



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS - FACC
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Lara Bicalho Vargas

**DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS NOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS: UM
ESTUDO DE CASO DO MXRF11**

Rio de Janeiro

2022

Lara Bicalho Vargas

**DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS NOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS: UM
ESTUDO DE CASO DO MXRF11**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado como exigência parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis na Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Orientador: Prof. Odilanei Moraes dos Santos

Rio de Janeiro

2022

CIP - Catalogação na Publicação

V297d Vargas, Lara Bicalho
Distribuição de rendimentos nos fundos
imobiliários: um estudo de caso do MXRF11 / Lara
Bicalho Vargas. -- Rio de Janeiro, 2022.
37 f.

Orientador: Odilanei Moraes dos Santos.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
de Administração e Ciências Contábeis, Bacharel em
Ciências Contábeis, 2022.

1. Distribuição de Rendimentos. 2. Fundo de
Investimento Imobiliário. 3. Trabalho de Conclusão
de Curso. 4. Universidade Federal do Rio de
Janeiro. I. Santos, Odilanei Moraes dos, orient.
II. Título.

Lara Bicalho Vargas

**DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS NOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS: UM
ESTUDO DE CASO DO MXRF11**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
como exigência parcial para a obtenção do
título de Bacharel em Ciências Contábeis na
Faculdade de Administração e Ciências
Contábeis, da Universidade Federal do Rio de
Janeiro.

Rio de Janeiro, 19 de dezembro de 2022.

Prof. Dr. Odilanei Moraes dos Santos
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Vinícius Mothé Maia
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

Prof. Dr. Adriano Rodrigues
Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ)

AGRADECIMENTOS

Dedico esse trabalho aos meus pais, Adriana Bicalho e Jorge Nelson Vargas, que sempre me apoiaram e me incentivaram em todas as decisões, dentro da minha vida acadêmica e fora dela.

Dedico ao meu noivo, Vinícius Drummond, que sempre segurou minha mão e nunca desistiu mesmo nos períodos mais difíceis.

Dedico à Gabrielle Oliveira e Anna Rafaela Lopes, que me deram todo o suporte necessário para poder aprender mais sobre contabilidade de fundos de investimento, e principalmente, para ir a fundo no tema desse trabalho.

Dedico, por fim, ao meu avô, Joel Vieira Bicalho, que mesmo não estando aqui para acompanhar a minha trajetória como futura contadora, sei que tem me guiado desde o início.

RESUMO

O mercado de fundos de investimento tem tido expressivo crescimento no Brasil, principalmente os fundos de investimento imobiliário. Consequentemente, a parte regulatória está em estado constante de desenvolvimento. O mercado de capitais passou por uma das maiores discussões na regulamentação da distribuição de rendimentos desses fundos em 2021, a partir de divergências na interpretação na base de cálculo do “Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário” (MXRF11). Dessa forma, o presente estudo teve como objetivo realizar um estudo de caso referente à decisão inicial, de dezembro de 2021, do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários referente à distribuição de rendimentos do MXRF11 a partir da análise dos documentos a que se referem o assunto. Observou-se interpretações discrepantes e dificuldades em padronizar o entendimento da legislação aplicável devido à utilização de conceitos ambíguos e pouco claros. Assim, foi constatado a necessidade de revisão nos relatórios vigentes para que se possa extinguir o risco de limitações na distribuição de rendimentos nos fundos imobiliários que surgiu no mercado, além de trazer mais transparência e maior padronização na operacionalidade dos fundos de investimento imobiliário.

Palavras-chave: Fundos de Investimento Imobiliário; Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Dividendos.

ABSTRACT

The investment fund market has had expressive growth in Brazil, especially the real estate investment funds. Consequently, the regulatory part is in a constant state of development. In 2021, the capital market went through one of the biggest discussions in the regulation of income distribution of these funds, due to divergences in the interpretation of the calculation basis of “Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário” (MXRF11). Thus, the present study aimed to conduct a case study regarding the initial decision, in December 2021, of the collegiate of the Securities and Exchange Commission regarding the distribution of income of MXRF11, based on the documentary analysis of the documents that refer to the subject. We observed discrepant interpretations and difficulties in standardizing the understanding of the applicable legislation due to the use of ambiguous and unclear concepts. Thus, it was found that there is a need for revision in the current reports in order to extinguish the risk of limitations on income distribution in real estate investment funds that arose in the market, besides bringing more transparency and greater standardization in the operation of real estate investment funds.

Keywords: Real Estate Investment Funds; Securities and Exchange Commission (SEC); Dividend Yield.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Distribuição por número de investidor de FII **Erro! Indicador não definido.**6

LISTA DE IMAGENS

Imagem 1 – Tabela para base de cálculo do Lucro Ajustado para distribuição	29
Imagem 2 – Parágrafo de ênfase no Relatório do Auditor Independente do FII BTG Pactual Fundo de Fundos	31
Imagem 3 – PAA referente à distribuição de rendimentos do FII Riza Terrax.....	32

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Resultado contábil e financeiro do MXRF11, de 2014 a 2021	25
--	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

DF – Demonstração Financeira

FII – Fundo de Investimento Imobiliário

IBRACON – Instituto de Auditoria Independente do Brasil

LSA – Lei das Sociedades por Ações

MXRF11 – Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário

PAA – Principais Assuntos de Auditoria

PL – Patrimônio Líquido

Reit – *Real Estate Investment Trust*

SSE – Superintendência de Supervisão e Securitização

Sumário

1	INTRODUÇÃO	11
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	14
2.1	HISTÓRICO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL .	14
2.1.1	As normas dos fundos de investimento imobiliário	14
2.2	SIGNIFICÂNCIA DA CONTABILIDADE DO MERCADO DE FUNDOS.....	16
2.3	DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS	17
2.3.1	Regime de Caixa e Regime de Competência.....	18
3	METODOLOGIA	19
4	O CASO DO MAXI RENDA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (MXRF11)	21
4.1	DECISÃO DO COLEGIADO DA CVM – 21 DE DEZEMBRO DE 2021	21
4.2	PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DO FUNDO.....	21
4.3	OBJETIVO E PÚBLICO-ALVO	22
4.4	ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DO FUNDO	23
4.5	DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS DO FUNDO	23
4.6	FATO RELEVANTE DE 25/01/2022.....	24
4.7	REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS E DECISÃO DO COLEGIADO – CONTRADIÇÕES NO PARECER.....	25
4.8	IBRACON E EFEITOS NA AUDITORIA DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS	30
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	34
	REFERÊNCIAS.....	36

1 INTRODUÇÃO

A bolsa de valores brasileira, apesar de ter uma longa trajetória datada desde 1890, não teve um crescimento numérico tão aparente como observamos hoje em países de primeiro mundo. Segundo Silva (2016), a evolução do mercado de capitais se deu ao longo do tempo com a necessidade de adaptação apresentada por esse mercado. Com a expansão das Tecnologias da Informação e Comunicação, o conhecimento sobre o mercado de capitais tem se tornado cada vez mais acessível para o público em geral, e consequentemente, sendo apresentado de forma mais atraente para potenciais investidores. Além disso, outro fator importante na relevância do mercado de capitais brasileiro foi a o ciclo de recessões cada vez mais constantes, principalmente após a virada do milênio. Foi possível presenciar o confisco da poupança no mandato Collor, a crise imobiliária nos Estados Unidos em 2008 e, mais uma vez, a crise após a pandemia da Covid-19.

Apesar do perfil conservador predominar nesses períodos, a recuperação econômica pós-crise sempre apresenta as melhores oportunidades para investir visando uma melhor rentabilidade, considerando o aumento de liquidez e expansão do mercado.

Já no período pós-crise, evidencia-se a mudança do perfil do investidor desde o período pré-crise, passando por um momento pelo qual pouco se analisava os investimentos, para uma outra situação na qual todas as variáveis, exceto o risco, ganham significância na precificação dos ativos (MOREIRA, 2018, p. 73).

Momentos como esses mostram a necessidade de preservação do patrimônio individual, procurando sempre não somente segurança, mas principalmente diversificação para o longo prazo.

Dessa forma, o mercado de capitais no Brasil tem sido cada vez mais procurado como alternativa de investimento para esquivar dos efeitos das crises econômicas vivenciadas, além de possibilitar rendimentos acima de investimentos mais populares no Brasil, como poupança, renda fixa e investimento direto em imóveis. A principal função dos mercados financeiros é a transferência intertemporal de recursos, permitindo que os agentes possam utilizar a renda ganha durante sua vida produtiva para alcançar uma melhor aposentadoria, realizar projetos pessoais e enfrentar emergências financeiras (VARGA; WENGERT, 2011).

O investimento em imóveis, em particular, apresenta diversas problemáticas pouco estudadas pelos brasileiros: rentabilidade volátil, taxa de vacância, risco de calote, despesas fixas e gastos em geral que são necessários para arcar com a aquisição de um imóvel. Segundo Valim (2013), o investimento imobiliário tornou-se mais atrativo no país devido à queda na

inflação e foi incentivado por mudanças na taxa de juros, crescimento econômico e nos incentivos governamentais.

Com a atratividade do mercado de capitais em ascensão, somada à cultura preexistente de investimento no Brasil e ao potencial espaço de crescimento no mercado imobiliário, os fundos de investimento imobiliários (FIIs) se apresentam como uma grande proposta para os próximos anos. De acordo com os dados estatísticos da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), a soma do patrimônio líquido de todos os FIIs passou de R\$ 3,4 bilhões em dezembro de 2001 para R\$ 69 bilhões em dezembro de 2021.

Além da maior acessibilidade para o investimento no mercado imobiliário, os FIIs também são muito atrativos devido à estrutura de distribuição de rendimentos desse tipo de fundo e sua isenção tributária. O artigo 10 da Lei nº 9.779/99 estabelece que os fundos de investimento imobiliário são isentos de tributação sobre a sua receita operacional, desde que distribuam, pelo menos, 95% (noventa e cinco por cento) dos rendimentos auferidos, segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano.

Apesar disso, a interpretação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia federal reguladora de títulos e valores mobiliários, mostra que, apesar do cálculo da distribuição de rendimentos serem pelo regime de caixa, ele não pode ser considerado em caso de os rendimentos superarem o resultado contábil do exercício, ou seja, o regime de competência deve ser levado em consideração, conforme decisão do colegiado de 21 de dezembro de 2021.

A decisão em questão traz à tona uma discussão de relevante para o mercado como um todo, desde as partes relacionadas aos Fundos Imobiliário quanto aos seus cotistas. A mudança nas orientações referentes ao assunto impacta, principalmente, na auditoria dos FIIs; com a decisão não conclusiva da autarquia, é gerado um risco de mudança na política de distribuição de rendimentos, assim como ponto de ênfase aos fundos que se enquadram no caso. Torna-se também um ponto de atenção para novos testes e procedimentos para validação da distribuição de resultados caso a decisão inicial venha a ser confirmada posteriormente.

Dessa forma, o estudo sobre a operacionalização dos fundos imobiliários é de suma importância, principalmente devido às recentes discussões da CVM, onde o contexto contábil entra em pauta devido às discussões acerca dessa decisão, que apresenta clara discordância entre o entendimento da autarquia e os administradores de fundos imobiliários.

Esse é o caso do Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário (MXRF11), um dos maiores FIIs no mercado de capitais brasileiro, em que a decisão do colegiado de 21 de

dezembro de 2021 sobre a distribuição de rendimentos do Fundo discorda do Ofício-Circular CVM/SIN/SNC N° 01/2014.

O objetivo desse trabalho é averiguar a causa das divergências no entendimento sobre a distribuição de rendimentos em fundos imobiliários e seu efeito no mercado financeiro, a partir do estudo de caso referente a decisão inicial, de dezembro de 2021, do colegiado da CVM referente à distribuição de rendimentos do MXRF11, com análise da Lei 8.668/93 e da Instrução Normativa CVM n° 472/2008, que dispõem sobre a constituição, administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário. Além disso, será realizada uma análise sobre o efeito a curto prazo na auditoria dos Fundos Imobiliários e possíveis consequências no mercado de fundos, visto que no parecer do auditor é possível verificar concretamente os aspectos regulatórios e suas mudanças.

A importância do estudo se justifica na necessidade de aprofundamento das discussões sobre a distribuição de rendimentos em fundos de investimento imobiliários e no entendimento da oportunidade de avaliar a regulamentação desses fundos - dado o impacto da decisão da autarquia - que poderá impactar de forma negativa todo o mercado imobiliário do país cuja expansão atualmente ocorre com grande potencial de crescimento.

Para isso, a pesquisa será realizada a partir da análise qualitativa dos documentos regulatórios dos FIIs, em paralelo à análise dos relatórios contábeis dispostos do MXRF11, para que seja possível compreender a causa da decisão, a justificativa, o embasamento teórico e contábil para tal e, por fim, a conclusão sobre a discussão junto à sua consequência.

O presente trabalho está dividido em 5 partes: a primeira diz respeito à introdução ao tema; a segunda apresenta o referencial teórico utilizado para o embasamento da pesquisa; a terceira parte apresenta os aspectos metodológicos; a quarta parte trata as análises realizadas a partir da documentação obtida; a quinta parte, por último, discorre sobre as considerações finais do trabalho. O tipo de estudo dessa pesquisa é um estudo de caso com uma abordagem qualitativa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 HISTÓRICO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO NO BRASIL

Os FIIs no Brasil tiveram como base o conceito estadunidense *real estate investment trust (Reit)*, em que o objetivo era permitir que pequenos investidores unissem suas poupanças em um empreendimento único, e o *Reit* aplicaria tais recursos em imóveis de valor comercial significativo destinados a renda: shoppings, escritórios, armazéns e residências (BRANCO; MONTEIRO, 2003).

Dessa forma, segundo Baroni e Bastos (2018), o conceito de FII no Brasil pode ser um condomínio de investidores, de forma organizada, profissional e transparente, com o propósito de aplicar seus recursos em negócios mobiliários a fim de terem acesso a melhores opções de investimento. Os FIIs são administrados por instituições financeiras e fiscalizados pela CVM, assim como todos os outros fundos de investimento brasileiros.

Diferente dos Reits, que são empresas com objetivo final de rentabilizar com o mercado de imóveis, os FIIs, por serem enquadrados tributariamente em fundos de investimento, possuem benefícios fiscais e apresentam um formato diferenciado de operacionalização, trazendo menor burocracia e melhorando a atratividade aos investidores em geral.

Segundo Hirayama (2014), o primeiro FII brasileiro a ser registrado na CVM foi o FII MEMORIAL OFFICE (FMOF11), em 1994. Os recursos aplicados por seus investidores no fundo foram utilizados na construção do edifício, tendo a obra sido concluída em 1999. Posteriormente, o FII Almirante Barroso foi constituído pela Caixa Econômica Federal em 2003. Santana (2020) aponta que o FII em questão teve papel crucial na inclusão dos pequenos investidores pessoa física nessa modalidade de investimento: em 75 dias, foram captados R\$ 104,8 milhões de reais de 5.240 investidores, com investimentos em média de R\$20 mil reais.

2.1.1 As normas dos fundos de investimento imobiliário

Baroni e Bastos (2018) pontuam que, mesmo após duas décadas da lei que introduziu os fundos imobiliários no mercado brasileiro e do desenvolvimento consistente que eles vêm apresentando, os fundos imobiliários ainda são relativamente pouco explorados e divulgados. Os fundos imobiliários foram instituídos no Brasil a partir da Lei nº 8.668/93, que, conforme o Artigo 1º, não têm personalidade jurídica, e são caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários.

Com o fundo imobiliário permite-se a securitização da propriedade imobiliária, de forma que, diversamente das regras do Código Civil e da Lei de Registros Públicos, chega-se a distinto “fracionamento” de imóveis e permite-se que sejam tais frações representadas por valores mobiliários (CASTELLO BRANCO; MONTEIRO, 2003, p. 273).

A lei foi acompanhada em 1994 pelas Instruções 205 e 206, que regulamentavam a constituição, funcionamento, administração e as normas contábeis dos FIIs. Apenas em 1999 foi instituída a Lei nº 9.779, onde foram determinadas as regras de distribuição e tributação dos fundos, e em 2005 a lei nº 11.196, determinando a isenção do imposto de renda sobre o rendimento de fundos imobiliários para pessoas físicas; o que gerou grande atratividade no mercado e fez o mercado crescer de forma relevante em número de investidores. Em 2014, a porcentagem de pessoas físicas era de 96% no mercado de FIIs, segundo a ANBIMA.

Gráfico 1: Distribuição por número de investidor de FII



Fonte: ANBIMA

Atualmente, os FIIs são regidos pela Instrução CVM nº 472/2008, com alterações pela ICVM nº 571/2015, onde “dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário”. Essa Instrução revoga a ICVM 205, considerando a modernização desse tipo de investimento e considerando as alterações realizadas entre 2002 e 2014 na regulamentação dos FIIs.

Deliberato (2021) considera que a ICVM 472 trouxe inovações quando comparada à Instrução anterior, principalmente devido às exigências quanto às informações disponibilizadas. Além disso, pode-se destacar a diversificação de investimentos em valores mobiliários e ativos ligados ao setor imobiliário. Com a ICVM 472, foram permitidos aplicações em certificados de recebíveis imobiliários (CRI), letras hipotecárias (LH), certificados de potencial adicional de construção (CEPAC); letras de crédito imobiliário (LCI), cotas de outros FIIs, cotas de fundos

de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e desde que sua emissão ou negociação tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM, 2012).

2.2 SIGNIFICÂNCIA DA CONTABILIDADE DO MERCADO DE FUNDOS

A contabilidade nos fundos de investimento se faz necessária devido ao levantamento de informações relevantes, materiais e fidedignas, de forma a trazer o máximo de transparência possível ao mercado como um todo.

O objetivo básico da Contabilidade, portanto, pode ser resumido no fornecimento de informações econômicas para os vários usuários, de forma que propiciem decisões racionais (IUDÍCIBUS, 2006, p. 34).

Segundo Tres e Victor (2016), o veículo de investimentos FII capta recursos por meio de sistema de valores mobiliários, de modo que esses procedimentos de ofertas públicas são pautados pela transparência que a informação contábil reproduz. As informações contábeis geram segurança e conforto a partir da mensuração correta dos ativos, do fornecimento sobre os recursos econômicos do fundo, assim como seu impacto.

Além disso, as informações contábeis viabilizam a compreensão do usuário sobre o fundo, a ser possível analisar o crescimento ou suas dificuldades, possibilitando ao cotista-investidor avaliar constantemente o andamento dos seus investimentos; seja o momento de aplicar ou desinvestir.

Por fim, os FIIs apresentam um fator particular que está fortemente apoiado à contabilidade dos fundos de investimento: a obrigatoriedade de distribuição dos lucros auferidos denota a importância da compreensão do trânsito de valores que ocorre dentro desse condomínio fechado, visto que o investidor terá acesso recorrente aos resultados a partir das distribuições realizadas (TRES; VICTOR, 2016).

O fundo deve ter escrituração contábil destacada de seu administrador, dessa forma, tendo escrituração própria, conforme caput 4 da seção IV da ICVM 472. Além disso, seu exercício social deverá ter duração de 12 meses, sendo encerrada em 30 de junho ou em 31 de dezembro de cada ano, devendo suas demonstrações financeiras serem realizadas anualmente e auditadas por auditor independente, com prazo de 90 dias. Elas deverão ser elaboradas conforme a natureza os empreendimentos imobiliários e aplicações financeiras do fundo, obedecendo as normas específicas pela CVM.

Para os Fundos de Investimento Imobiliário, os critérios e procedimentos contábeis a serem utilizados são apresentados no Plano Contábil de Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF). O COSIF apresenta as normas básicas, o elenco de contas, os modelos de documentos a serem elaborados pelo administrador e as normas externas (CPC, IBRACON, entre outros) a serem seguidas pelos FIIs.

O Plano Contábil das Instituições Financeiras do Sistema Financeiro Nacional (COSIF) foi criado com a edição da Circular 1.273, em 29 de dezembro de 1987, com o objetivo de unificar os diversos planos contábeis existentes à época e uniformizar os procedimentos de registro e elaboração de demonstrações financeiras, o que veio a facilitar o acompanhamento, análise, avaliação de desempenho e controle das instituições integrantes do Sistema Financeiro Nacional (BACEN, 2022).

Além disso, é obrigação do Administrador do Fundo divulgar os informes mensais, trimestrais e anuais, com as informações estabelecidas em formulário eletrônico, além de informações eventuais obrigatórias: atas de assembleia, fatos relevantes, regulamento. Os documentos exigidos têm como objetivo o máximo de transparência aos seus cotistas e investidores em geral.

2.3 DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS

É determinado, no artigo 10, parágrafo único da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, a obrigatoriedade da distribuição aos seus cotistas, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) dos lucros auferidos segundo o regime de caixa. Além disso, a distribuição deverá ser realizada, pelo menos, de forma semestral. Dessa forma, observa-se que devem ser incluídas no cálculo da distribuição as receitas e despesas que impactaram o caixa no período, desconsiderando o período a que competem contabilmente.

Em concordância com a Lei supracitada, o Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 ressalta que “a base para distribuição deve ser obtida por meio da identificação das receitas/despesas reconhecidas contabilmente no período de apuração e que foram efetivamente recebidas/pagas no mesmo período”.

O objetivo para a adoção do regime de caixa para a distribuição de rendimentos se dá ao fato de procurar o máximo de distribuição possível, impedindo descontos de provisões e despesas não transitadas pelo caixa no período avaliado. Entretanto, o conceito pertinente ao regime de caixa referente ao “aumento das variações do caixa e equivalentes de caixa” obrigaria os FIIs a distribuírem eventual receita antecipada, o que não é permitido (TRES; VICTOR, 2016).

2.3.1 Regime de Caixa e Regime de Competência

O regime de competência retrata os fatos quando seus efeitos são produzidos, ou seja, no momento de sua ocorrência (SANTOS *et al.*, 2011). Segundo Cruvinel e Lima (2011), o regime de competência reflete de forma mais aplicável o desempenho econômico no resultado do exercício, segundo o qual as receitas e despesas são reconhecidas independentemente da entrada ou da saída de recursos financeiros da entidade. Pigatto *et al.* (2010), aponta que utilização do regime de competência na contabilidade se dá ao fato de que o registro dos eventos de acordo com as mudanças nos recursos econômicos e reivindicações da entidade possibilita a análise de capacidade passada e futura da entidade em gerar fluxos de caixa líquido.

Em contrapartida, no regime de caixa, o efetivo recebimento dos valores é o fator necessário para o registro do fato. Esse método demonstra o resultado financeiro da empresa em determinado período através da diferença entre o recebido e o pago (PIGATTO *et al.*, 2010).

O principal objetivo para a utilização do regime de caixa na distribuição de dividendos nos FIIs é trazer o máximo de resultado financeiro aos seus investidores, sem trazer efeitos de eventos futuros como ocorre no regime de competência: consequentemente, cativa os investidores do mercado e capta cada vez mais recursos para os empreendedores. Quaisquer discussões acerca dessa norma trazem receio no mercado, tendo em vista que os dividendos dos FIIs são um dos maiores atrativos para esse tipo de investimento.

3 METODOLOGIA

O desenvolvimento da pesquisa teve como início a publicação do colegiado da CVM, de 21 de dezembro de 2021, com o Ofício nº1/2022/CVM/SSE/SSE-Assessoria, disponibilizados no site da CVM. A partir disso, para desenvolvimento do estudo, foi utilizado do Recurso do Administrador contra a decisão, além de documentos disponibilizados no Fundos.Net do FII em questão, como comunicados ao mercado, Demonstrações Financeiras e Informes Trimestrais dos últimos 5 anos; estes dois últimos documentos sendo de caráter obrigatório.

O objeto do estudo é o Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário, um fundo de condomínio fechado, cujo investimento é preponderantemente, conforme Demonstrações Financeiras de 2021, em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), Sociedades de Propósito Específico (SPEs) e Cotas de FIIs.

O estudo de caso tem como objetivo realizar um estudo aprofundado sobre determinado assunto buscando sua generalização. Ele permite uma investigação para se preservar as características holísticas e significativas dos eventos, como processos organizacionais e administrativos (YIN, 2001).

Segundo Dias e Fernandes (2000, p. 6):

Partindo da concepção que método é um procedimento ou caminho para alcançar determinado fim e que a finalidade da ciência é a busca do conhecimento, pode-se dizer que o método científico é um conjunto de procedimentos adotados com o propósito de atingir o conhecimento.

Toda pesquisa científica necessita definir seu objeto de estudo, e a partir daí, construir um processo de investigação, delimitando o universo que será estudado (VENTURA, 2007). A partir da definição do objeto de estudo, a estratégia utilizada nessa pesquisa é o estudo de caso. Moresi (2003) diz que o estudo de caso consiste em uma investigação detalhada de uma ou mais organizações, ou grupos dentro de uma organização, com vistas a prover uma análise do contexto e dos processos envolvidos no fenômeno em estudo.

No que tange ao objetivo, a pesquisa é enquadrada como descritiva e de observação qualitativa. Conforme Moresi (2003), a pesquisa descritiva expõe características de determinada população ou de determinado fenômeno. Além disso, trata-se de uma análise qualitativa, uma vez que entram em jogo anotações para descrever e compreender uma situação, mais do que números para enumerar as frequências de comportamentos (ANGERS (1992) *apud* POUPART *et al*, 2008).

Ademais, a escolha do procedimento técnico foi a pesquisa documental, devido à sua análise ser realizada a partir de fontes primárias, não tendo recebido tratamento analítico. “A pesquisa documental, bem como outros tipos de pesquisa, propõe-se a produzir novos conhecimentos, criar novas formas de compreender os fenômenos e dar a conhecer a forma como estes têm sido desenvolvidos.” (SÁ-SILVA *et al.*, 2009, p. 15).

Para evidênciação de divergências na norma, também se utilizou das Instruções Normativas, publicadas pela CVM referentes aos FIIs (Instruções CVM 516 e 571), assim como o Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 e Ofício Circular nº1/2015/CVM/SIN/SNC, que tratam sobre orientações referentes à distribuição de resultados de FIIs.

A eficiência da pesquisa para a situação problema apresentada se dá pela pesquisa documental e qualitativa com a interpretação e análise das normas utilizadas, assim como sua aplicabilidade no mercado de fundos imobiliários atualmente. Entretanto, entende-se como principal limitação para o estudo o não-encerramento das discussões referentes à interpretação da regra de distribuição de FIIs, tendo em vista que a CVM suspendeu a decisão sobre a distribuição de rendimentos do Fundo em 17 de maio de 2022, não tendo o assunto sido finalizado no mercado.

4 O CASO DO MAXI RENDA FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO (MXRF11)

4.1 DECISÃO DO COLEGIADO DA CVM – 21 DE DEZEMBRO DE 2021

Em 21 dezembro de 2021, a CVM apresenta, a partir das análises das demonstrações financeiras do MXRF11, maior FII do Brasil com 408 mil cotistas, o entendimento de que a distribuição dos rendimentos realizadas pelo fundo eram indevidas a partir do entendimento que não poderia ser distribuído dividendos acima do lucro contábil. Dessa forma, em períodos de prejuízo contábil, o fundo não poderia distribuir ou o rendimento deveria ser repassado em forma de amortização.

A decisão causou grande impacto no mercado financeiro, considerando que a decisão seria aplicável à todos os FIIs da indústria, devido às possíveis consequências a serem trazidas aos fundos imobiliários: o entendimento dos administradores de fundos visa a possibilidade dos FIIs distribuírem seus rendimentos independente do resultado contábil, já que a legislação determina a utilização do regime de caixa para o evento.

Além disso, também é de preocupação dos administradores o fato de que o ajuste a valor justo dos ativos do fundo, que podem se refletir em despesas no exercício caso haja desvalorização dos seus ativos, impactem a distribuição de dividendos do FII. A decisão em questão poderia desincentivar a avaliação dos ativos do fundo e prejudicar a transparência aos seus investidores, assim como limitar sua distribuição e tornar o mercado imobiliário menos atrativo a seus investidores.

Assim, nota-se que a legislação vigente ainda não é apresentada de forma clara e dá abertura à novas interpretações, gerando conturbação e instabilidade no mercado. No dia em que foi disponibilizada a ata da reunião do colegiado sobre a distribuição de rendimentos do MXRF11, o valor da cota chegou a cair 9,5%.

4.2 PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

Conforme o regulamento do fundo disponível no site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, o MXRF11 foi constituído em 04 de julho de 2011, sob a forma de condomínio fechado, de acordo com o disposto na Lei nº 8.668/93 e com a Instrução nº 205/94 da CVM, revogada pela Instrução CVM nº 472/08, com prazo de duração indeterminado. O

Fundo tem como gestora a XP VISTA ASSET MANAGEMENT LTDA e como administradora e custodiante o BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S/A DTVM.

4.3 OBJETIVO E PÚBLICO-ALVO

Conforme o artigo 12.3 do regulamento, o Fundo é destinado a investidores em geral, e tem como objetivo o investimento nos seguintes ativos alvo:

- a) valores mobiliários autorizados pela Instrução CVM 472, tais como LCI, LH, LIG, bem como outros ativos financeiros e valores mobiliários permitidos pela legislação em vigor;
- b) limitado a 20% (vinte por cento) do Patrimônio Líquido do Fundo na data do respectivo investimento: (i) incorporações e empreendimentos imobiliários, prontos ou em construção, comerciais, hoteleiros, residenciais, ou mistos, localizados em áreas urbanas ou não; (ii) terrenos; (iii) vagas de garagem; (iv) outros imóveis onde se possa desenvolver atividades residenciais ou comerciais, seja direta ou indiretamente por meio de sociedades cujo único propósito se enquadre nas atividades permitidas aos FIIs, com a finalidade de venda, locação (típica ou atípica *built to suit*), retrovenda, permuta, arrendamento ou exploração do direito de superfície, podendo ainda negociar ou ceder quaisquer direitos decorrentes dessas atividades, dentre outras modalidades admitidas pela legislação em vigor (“Imóveis Alvo”);
- c) ações, debêntures, bônus de subscrição, seus cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, desde que se trate de emissores registrados na CVM e cujas atividades preponderantes sejam permitidas aos FIIs;
- d) cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FIIs ou de fundos de investimento em ações que sejam setoriais e que invistam exclusivamente em construção civil ou no mercado imobiliário;
- e) cotas de outros FIIs;
- f) CRIs e cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII e

desde que esses certificados e cotas tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM ou cujo registro tenha sido dispensado nos termos da regulamentação em vigor;

- g) certificados de potencial adicional de construção emitidos com base na Instrução CVM 401;
- h) limitado a 20% (vinte por cento) do Patrimônio Líquido do Fundo na data do respectivo investimento, ações ou quotas de sociedades de propósito específico (SPEs) que se enquadrem entre as atividades permitidas aos fundos de investimento imobiliário.

4.4 ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO DO FUNDO

O BTG PACTUAL, conforme o artigo 5.1 do Capítulo V do Regulamento do Fundo, tem amplos e gerais poderes para gerir e administrar o Fundo, inclusive para realizar todas as operações e praticar todos os atos que se relacionem com o objeto do Fundo, inclusive:

- a) exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções;
- b) abrir e movimentar contas bancárias;
- c) adquirir e alienar os ativos alvo e ativos de liquidez, de acordo com as indicações do Gestor, pertencentes ao Fundo;
- d) transigir, representar o Fundo em juízo e fora dele e praticar todos os atos necessários à administração do Fundo, observadas as limitações impostas por esse Regulamento, pelas deliberações tomadas em Assembleia Geral de Cotistas e demais disposições, legais ou regulamentares aplicáveis.

A Administradora do Fundo é remunerada mediante taxa de administração. Além disso, compete à XP VISTA ASSET MANAGEMENT LTDA gerir o MXRF11. A Gestão é contratada pela Instituição Administradora com o fim de prestação de serviços de gestão da carteira do fundo: isso inclui a análise e consequente seleção dos ativos alvo, assim como recomendação para aquisição ou venda pela Instituição Administradora.

4.5 DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS DO FUNDO

Conforme artigo 27.1 do Capítulo XXVII do Regulamento do FII, o Fundo distribuirá aos cotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos em cada semestre encerrado em 30 de junho

e 31 de dezembro de cada ano, apurados segundo o regime de caixa previsto no parágrafo único do artigo 10 da Lei nº 8.668/1993 e do Ofício CVM/SIN/SNC/Nº1/2014, até o limite do lucro apurado conforme a regulamentação aplicável. Além disso, no artigo 27.4, é apresentada a obrigação do Fundo de manter o sistema de registro contábil permanentemente atualizado, de forma a demonstrar aos Cotistas as parcelas distribuídas a título de antecipação e pagamento de Lucros Semestrais.

4.6 FATO RELEVANTE DE 25/01/2022

Em Fato Relevante publicado pela Administradora do Fundo em 25 de janeiro de 2022, é informada a decisão do colegiado da CVM, proferida em 21 de dezembro de 2021, onde a Superintendência de Supervisão de Securitização expressa novo entendimento regulatório a respeito do artigo 10, parágrafo único, da lei 8.668, referente à distribuição de rendimentos de FIIs.

Segundo a área técnica, o BTG, na qualidade de administrador do Maxi Renda FII, vinha distribuindo aos cotistas, a título de rendimentos, valores calculados com base no regime de caixa, mesmo quando estes excediam os valores reconhecidos no lucro do exercício e/ou acumulados. Este excesso distribuído aumentaria a rubrica de prejuízos acumulados do Fundo de forma recorrente e, portanto, tais valores não poderiam ser classificados como rendimentos, mas sim como amortização do custo do capital investido pelos cotistas (CVM, 2021).

A decisão do Colegiado foi respaldada pela manifestação da área técnica da CVM, em Ofício Interno nº 4/2021/CVM/SSE/SSE-Assessoria, de 17 de novembro de 2021, em que foi analisada as Demonstrações Financeiras auditadas e Informes Trimestrais do Fundo desde sua constituição, e foi identificada uma distribuição superior aos lucros auferidos no exercício corrente somados aos lucros acumulados desde 2014.

Figura 1: Resultado contábil e financeiro do MXRF11, de 2014 a 2020

MAXI RENDA FII	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Total
Lucro Líquido do Exercício	13.132	25.915	32.714	211	22.049	42.865	85.545		
Lucros/Prejuízos Acumulados (A-1)	- 8.111	- 16.458	- 16.392	- 7.779	- 32.188	- 36.269	- 30.107	- 53.272	
Reversão/Provis. de Reservas						- 686	561		
Lucro Passível de Distribuição	5.021	9.457	16.322	- 7.568	- 10.139	6.596	55.438		75.127
Rendimentos Distribuídos	21.479	25.849	24.101	24.620	26.130	36.017	109.271		267.467
Excesso de Distrib. Lucro Contábil	16.458	16.392	7.779	32.188	36.269	29.421	53.833		192.340
Resultado Caixa				18.760	13.200	27.122	44.249		
Excesso de Distrib. Lucro Caixa				5.860	12.930	8.895	65.022		92.707
Fonte:	Dem. Financeiras auditadas e Informes Trimestrais - Fundos.Net								
Valores:	R\$ mil								

Fonte: CVM.

Conforme observado na Tabela 1, o fundo apresentou prejuízos acumulados desde 2014, que consequentemente são deduzidos do resultado positivo dos exercícios. Somado à distribuição de rendimentos do exercício acima do lucro contábil, a rubrica de “Lucros/Prejuízos Acumulados” permanece negativo e, dessa forma, diminuindo o valor do Patrimônio Líquido (“PL”) do Fundo.

4.7 REGULAMENTAÇÃO DOS FUNDOS IMOBILIÁRIOS E DECISÃO DO COLEGIADO – CONTRADIÇÕES NO PARECER

A partir do efeito apresentado pela Superintendência de Supervisão de Securitização (“SSE”) da CVM, alega-se que o Fundo deveria apresentar como “resultado da distribuição do capital aplicado pelos investidores do Fundo”, ou seja, amortização de capital.

O principal impacto da interpretação se dá devido ao fato da tributação de distribuição de rendimentos e amortização de capital conforme. Conforme artigo 3 caput III da Lei 11.033 de 21 de dezembro de 2004:

Art. 3º Ficam isentos do imposto de renda:

III - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, os rendimentos distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário e pelos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro) cujas cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado.

Entretanto, a amortização de FIIs são tidas como ganho de capital, e dessa forma não se encaixariam na forma de tributação conforme artigo 17 da Lei 8.668/93: “os rendimentos e ganhos de capital auferidos, apurados segundo o regime de caixa, quando distribuídos pelos Fundos de Investimento Imobiliário a qualquer beneficiário, inclusive pessoa jurídica isenta, sujeitam-se à incidência do imposto de renda na fonte, à alíquota de vinte por cento”. Para a tributação da Amortização, a alíquota do imposto de renda é de 20%, e não retida na fonte, como é realizada conforme norma para os rendimentos e ganhos de capital auferidos: a controvérsia apresentada na decisão não somente alteraria a forma de distribuição como também a tributação, o que deixaria de ser atrativo para os investidores.

Além disso, é feita nova observação referente às instruções dadas pelo Artigo 10 da Lei 8.668/93 referente à base de cálculo da distribuição de rendimentos: considerando o trecho em que é dito que os lucros auferidos devem ser apurados segundo o regime de caixa, porém seguindo com base o balanço/balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano, a SSE compreende que:

(...) Do ponto de vista técnico, o resultado apurado segundo o regime de competência não deve ser desconsiderado na análise da questão, em função do resultado contábil (que é apurado pelo regime de competência) ser uma inferência sobre o caixa futuro a ser gerado pela entidade. Assim, a distribuição de lucro com base em caixa (após a dedução de prejuízo anterior acumulado com base em caixa) só deveria ocorrer na existência de saldo de lucro contábil acumulado suficiente (SSE, 2021).

O conceito de distribuição de dividendos a partir do regime de competência é apresentado apenas na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações (“LSA”), em que no artigo 201 aponta que “a companhia somente pode pagar dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros”. A Lei das S.A, entretanto, não apresenta as mesmas particularidades que na Lei 8.668/93.

Além disso, o artigo 44 do Código Civil dispõe que as sociedades por ações constituem pessoa jurídica de direito privado. Dessa forma, a sociedade possui patrimônio e capital social próprios, diferentemente dos FIIs, que no artigo 1º da Lei 8.668/93 apresenta que os FIIs não têm personalidade jurídica e “é caracterizado pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários”.

Segundo Scolese et al (2015, p. 26), “o cotista do FII não tem nenhum direito real sobre os imóveis e empreendimentos integrantes do patrimônio do fundo”, consequentemente não criando quaisquer aspectos de propriedade sobre os ativos do fundo para seus cotistas. Dito

isso, a Lei das S.A buscam preservar o capital social e apresentam normas específicas para alcançar esse objetivo.

Além de personalidades jurídicas distintas, o padrão de normas contábeis utilizadas em FIIs diverge das S.A. O plano de contas utilizado pelos FIIs é o Plano Contábil de Instituições Financeiras (“COSIF”), determinante para os critérios e procedimentos contábeis, assim como a estrutura de contas e o modelo de documentos a serem utilizados pelos fundos. Sua forma jurídica, seus padrões contábeis e o objetivo de cada um desses órgãos não apresentam semelhanças, e não apresenta ser razoável o tratamento equivalente da apuração de resultados de ambos.

A Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria da CVM (“SNC”) utilizou na formação do desenvolvimento do Ofício a justificativa baseada na citação de Hicks (1946), em que lucro é a quantia que uma pessoa pode consumir durante um período de tempo e estar tão bem no final desse período como estava no início.

Dessa forma, a SNC conclui que “lucro é aquilo que pode ser distribuído sem afetar o capital inicialmente investido, sendo essa condição adequadamente respeitada através da observação do regimento de competência”, sendo ela aplicável independente da entidade que está sendo analisada.

O conceito apresentado por Hicks foi adaptado como “a quantia pela qual seu patrimônio líquido aumentou durante o período, com os devidos ajustes sendo feitos para qualquer novo aporte de capital contribuído por seus donos ou para qualquer distribuição feita pela empresa para seus proprietários” (FUJI (2004) *apud* SOLOMONS, 1961, p. 373).

Posteriormente, Iudícibus refuta a interpretação do conceito dado por Hicks (1946), sendo utilizada, de forma ingênua, como um “conceito estático de manutenção de patrimônio”. Ainda segundo Iudícibus (2014, p. 149):

(...) Embora a preocupação com manutenção de patrimônio esteja presente, é preciso indagar que patrimônio quer-se manter (após a distribuição de resultado), a saber: (1) o patrimônio a valores históricos; (2) a valores correntes (de entrada e saída); (3) a custo histórico corrigido; (4) a valor corrente corrigido; (5) a custo histórico corrigido mais um fator c de crescimento; (6) a valor corrente corrigido mais um valor a de crescimento etc. Ou, se se quer, a manutenção da capacidade física.

Por fim, Iudícibus (2014) afirma que esse conceito apresentado teve que ser adaptado às necessidades de objetividade e aos mecanismos de apuração da contabilidade. Dessa forma, o lucro, em Contabilidade, é o que se pode distribuir durante um período, mantendo a potencialidade do patrimônio líquido inicial intacta.

A partir disso, é possível compreender a importância de analisar os objetivos de acordo com a entidade e suas particularidades normativas. O mercado de FIIs ganhou grandes proporções principalmente após a entrada de pessoas físicas, que apresentaram grande interesse ao observar dividendos constantes dados por esse ativo. Segundo Baroni e Bastos (2018), a distribuição de renda dos fundos imobiliários é maior do que muitas das ações tidas como boas pagadoras de dividendos. É possível concluir que o sistema atual de cálculo para distribuição de rendimentos agrega não somente aos cotistas que visam proteção, mas também aos gestores, que ganharão visibilidade e atrairão maior capital para seus fundos.

No que tange à interpretação da norma, deve-se observar alguns pontos na redação do Artigo 10, parágrafo único da Lei 8.668/93, em que “o fundo deverá distribuir aos seus quotistas, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral encerrado em 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano”:

- Utilizando-se do regime de competência como parâmetro para o cálculo da distribuição de rendimentos em caso de prejuízo contábil e esse valor seja dedutível, o fundo torna-se incapacitado de distribuir o valor mínimo do resultado financeiro determinado por lei. Isso acarretaria num descumprimento da lei regente e desenquadramento do fundo, isto é, um desregulamento dos limites de concentração nos ativos.
- O objetivo da utilização dos balancetes semestrais se dá ao fato de analisar e avaliar todas as receitas e despesas que impactaram no resultado do fundo, porém não tiveram seu “efeito caixa” confirmado.

Ademais, no Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, em que dispõe orientações sobre a distribuição de resultados de Fundos de Investimento Imobiliário, diz:

Entendemos que a base de distribuição prevista no art. 10º, p.u., da Lei 8.668/93, é obtida por meio da identificação das receitas/despesas reconhecidas contabilmente no período de apuração e que foram efetivamente recebidas/pagas no mesmo período. Com isso, o administrador deverá partir do resultado contábil (lucro ou prejuízo) apurado pelo regime de competência em um determinado período e ajustá-lo pelos efeitos das receitas/despesas contabilizadas e ainda não recebidas/pagas no mesmo período de apuração. As receitas/despesas contabilizadas em períodos anteriores, mas recebidas/pagas posteriormente, devem compor a base de distribuição do período em que forem efetivamente recebidas/pagas.

É possível verificar, no trecho supracitado, que é ressaltado pela própria CVM que o ajuste da base de distribuição de rendimentos deverá ser realizado a partir do resultado contábil, seja ele lucro ou prejuízo. Dessa forma, entende-se que a interpretação do Ofício é de utilizar o regime de competência apenas para fins de ajuste ao Lucro Caixa.

Não obstante, pode ser observado no Anexo II – MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2015 do Ofício Circular nº1/2015/CVM/SIN/SNC, o seguinte processo de cálculo para a obtenção do Lucro Caixa.

Imagem 1: Tabela para base de cálculo do Lucro Ajustado para distribuição

(+) Receitas apurados no período segundo o regime de competência
(-) Despesas apuradas no período segundo o regime de competência
(=) Lucro contábil apurado no período segundo o regime de competência
(-) Receitas por competência e não transitadas pelo caixa do FII
(+) Despesas por competência e não transitadas pelo caixa do FII
(+) Receitas registradas por competência em períodos anteriores e realizadas financeiramente no período corrente.
(-) Despesas registradas por competência em períodos anteriores e realizadas financeiramente no período corrente.
(=) Lucro ajustado base para o cálculo da distribuição

Fonte: CVM

É verificado, a partir de orientação própria da autarquia, que se trata de um regime misto entre caixa e competência, de forma que o regime de competência seja o ponto de partida para a apuração do Lucro Caixa, porém não seu ponto de chegada. Ou seja, não há hierarquia, preferência ou ascendência entre os regimes para o cálculo, de forma ao regime de competência não limitar o pagamento a parte do regime de caixa, assim como não há restrição regulamentar para tal.

Outrossim, todas as determinações contidas no parecer técnico não são apresentadas nas legislações aplicáveis aqui apresentadas ou no Regulamento do Fundo. Isto é, o Administrador não apresentou divergências ou conflitos no cálculo para a distribuição de rendimentos.

Conforme voto do Diretor Fernando Caio Galdi, apresentado em anexo na decisão do Colegiado: foi observada a utilização de terminologias imprecisas para a elaboração da Lei 8.668/1993, que trazem confusão devido a mistura de conceitos distintos e que estão sendo utilizados de forma sinônima, principalmente ao que se refere ao artigo 10, em que apresenta o termo “lucros auferidos segundo o regime de caixa”, mesmo o conceito de lucro ser embasado no regime de competência, além da tratativa da base de cálculo ser realizada em conjunto com

a elaboração de balanços ou balancetes, utilizados a partir da aplicação também do regime de competência.

Entretanto, o Diretor apontou, de forma equivocada, que estava sendo aplicado, nos esclarecimentos adicionais pelo Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 e Ofício Circular nº1/2015/CVM/SIN/SNC que havia sido utilizado o conceito do “lucro líquido do exercício que tiver sido realizado”, utilizado pela LSA, e, conseqüentemente, a decisão do Colegiado deveria seguir com o entendimento de que o montante distribuído em excesso à soma do lucro do exercício adicionado dos lucros acumulados do exercício anterior deva ser tratado contabilmente como amortização de cotas. O Diretor deu voto favorável ao conhecimento e provimento parcial do Recurso do Administrador do MXRF11.

Em contrapartida, o Diretor Alexandre Costa Rangel apresentou posição contrária e deu voto pelo deferimento integral do Recurso. Segundo o Diretor, os procedimentos adotados pelo Administrador do MXRF11 observam determinação expressa da Lei nº 8.668/1993, diploma que não apresenta qualquer ressalva que condicione a distribuição do lucro caixa à existência de lucros contábeis, apurados pelo regime de competência; ou a deliberações assembleares dos cotistas. Os procedimentos também atendem, *ipsis litteris*, a orientação e o entendimento das áreas técnicas da CVM vigentes por meio do Ofício Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 e consubstancia prática disseminada na indústria de fundos. Eventuais mudanças de entendimento podem gerar assimetrias regulatórias, externalidades negativas e repercussões sistêmicas.

A partir das análises realizadas, é possível concluir que a decisão do colegiado apresenta conflitos nos critérios legais aplicáveis ao caso e mostrou que há divergências nas interpretações referentes à legislação em rigor. Tais divergências geram margens para discussões e trazem grande instabilidade para o mercado.

4.8 IBRACON E EFEITOS NA AUDITORIA DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Em Circular 04/22, o Instituto de Auditoria Independente do Brasil (IBRACON) se posicionou quanto à padronização do tratamento referente à distribuição de rendimentos para as auditorias de FIIs seguintes, especificamente no que tange à divulgação dos riscos relacionados a mudança em políticas e formas de distribuição de rendimentos aos cotistas, bem como em sua forma de tributação.

É determinado no artigo 24 da Instrução CVM 516/11, as notas explicativas às demonstrações contábeis devem incluir informações sobre os critérios e base de cálculo da

distribuição de resultados dos FIIs, além da nota de gerenciamento de riscos e regra tributária aplicável aos cotistas. Com a apresentação da nova interpretação da CVM, apesar de estar suspensa até a data de finalização dessa pesquisa, ainda traz riscos de alterações posteriores à norma dos Fundos Imobiliários.

Dessa forma, a Circular apresenta a seguinte orientação:

A despeito da decisão do Colegiado da CVM se encontrar sob efeito suspensivo, para aqueles FIIs cujo montante de dividendos distribuídos, apurados segundo o regime de caixa, nos termos do artigo 10 da Lei nº 8.668/1993 e Ofício Circular/CVM/SIN/SNC Nº 12014, seja superior ao montante do lucro do exercício adicionado ao dos lucros acumulados (e/ou reserva de lucros) do exercício anterior, entendemos serem necessárias as devidas divulgações, em notas explicativas, sobre os riscos de possíveis mudanças em políticas e formas de distribuição de resultados e sua respectiva forma de tributação, caso a decisão inicial venha a ser confirmada e se torne, consequentemente, aplicável aos FIIs de maneira geral.

A Circular também orienta aos auditores a inclusão de parágrafo de ênfase, conforme NBC TA 706, ou como Principais Assuntos de Auditoria (“PAA”) para o referido assunto, de forma a chamar atenção aos investidores e usuários em geral das DFs de FIIs que se encaixam no caso de distribuição de rendimentos acima do lucro contábil somado aos lucros/prejuízos acumulados. Além disso, em caso de o auditor entender que as informações apresentadas são incorretas ou insuficientes e houver materialidade nas informações distorcidas, mostra-se necessária a modificação no parecer referente ao assunto, conforme NBC TA 700.

Com as orientações dadas pelo IBRACON, a análise dos rendimentos auferidos pelo fundo durante seu exercício social se tornou mais minuciosa: para todos os fundos imobiliários, é incluso mais um item nas notas explicativas referentes à “Gerenciamento de Riscos”, sendo ele o “Risco Regulatório”, devido à possibilidade do efeito suspensivo da decisão da CVM ser anulado, e consequentemente apresentando a possibilidade de alterações na norma vigente.

Utilizando como exemplo as Demonstrações Financeiras referente ao exercício findo em dezembro de 2021 e publicada em 31 de março de 2022 no Fundos.Net do Fundo de Investimento Imobiliário – FII BTG Pactual Fundo de Fundos (CNPJ: 11.026.627/0001-38), auditada pela PricewaterhouseCoopers, a inclusão do parágrafo de ênfase seguiu da seguinte forma:

Imagem 2: Parágrafo de ênfase no Relatório do Auditor Independente do FII BTG Pactual Fundo de Fundos

Ênfase

Distribuição de rendimentos com base no lucro caixa

Chamamos a atenção para a Nota 4.1.3 às demonstrações financeiras, que se refere a possível risco de alteração da prática relacionada à distribuição de rendimentos pelo Fundo, uma vez que este tema está atualmente em análise pela CVM. Nossa opinião não está ressalvada em relação a esse assunto.

Fonte: Fundos.Net

Na nota mencionada na ênfase, é apresentado o seguinte risco em nota explicativa 4 – Gerenciamento e riscos associados ao Fundo:

Embora as regras tributárias relativas a fundos de investimento imobiliários estejam vigentes há anos, não existindo perspectivas de mudanças, existe o risco de tal regra ser modificada no contexto de uma eventual reforma tributária. Assim, o risco tributário engloba o risco de perdas decorrente da criação de novos tributos, interpretação diversa da atual sobre a incidência de quaisquer tributos ou a revogação de isenções vigentes, sujeitando o Fundo ou seus Cotistas a novos recolhimentos não previstos inicialmente.

Em reunião realizada em 21 de dezembro de 2021, o Colegiado da CVM, ao apreciar recurso contra decisão de Área Técnica da CVM, entendeu que “caso o valor a ser distribuído pelo FII, calculado de acordo com o parágrafo único, art. 10, da Lei nº 8.668/93 e Ofício Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 (...) seja superior ao montante do lucro do exercício adicionado dos lucros acumulados (e/ou reserva de lucros) do exercício anterior, o montante distribuído em excesso à soma do lucro do exercício adicionado dos lucros acumulados (e/ou reserva de lucros) do exercício anterior, deve ser tratado contabilmente como amortização de cotas ou devolução do capital” (“Decisão de 21.12.2021”). Os efeitos da Decisão de 21.12.2021 encontram-se suspensos por força de nova decisão do Colegiado, proferida em 31 de janeiro de 2022, situação essa que deve perdurar enquanto o Colegiado não apreciar pedido de reconsideração contra a Decisão de 21.12.2021, já apresentado e pendente de julgamento. O desenvolvimento dos referidos fatos, em especial a decisão a ser proferida pelo Colegiado da CVM a respeito do Pedido de Reconsideração, poderá resultar em alteração da atual prática contábil relacionada à distribuição de rendimentos pelos Fundos de Investimento Imobiliários.

Já nas Demonstrações Financeiras referentes ao exercício findo em 30 junho de 2022 do Fundo de Investimento Imobiliário Riza Terrax (CNPJ: 36.501.128/0001-86), auditadas pela Grant Thornton, é dito em mesma nota explicativa que:

A legislação aplicável ao Fundo, aos cotistas e aos investimentos efetuados pelo Fundo, incluindo, sem limitação, leis tributárias e regulamentação aplicável a investimentos em Cotas de Fundos de investimento no Brasil, está sujeita a alterações. As agências governamentais ou outras autoridades podem, ainda, exigir novas licenças e autorizações necessárias para o desenvolvimento dos negócios relativos aos Ativos e/ou Ativos Financeiros, gerando, consequentemente, efeitos adversos ao Fundo. Ainda, poderão ocorrer interferências de autoridades governamentais e órgãos reguladores nos mercados, bem como moratórias e alterações das políticas monetárias e cambiais. Tais eventos poderão impactar de maneira adversa o valor das Cotas, bem como as condições para distribuição de rendimentos e para resgate das Cotas, inclusive as regras de fechamento de câmbio e de remessa de recursos do e para o exterior no caso de cotistas residentes e domiciliados no exterior. Ademais, a

aplicação de leis existentes e a interpretação de novas leis poderão impactar os resultados do Fundo.

É incluído também o mesmo parágrafo apresentado no FII BTG Pactual Fundo de Fundos, referente à decisão do Colegiado e o recurso do Administrador.

Para a DF referente ao fundo em questão, os auditores incluíram a distribuição de rendimentos como Principais Assuntos de Auditoria (“PAA”), isto é: na análise feita pelos auditores da base de cálculo de distribuição de rendimentos do fundo não foram apresentadas inconstâncias ou divergências. Entretanto, deve ser um ponto de atenção aos cotistas, considerando que sua distribuição de rendimentos do exercício foi acima do lucro contábil e a política de distribuição de rendimentos ainda é passível de alterações.

Imagem 3: PAA referente à distribuição de rendimentos do FII Riza Terrax.

Distribuição de rendimentos

(Conforme Notas Explicativas nº 9, Política de distribuição de resultados e nº 7.3.4 Risco de alteração da legislação aplicável ao Fundo e/ou aos Cotistas)

Motivo pelo qual o assunto foi considerado um PAA:

Os rendimentos destinados à distribuição aos cotistas do Fundo, de acordo com o Art. 10 da Lei nº 8.668/93, devem levar em consideração a base de cálculo descrita no Ofício-Circular CVM nº 1/2014. Consideramos o cálculo deste montante como um principal assunto de auditoria uma vez que a base de cálculo mencionada anteriormente deve ser ajustada pelas adições e/ou exclusões considerando as obrigações incorridas e a incorrer pelo Fundo, e submetida à apreciação dos cotistas em Assembleia, conforme Ofício-Circular CVM nº 1/2015.

Como o assunto foi conduzido em nossa auditoria:

Nossos procedimentos incluíram, entre outros, a verificação da exatidão matemática do cálculo de rendimentos a distribuir preparado pela Administradora do Fundo e análise de sua conformidade ao Ofício-Circular CVM nº 1/2014. Confrontamos as principais adições e exclusões incluídas na base de cálculo com as documentações de suporte providas pela Administradora do Fundo e analisamos também os controles de gerenciamento de liquidez da Administradora para o Fundo, considerando sua capacidade de honrar com suas obrigações presentes de desembolsos de caixa futuros, e consequentes ajustes na base de cálculo das distribuições. Adicionalmente, avaliamos a adequação das divulgações sobre o assunto incluídas na Nota Explicativas nºs 9 e 7.3.4 às demonstrações financeiras.

Baseados no resultado dos procedimentos de auditoria efetuados e nas evidências obtidas sobre o cálculo da distribuição dos rendimentos ao cotista, que está consistente com a avaliação da Administradora do Fundo, consideramos aceitáveis os critérios utilizados pela Administradora do Fundo para os cálculos de distribuição de rendimentos ao cotista do Fundo derivadas da base de cálculo descrita no Ofício-Circular CVM nº 1/2014 para suportar a base de cálculo e informações incluídas no contexto das demonstrações financeiras tomadas em conjunto.

Fonte: Fundos.Net

Ressalta-se que, apesar da decisão do Colegiado haver sido suspensa após recurso do Administrador fiduciário, as mudanças e pontos trazidos nas auditorias dos FIIs mostram atenção do mercado sobre o referido assunto. A discussão por si só trouxe grande risco para os auditores devido à pouca solidez da legislação em vigor.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Com o crescimento do mercado de capitais, principalmente no âmbito de fundos de investimento, apresenta-se a necessidade constante de acompanhamento dos órgãos reguladores para verificar a forma ideal de analisar e fiscalizar essa vertente. Para os fundos de investimento imobiliários, a afirmativa torna-se mais relevante ainda, dado a complexidade de seus ativos e peculiaridades na estrutura do fundo, principalmente ao que se refere à distribuição de rendimentos: qualquer mudança nesse aspecto afeta diretamente ao investidor, ao desenvolvimentos dos fundos e, conseqüentemente, ao mercado de capitais como um todo.

Após a decisão do Colegiado da CVM em 21 de dezembro de 2021, os Administradores de Fundos de Investimento mostraram grande receio sobre como deveriam tratar o lucro caixa para a distribuição de rendimentos e como o impacto de limitar mais a base de cálculo geraria uma evasão de capital no mercado. Mesmo com a decisão suspensa até o momento da finalização do presente estudo, a discussão em questão não foi encerrada e ainda está passível de alterações.

Esse estudo teve por objetivo observar, analisar e questionar a decisão apresentada pela CVM, trazer o posicionamento anteriormente dado pela autarquia e verificar a razoabilidade de mudanças de interpretação nas normas de fundos de investimento imobiliários atuais.

Dentre os pontos observados, destacam-se a Lei 8.668/1993 e a Instrução Normativa CVM nº 516, que regulamentam os Fundos de Investimento Imobiliário e apresentam as orientações a serem seguidas para a operacionalidade dos FIIs. Além disso, os Ofícios Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 e Circular nº1/2015/CVM/SIN/SNC reforça o entendimento da CVM sobre a utilização da base de cálculo para a distribuição dos rendimentos.

Constatou-se, a partir da verificação dos documentos referentes à manifestação da Área Técnica e dos votos dos Diretores da CVM, traçar paralelos referentes ao entendimento e interpretações distintas quanto ao que tange o assunto. Além disso, foi possível observar os efeitos da discussão no tratamento dos auditores, que têm tratado a distribuição de rendimentos como principais assuntos de auditoria e trazem como risco a possibilidade de alterações no regime aplicável, pontuando fortemente sobre a atual conjuntura desse tipo de investimento no mercado.

Entende-se a necessidade de reavaliar os conceitos trazidos na legislação aplicável para que possa ser apresentado de forma correta e coerente os conceitos a serem utilizados na

norma, com o objetivo de trazer conforto ao mercado, além de estabelecer parâmetros concretos para a normatização e fiscalização dos fundos imobiliários.

Por fim, sugere-se que outras pesquisas sejam realizadas para dar continuidade na análise da tratativa da distribuição de rendimentos nos fundos imobiliários, assim como o desenvolvimento regulamentar e operacional do assunto.

REFERÊNCIAS

- BRASIL. Lei nº 9.779, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, jan 1999. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19779.htm. Acesso em 15 de julho 2022.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF)**. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/htms/cosif/Default.asp?frame=1>. Acesso em 15 de julho de 2022.
- BARONI, Marcos; BASTOS, Danilo. **Guia Suno Fundos Imobiliários**. 1º edição. São Paulo. Editora Vivalendo, 2018.
- CRUVINEL, D. P.; LIMA, D. V. Adoção do Regime de Competência no Setor Público Brasileiro Sob a Perspectiva das Normas Brasileiras e Internacionais de Contabilidade. **Revista de Educação e Pesquisa em Contabilidade**, v. 5, n. 3, 2011.
- CASTELLO BRANCO, C. E.; MONTEIRO, E. M. A. R. Estudo sobre a indústria de fundos de investimentos imobiliários no Brasil. **Revista do BNDES**, v. 10, n. 20, 2003.
- CVM. **Instrução CVM 472/2008, 2008**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst472.html>. Acesso em 13 de maio de 2022.
- _____. **Guia CVM do investidor: Fundos de Investimentos Imobiliário**. 2012. Disponível em <https://www.investidor.gov.br/galerias/publicacao/CVM-Guia-01-FII.pdf>. Acesso em 03 de julho de 2022.
- _____. **Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, de 02 de maio de 2014**. Dispõe sobre orientação aos administradores sobre a distribuição de resultados de Fundos de Investimentos Imobiliário. Brasília: CVM, 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin-snc/oc-sin-snc-0114.html>. Acesso em: 02 de julho de 2022.
- _____. **Decisão do Colegiado de 21/12/2021**. Recurso contra decisão da SSE – Distribuição de Rendimentos em Fundo de Investimento Imobiliário – BTG Pactual Serviços Financeiros S.A DTVM – PROC. SEI 19957.006102/2020-10. Brasília: CVM, 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211221_R1/20211221_D2388.html?utm_source=pocket_mylist>. Acesso em: 22 de agosto de 2022.
- DELIBERATO, G. D. R. **Análise empírica do Dividend Yield dos Fundos de Investimento Imobiliário**. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo. 2021.
- DIAS, C.; FERNANDES, D. **Pesquisa e método científicos**. Brasília, 2000. Disponível em https://docs.ufpr.br/~niveam/micro%20da%20sala/aulas/tecnicas_de_pesquisa/pesquisacientifica.pdf. Acesso em 09 de agosto de 2022.
- Estudos especiais - produtos de captação: fundos de investimento imobiliário**. Rio

de Janeiro: ANBIMA, 2014. Disponível em:
<https://www.anbima.com.br/data/files/A7/B7/A5/67/9DB675106582A275862C16A8/estudo-s-especiais-produtos-de-captacao-fundos-de-investimento-imobiliario_1_.pdf>. Acesso em: 03 de julho de 2022.

FUJI, A. H. O conceito de lucro econômico no âmbito da contabilidade aplicada. **Revista Contabilidade & Finanças**, SÃO Paulo, n. 36, p. 74-86, 2004.

HICKS, J. R. **Value and capital**. 2. ed. Oxford, Clarendon Press, 1946.

IBRACON. Esclarecimento aos auditores independentes: **Decisão do Colegiado CVM Relativa à Distribuição de Rendimentos por Fundo de Investimento Imobiliário**. Disponível em: <<https://crcmg.org.br/destaques/ibracon-emite-circular-no-04-2022/>> . Acesso em 2 de setembro de 2022.

IUDÍCIBUS, Sérgio. **Teoria da Contabilidade**. 12. ed. São Paulo, Atlas, 2014.

POUPART, J. et al. **A pesquisa qualitativa: enfoques epistemológicos e metodológicos**. Petrópolis. Editora Vozes, 2008.

MOREIRA, Kleverton Dáliton Silva. **Precificação de ativos no mercado de capitais brasileiro: aplicação do modelo de cinco fatores de Fama e French em períodos de crise**. 2018. 85 f. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2018.

MORESI, E. **Metodologia da Pesquisa**. Monografia (Especialização) – Universidade Católica de Brasília, v. 108, n. 24, p. 5, 2003.

PIGATTO, J. A. M; HOLANDA, V. B.; MOREIRA, C. R; CARVALHO, F. A. A importância da contabilidade de competência para a informação de custos governamental. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, p. 821-37, 2010.

SÁ-SILVA, J. R.; ALMEIDA, C. D; GUINDANI, J. F. Pesquisa documental: pistas teóricas e metodológicas. **Revista Brasileira de História & Ciências Sociais**. São Leopoldo, n. 1, p. 15, 2009.

SANTOS, R. A. M; MENDONÇA, F. M; ALMEIDA. M. S. GONÇALVES, G. V. Impactos do uso do regime de caixa e competência na elaboração dos demonstrativos contábeis: um estudo de caso. **Simpósio de Excelência em Gestão e Tecnologia**. Minas Gerais, 2011.

SCOLESE, D; BERGMANN; D. R. SILVA, F. L; SAVOIA, J. R. F. Análise de estilo de fundos imobiliários no Brasil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 23, p. 24-35. 2015.

SILVA, R. B. S. Abordagem histórica da Bolsa de Valores. **Maiêutica-Estudos Contemporâneos em Gestão Organizacional**, v. 4, n. 1, 2016.

TRES, T. P; VICTOR, F. **Regime de Caixa ou Competência: uma Análise do Impacto do Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 na Distribuição de Rendimentos de um**

Fundo de Investimento Imobiliário. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Contábeis) – Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2016.

VALIM, V. Z. Riscos e cuidados com investimentos no mercado imobiliário. **Revista Especialize On-line IPOG**, v. 6, n. 6, p. 1-15, 2013.

VARGA, G.; WENGERT, M. A indústria de fundos de investimentos no Brasil. **Revista de Economia e Administração**, v. 10, n. 1, 2011.

VENTURA, M. M. O estudo de caso como Modalidade de Pesquisa. **Revista SOCERJ**, p. 383-386, 2007.

YIN, R. K. **Estudo de Caso: Planejamento e Métodos**. 2ª Edição. Porto Alegre: Editora Bookman, 2001.