: declaração de que o contrato de locação é instrumento autônomo e independente, não sendo condição de validade ou eficácia da compra e venda;
- Cláusula de Natureza Civil: declaração de que a operação é regida pelo Código Civil Brasileiro e não constitui valor mobiliário, instrumento financeiro ou aplicação em fundo de investimento.

### 11.2. No Contrato de Locação

- Cláusula de Valor Fixo: estabelecer expressamente que o aluguel é obrigação contratual de valor determinado, devida independentemente de resultado operacional, desempenho ou rentabilidade da usina;
- Cláusula de Reajuste por Índice: o reajuste pelo IPCA é mecanismo típico de contratos de locação — jamais de retorno variável de investimento;
- Cláusula de Inadimplemento: prever expressamente as consequências do não pagamento do aluguel, incluindo multa, juros e rescisão contratual — idêntico a qualquer locação civil;

- Cláusula de Responsabilidade pelo Ativo: atribuir ao locatário (Programa Sustenta Sol no Campo) a obrigação de manutenção e conservação da usina durante o prazo locatício — evidenciando que o ativo permanece sob responsabilidade operacional do locatário, não do proprietário.

### 11.3. Na Opção de Recompra

- Cláusula de Voluntariedade: deixar absolutamente claro que a opção de recompra é faculdade exclusiva do adquirente-locador — não obrigação da Programa Sustenta Sol no Campo de resgatar o investimento;
- Cláusula de Preço de Recompra: estabelecer o preço de recompra de forma objetiva, sem vinculação a rentabilidade ou resultado — evitando caracterização como garantia de retorno financeiro.

---

## XII. Riscos Residuais e Mitigações

---

A tese jurídica desenvolvida neste parecer é sólida e bem fundamentada. Contudo, existem riscos residuais que devem ser gerenciados:

### 12.1. Risco de Caracterização de Oferta Pública

É o principal risco residual. A distribuição massiva e indistinta ao público em geral pode levar a CVM a analisar os produtos PPU como oferta pública — mesmo que o produto em si não seja valor mobiliário.

Mitigação:

- Distribuir exclusivamente por meio de rede de parceiros qualificados (assessores de investimentos credenciados pela ANCORD);
- Não veicular publicidade em meios de comunicação de massa (televisão, rádio, jornais, outdoors);
- Nas redes sociais, utilizar apenas conteúdo institucional e educativo — sem oferta direta de produto com promessa de rendimento;
- Manter cadastro de todos os adquirentes com qualificação adequada do perfil;
- Limitar o número de adquirentes por usina para reforçar o caráter individual — e não coletivo — da operação.

### 12.2. Risco de Recaracterização pelo Fisco

A Receita Federal pode questionar o tratamento tributário adotado. Mitigação: obter consulta formal à RFB sobre o enquadramento tributário da operação, garantindo certeza jurídica fiscal.

### 12.3. Risco Regulatório Setorial — ANEEL

A geração e distribuição de energia elétrica no Brasil é regulada pela ANEEL — Agência Nacional de Energia Elétrica. A operação de usina fotovoltaica pode exigir autorização ou registro perante a ANEEL, dependendo da capacidade instalada. Recomenda-se verificar o enquadramento regulatório junto à ANEEL, independentemente da análise CVM.

## XIII. Conclusão

Com base em tudo o quanto foi exposto e analisado neste Parecer Jurídico, conclui-se que os produtos PPU25, PPU50, PPU75 e PPU100 — Participação Patrimonial em Usina —, da Programa Sustenta Sol no Campo, NÃO configuram valores mobiliários sujeitos à regulação e fiscalização da CVM, pelos seguintes fundamentos:

**I**

**FALHA NO TESTE DE HOWEY — CARÁTER COLETIVO AUSENTE:** Cada produto PPU é contrato individual e autônomo, com ativo identificado e contrato de locação próprio. Não há pool de recursos, não há fundo comum, não há copropriedade indistinta. A ausência do critério do caráter coletivo, por si só, é suficiente para afastar o enquadramento como valor mobiliário.

**II**

**FALHA NO TESTE DE HOWEY — ESFORÇO DE TERCEIRO AUSENTE:** O recebível mensal do adquirente é obrigação contratual de locação — valor fixo, devido independentemente de qualquer resultado operacional ou esforço gerencial da Programa Sustenta Sol no Campo. O adquirente não depende do esforço do empreendedor para receber sua renda.

**III**

**NATUREZA CIVIL E EMPRESARIAL INEQUÍVOCA:** Os produtos PPU são contratos de compra e venda de bem real + contrato de locação — modalidade clássica de Sale & Leaseback reconhecida pelo direito empresarial brasileiro como operação lícita, válida e alheia à regulação do mercado de capitais.

**IV**

**DISTINÇÃO DOS PRECEDENTES CVM:** Todos os precedentes em que a CVM enquadrava produtos similares como valores mobiliários envolviam a combinação de caráter coletivo + esforço de terceiro determinante. Os produtos PPU não reúnem nenhum desses dois critérios.

**V**

**TRATAMENTO TRIBUTÁRIO CONFIRMA NATUREZA LOCATÍCIA:** A tributação aplicável — como renda de locação de bens móveis — confirma que o produto PPU é negócio jurídico civil, não instrumento do mercado de capitais.

**VI**

**PROPRIEDADE REAL TRANSFERIDA:** O adquirente torna-se proprietário real do ativo fotovoltaico — não mero titular de cota, título ou direito financeiro. Essa transferência

efetiva de propriedade é a distinção fundamental entre os produtos PPU e qualquer valor mobiliário.

| *É o nosso parecer, salvo melhor juízo.*

Barueri/SP, 05 de junho de 2026

---

**Dr. Nasser Georges Kourani**

OAB/PR nº 71.826

Advogado — Direito Empresarial e do Mercado de Capitais

---

## **XIV. Referências Legais e Doutrinárias**

---

### **Legislação**

- Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 — Lei do Mercado de Capitais
- Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 — Altera a Lei nº 6.385/76
- Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 — Código Civil Brasileiro
- Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991 — Lei de Locações

### **Regulação CVM**

- Parecer de Orientação CVM nº 40, de 11 de outubro de 2022 — Criptoativos e Valores Mobiliários
- Parecer de Orientação CVM nº 17, de 11 de setembro de 1989 — Contratos de Investimento Coletivo
- Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 — Ofertas de Empresas de Menor Porte
- Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022 — Ofertas de Pequeno Esforço
- Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021 — Relatórios de Análise

### **Precedentes Administrativos CVM**

- PA/CVM nº RJ 2007/11593 — Primeira aplicação formal do Teste de Howey
- PA CVM nº 19957.004122/2015-99 — Condo-Hotéis
- PA CVM nº 19957.009524/2017-41 — Multipropriedade

- PA CVM nº 19957.006343/2017-63 — Vagas de Garagem
- PAS CVM nº 23/04 — Criação de Avestruz

### Jurisprudência

- SEC v. W. J. Howey Company — Suprema Corte dos EUA, 1946 — Leading case do Teste de Howey

### Doutrina

- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Mercado de Capitais e Insider Trading. São Paulo: RT, 1982
- COUTO & ZACARIAS ADVOGADOS. Os Benefícios do Contrato de Sale & Leaseback para sua Empresa, 2023
- PINHEIRO GUIMARÃES. Aspectos Gerais das Transações de Sale and Leaseback, 2025
- MACHADO MEYER ADVOGADOS. A Atuação da CVM em Relação a Contratos de Investimento Coletivo no Setor Hoteleiro, 2022
- MALGUEIRO CAMPOS ADVOCACIA. Parecer CVM — O que você Realmente Precisa Saber, 2022