



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP: 20050-901 - Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP - CEP: 01333-010 - Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP: 70712-900 - Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 17/2021/CVM/SSE/GSEC-1

Rio de Janeiro, 18 de agosto de 2021.

De: SSE

Para: SGE

**Assunto: Recurso contra da decisão da SSE para a republicação de demonstrações contábeis - Fundo Infra Real Estate FII - Processo 19957.004079/2017-23**

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de recurso interposto pela Planner Trustee DTVM LTDA. ("Planner"; "Recorrente" ou "Administradora"), conforme o expediente datado de 19/04/2021 (doc. SEI 1243130), apresentado contra a decisão, na época ainda da Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN) constante do Ofício nº 31/2021/CVM/SIN/DLIP (doc. SEI 1190547), que determinou o refazimento e a reapresentação das demonstrações financeiras anuais completas datas-base 30/06/2014; 30/06/2015; 30/06/2016; 30/06/2017, 30/06/2018; 30/06/2019 e 30/06/2020 do Infra Real Estate FII ("Fundo") - CNPJ 18.369.510/0001-04, bem como o refazimento e a reapresentação dos informes periódicos divulgados no curso dos referidos exercícios sociais.

2. Importa esclarecer que, em virtude da reestruturação da SIN, ocorrida em fevereiro de 2021, bem como nos termos da Resolução CVM 24, a supervisão e fiscalização dos Fundos de Investimento Imobiliário passou a ser atribuição da Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE), de maneira que a análise do presente recurso será conduzida pela SSE.

#### I- DA TEMPESTIVIDADE

3. Registra-se que o referido recurso foi apresentado de forma tempestiva, em obediência ao prazo estipulado no Item I da Deliberação CVM Nº 463, de 25 de julho de 2003.

#### II- DO HISTÓRICO DOS FATOS

4. Apresentamos abaixo o histórico dos fatos exclusivamente com o intuito de contextualizarmos a motivação da GSEC-1 para a determinação de refazimento das demonstrações contábeis. Ainda que alguns fatos narrados abaixo possam implicar em possíveis atos irregulares praticados pelo administrador ou pelos auditores, o presente Ofício Interno não tem como objetivo buscar o julgamento deste Colegiado acerca de tais atos, mas acerca da adequação da determinação de refazimento das demonstrações contábeis do Fundo.

5. O presente processo se originou a partir de pedido de informações protocolado pelo Ministério Público do Estado de Tocantins, o qual, posteriormente, encaminhou Proposta de Ação Civil Pública de Improbidade Administrativa (doc. SEI 0828284), para que esta Comissão tomasse ciência do caso e, se necessário, realizasse a supervisão específica do Infra Real Estate FII, seu administrador e gestor.

6. Foram identificadas as seguintes informações na Proposta de Ação Civil Pública de Improbidade Administrativa:

- a. Em 16/09/2013, a IGEPREV-TO ("RPPS") fez aplicação de R\$ 24.700.000,00 no Fundo;
- b. Diante do aporte dos recursos do IGEPREV-TO, a empresa Infra Asset Management Ltda, à frente da gestão do Fundo em análise, adquiriu um terreno na região do município de Londrina- PR;
- c. No referido imóvel de propriedade da Rio Jacutinga Participações Ltda., subsidiária integral do Fundo, seria desenvolvido um condomínio logístico;
- d. A avaliação do empreendimento foi realizada apenas pela empresa Colliers International do Brasil, em agosto de 2013, a qual concluiu que o valor de mercado do empreendimento pronto, até outubro de 2015, seria de R\$ 92.171.151,00;
- e. Em junho/2017, o IGEPREV-TO solicitou ao Gestor o resgate do saldo do Fundo, tendo sido informado que o resgate das cotas não era permitido e que a empresa Rio Jacutinga a qual detém um terreno na cidade de Cambé-PR, desenvolveria um empreendimento imobiliário voltado ao setor logístico. Contudo, com a mudança de cenário macroeconômico, o Comitê de investimentos do Fundo aprovou o relatório da

empresa Urban Systems, que propõe um novo mix de negócios para o terreno, investimento de R\$ 12.000.000,00.

- f. Diante desses aspectos, a Proposta de Ação Civil Pública de Improbidade Administrativa conclui que (i) "o aporte de recursos no *Infra Real Estate* não é compatível com o valor econômico e contábil da *Rio Jacutinga Participações S.A.*"; e (ii) "a precificação exagerada das cotas do *Rio Jacutinga Participações* determinou um pagamento exorbitante de taxas de administração, em prejuízo do IGEPREV, na medida em que pagou a mais taxa de administração do que seria devido se o fundo de investimento tivesse suas cotas avaliadas de forma compatível com o patrimônio líquido da *Rio Jacutinga*".

7. Vale esclarecer que o *Infra Real Estate FII* entrou em funcionamento em 04/10/2013, possuindo dois cotistas, entre eles a IGEPREV-TO (aportou recursos no Fundo em 16/09/2013 no valor de R\$ 24.700 mil). Atualmente, o Fundo conta com quatro cotistas, sendo sendo 3 RPPS e 1 fundo de investimento.

8. Em 11/09/2013, o Fundo adquiriu ações ordinárias da *Rio Jacutinga Participações S.A.* ("Rio Jacutinga") por R\$ 18.000 mil e na data-base 30/06/2014 o seu patrimônio líquido já somava R\$ 98.482 mil, predominantemente impactado pela marcação a valor justo do ativo em referência (foi usado laudo para estudo de viabilidade como se verá adiante). No Informe Mensal de 10/2013 (alguns dias após a aquisição do ativo) o patrimônio líquido do Fundo já somava R\$ 98.846 mil (doc. SEI 1324593 e 1047098):

	Valores em milhares de Reais		
	Cotas Integralizadas	Reserva de Lucros	Total
Saldos em 06 de setembro de 2013	-	-	-
Integralização de cotas no período	24.750	-	24.750
Lucro do período	-	73.712	73.712
Saldos em 30 de junho de 2014	24.750	73.712	98.462

Ajuste a Valor Justo de R\$74.171

9. Considerando o exposto, foi efetuada análise, nos termos do Despacho DLIP 0837939, em que se concluiu incorreções quanto à contabilização de imóvel de propriedade da *Rio Jacutinga Participações S.A.* ("Rio Jacutinga"), onde seria desenvolvido um condomínio logístico, com riscos de que o patrimônio líquido do Fundo estivesse sobreavaliado.

10. Tendo em vista os fatos narrados acima, houve a necessidade de adotar diligências específicas quanto ao tratamento contábil (reconhecimento inicial e mensuração subsequente) conferido à aquisição de propriedade da *Rio Jacutinga* (terreno) pelo Fundo.

11. Inicialmente, foram analisadas as informações apresentadas por meio das notas explicativas que acompanharam as demonstrações financeiras do *Infra Real Estate FII* desde sua criação, bem como foi elaborado quadro resumo contemplando as divulgações mais relevantes (destaca-se que, neste ponto, as DFs de 30/06/2020 ainda não haviam sido apresentadas - vide Despacho 1102152).

DFs	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017	30/06/2018	30/06/2019
<b>Custo de Aquisição</b>	Em 11/09/2013, o Fundo adquiriu 775.500 ações ordinárias da <i>Rio Jacutinga Participações S.A.</i> , que representa 100% do seu capital social, pelo custo total de R\$18.000 mil.	As informações de 30/06/2014 foram repetidas (ne 3.a)	As informações de 30/06/2014 foram repetidas (ne 4.a)	As informações de 30/06/2014 foram repetidas (ne 4.a)	As informações de 30/06/2014 foram repetidas (ne 4.a)	As informações de 30/06/2014 foram repetidas (ne 4.a)
<b>Ações de Companhia Fechada – mensuração subsequente</b>	Foi apurado o valor de mercado destas ações tendo como base o potencial do imóvel registrado nos livros contábeis da <i>Rio Jacutinga S.A.</i> Custo de aquisição 18.000 mil (+) Ajuste a Valor Mercado 74.171 mil (DRE) (=) 92.171 mil (ne 4.a)	Valor Justo. Até a data de aprovação das presentes DFs o laudo de avaliação não havia sido concluído. As informações de 30/06/2014 foram repetidas (ne 3.a)	Valor justo. A empresa especializada em avaliação de imóveis apontou o valor justo para o terreno de propriedade da <i>Rio Jacutinga S.A.</i> no montante de R\$ 97.743 mil, sendo R\$ 80.390 mil da gleba nua e R\$ 17.353 mil o valor adicionado pela incorporação. Até o momento, a Assembleia não deliberou pela nova marcação do ativo.	Valor justo. A empresa especializada em avaliação de imóveis apontou o valor justo para o terreno de propriedade da <i>Rio Jacutinga S.A.</i> no montante de R\$ 103.876 mil, sendo R\$ 85.128 mil da gleba nua e R\$ 18.748 mil o valor adicionado pela incorporação. Até o momento, a AGC não deliberou pela nova marcação do ativo.	Valor justo. A empresa especializada em avaliação de imóveis apontou o valor justo para o terreno de propriedade da <i>Rio Jacutinga S.A.</i> no montante de R\$ 87.600 mil, sendo R\$ 67.618 mil da gleba nua e R\$ 19.982 mil o valor adicionado pela incorporação. Até o momento, a AGC não deliberou pela nova marcação do ativo e não houve o registro contábil da atualização do valor justo do investimento.	Valor justo. O resultado apresentado pela empresa especializada não diverge significativamente do valor mensurado pela empresa especializada anterior (data-base 30/06/2018). Foi contabilizado ajuste a valor de mercado negativo em R\$ 4.571 mil.

Práticas Contábeis: Títulos e Valores Mobiliários	Estão representados por Cotas de Fundos de Investimento e por Ações em Companhias Fechadas, avaliadas pelo valor justo.	Estão representados por Cotas de Fundos de Investimento e por Ações em Companhias Fechadas, pelo valor de custo, acrescidos dos rendimentos auferidos até a data do balanço.	As informações de 30/06/2015 foram repetidas.	As informações de 30/06/2015 foram repetidas.	Os TVMs componentes da carteira do Fundo são classificados na categoria "títulos para negociação", e estão representados por Ações. As ações sem cotação em bolsa de valores ou em mercado de balcão são avaliadas pelo valor justo.	As informações de 30/06/2018 foram repetidas.
Registro	Ativo Circulante	Ativo Circulante	Ativo Circulante	Ativo Circulante	Ativo Circulante	Ativo Circulante
PL	R\$ 98.462 mil	R\$ 105.152 mil	R\$ 104.849 mil	R\$ 121.233 mil	R\$ 121.736 mil	R\$ 116.717 mil
Relatório dos Auditores Independentes	Sem Ressalva (BDO)	Ressalva (BDO) Empresa especializada em avaliação de ativos não concluiu o laudo de avaliação da Rio Jacutinga a tempo, não sendo possível avaliar possíveis efeitos sobre as DFs	Ressalva (BDO) A Administração do Fundo entendeu adequado o valor registrado na carteira. Entretanto, os auditores não tiveram, nas circunstâncias, condições de avaliar o valor o justo do investimento do Fundo na Rio Jacutinga S.A.	Ressalva (BDO) Até a data de aprovação das DFs a AGC não deliberou pela nova marcação do ativo no Fundo. Consequentemente, os auditores não tiveram condições de mensurar o correto efeito deste ajuste a mercado na DIRE, DMPL e DFC do Fundo.	Ressalva (BDO) Até a data de aprovação das DFs a AGC não deliberou pela nova marcação do ativo no Fundo. Consequentemente, os auditores não tiveram condições de concluir sobre o correto efeito de ajuste a valor justo.	Sem Ressalva (RSM)

AGC de aprovação das DFs	Data: 01/09/2015 Aprovada sem quaisquer manifestações	Data: 08/06/2016 O cotista detentor de 23,1938% não aprovou as DFs, considerando os motivos expostos em sua votação escrita. Os cotistas representando 100% das cotas em circulação aprovaram a indicação da reeleição do: IGPREV-TO, para ocupar uma vaga de membro do Comitê de Investimentos do Fundo.	Data: 13/03/2017 O cotista detentor de 20,2923% não aprovou as DFs, conforme manifestação escrita.	Data: 23/11/2017 Os cotistas detentores de 39,0327% se abstiveram de votar as DFs, conforme manifestação escrita.	Data: 20/05/2019 Os cotistas representando 20,2923% das cotas subscritas deliberaram pela reprovação.	Data: 31/10/2019 O cotista detentor de 17,498526% se absteve de votar
--------------------------	--	--	---	--	--	--

12. Duas questões nos chamaram a atenção. Primeiro, a Administradora e os Auditores Independentes do Fundo alegam que a assembleia geral de cotistas não havia deliberado pela nova marcação do ativo, dando a entender que, por isso, não foi feito o registro contábil da atualização do valor justo do investimento. Ocorre que, à luz da IN 472 e IN 516, a responsabilidade pela mensuração adequada dos ativos integrantes da carteira do Fundo, bem como a responsabilidade pelo levantamento e apresentação das demonstrações financeiras é de seu administrador.

13. Segundo, e que motivou o tema objeto da presente discussão, verificamos que a Planner contabiliza o investimento na Rio Jacutinga no ativo circulante como sendo 'títulos e valores mobiliários', subconta 'ações de companhias fechadas', afirmando mensurar o ativo a valor justo com base no potencial de incorporação (construção) do imóvel desde o seu registro inicial até a data-base 30/06/2019 (vide informações sobre mensuração subsequente no quadro acima).

14. A Administradora abre a rubrica em questão por meio de notas explicativas, apresentando informações sobre o valor justo da gleba nua e o valor da incorporação, os quais, somados, conduzem ao valor justo total do ativo. Como exemplo, tais valores na data-base 30/06/2019 eram de R\$ 67.618 mil e R\$ 19.982 mil, respectivamente, totalizando R\$ 87.600 mil (a rubrica está contabilizada no ativo circulante até o presente momento):

*Nota Explicativa nº 4.b das DFs de 30/06/2019*

Em 11 de setembro de 2013, o Fundo adquiriu 775.500 ações ordinárias da Rio Jacutinga Participações S.A., que representam 100% do seu capital social, pelo custo total de R\$ 18.000. Subsequentemente a esta aquisição, para mensuração do valor justo deste investimento, foi apurado o valor de mercado destas ações tendo como base o potencial do imóvel registrado nos livros contábeis do Rio Jacutinga S.A. tendo sido apurado com a aplicação desta metodologia a necessidade de complemento do montante de R\$ 74.171 a ser registrado como ajuste a valor de mercado.

Em virtude de a contratação da empresa especializada para elaboração de laudo de avaliação imobiliária ter ocorrido em setembro de 2018, os efeitos apurados no referido laudo foram reconhecidos em janeiro/2019. O resultado da avaliação imobiliária apresentado no laudo apontou o valor justo para o terreno de propriedade da Rio Jacutinga S.A. o montante de R\$ 87.600, sendo R\$ 67.618 (preço unitário de R\$170 por m<sup>2</sup>) da gleba nua e R\$ 19.982 o valor adicionado pela incorporação.

	<b>30/06/18</b>
Custo de aquisição das ações da Rio Jacutinga Participações	18.000
(+) Ajuste a valor de mercado	74.171
<b>(=) Total de Títulos e Valores Mobiliários</b>	<b>92.171</b>

Para avaliação do valor justo do investimento em 30 de junho de 2019 procedeu com o mesmo procedimento de contratação de empresa especializada para avaliação e mensuração do valor justo. Tendo em vista que o resultado apresentado pela empresa especializada não diverge significativamente do valor mensurado pela empresa especializada anterior, a Administração optou por manter o mesmo valor.

	<b>30/06/19</b>
<u>Saldo anterior</u>	<u>92.171</u>
(-) Ajuste a valor de mercado	(4.571)
<b>(=) Total de Títulos e Valores Mobiliários</b>	<b>87.600</b>

15. Sobre este ponto, de acordo com informações prestadas pela própria Administradora, o objetivo da aquisição da Rio Jacutinga - que possui como único ativo um terreno - era a construção de um empreendimento imobiliário voltado ao setor logístico. Entretanto, como se verificará a seguir, o registro contábil levado a efeito pela Planner não encontra amparo nas práticas contábeis aplicáveis.

16. Nesses tipos de FII, conforme norma contábeis dispostas na ICVM 516, o ativo imobiliário é classificado (i) como estoque (no ativo circulante), se o modelo de negócio for voltado para venda, devendo ser mensurado a valor de custo ou valor realizável líquido, dos dois o menor; ou classificado (ii) como propriedade para investimento (ativo não circulante), se o modelo de negócio for a obtenção de renda e/ou apreciação de capital, devendo ser mensurado, via de regra, a valor justo. À propósito, de acordo com o item 8(b) do PT CPC 28, aplicável por força do art. 2 da ICVM 516, o terreno mantido para uso futuro indeterminado é considerado como para apreciação de capital.

17. Há, ainda, os casos em que o ativo detido é uma controlada com propósito de investimento em empreendimentos imobiliários. Tal controlada, entendida como um negócio (*inputs*, processamento, *outputs*), deve ser contabilizada à luz do Pronunciamento Técnico CPC 18\_R2 [1] no âmbito do FII, aplicando-se o método da equivalência patrimonial. Contudo, como se percebe, a Administradora registra o ativo de maneira inovadora ao tratá-lo como ativo imobiliário financeiro - 'títulos e valores mobiliários' (PT CPC 38).

18. De início, a presente área técnica entendeu que a Rio Jacutinga se caracterizaria como controlada do Fundo (PT CPC 18), entretanto, em consulta à SNC, com fundamento na aplicação dos itens B5 e B7 do CPC 15, aquela Superintendência trouxe o entendimento de que "[...] a aquisição do controle de uma entidade [Rio Jacutinga] que possui como único ativo um terreno, não havendo nenhuma atividade que represente a entrada de "inputs", processamento e saída de "outputs", não seria contabilizada como a aquisição de um negócio, mas sim como a aquisição de um ativo específico, ou seja, de um terreno, não cabendo aplicação do CPC 18 ao caso. O que se tem, levando-se em conta a essência da transação e do ativo adquirido, é a aquisição de um ativo (terreno), pois a entidade em questão não se reveste das características de um negócio, devendo o ativo (terreno) ser apresentado nas demonstrações financeiras do FII Infra".

19. A SSE concordou com a conclusão da SNC de que houve a aquisição de um ativo e não de um negócio, de forma que se deveria buscar o adequado tratamento contábil para imóveis, à luz dos artigos 6º ao 10º da ICVM 516/11.

20. É imperioso mencionar que o ativo em questão, um terreno, se combinaria com a construção de um complexo logístico (empreendimento por iniciar). A esse respeito, verifica-se no laudo de avaliação do ativo data-base agosto/2013 (doc. SEI 1062496 - arquivo 'Doc.1'), que a metodologia empregada para apuração do Valor Presente Líquido - VPL consistiu na projeção de fluxo de caixa de contratos de aluguéis estimados dos galpões logísticos, denotando que o propósito do ativo adquirido seria baseado na renda de locação. Este é o primeiro laudo disponível, utilizado pela Planner para a avaliação subsequente do ativo.

21. De acordo com o disposto no art. 5º da Instrução CVM 516, "o imóvel adquirido ou construído para renda ou para apreciação de capital no longo prazo deve ser classificado como propriedade para investimento, dentro do subgrupo investimento do ativo não circulante". Portanto, por meio do Ofício 31 foi determinado que o ativo Rio Jacutinga (ou seja, um terreno), fosse registrado no ativo não circulante, subconta propriedade para investimento, sendo necessária a reclassificação da rubrica.

22. Quanto a isso, entende-se que a reclassificação do investimento do ativo circulante (ativo financeiro) para o ativo não circulante (propriedade para investimento) é tema pacificado, uma vez que a Administradora objetivamente concorda que "o ativo deveria ter sido classificado como ativo não circulante, subclasse investimento, por se tratar de propriedade de investimento" (vide resumo das alegações da Recorrente no capítulo abaixo).

23. Assim, o único ponto que restou controverso, e objeto deste Recurso, diz respeito à base adequada de mensuração da propriedade para investimento. Por meio do mesmo Ofício 31, esta área técnica manifestou o entendimento de que o terreno deveria ser mantido pelo valor de custo de aquisição para o Fundo, conforme os detalhes e embasamentos apresentados a seguir.

### III- DO RECURSO DA ADMINISTRADORA

24. Em 19/04/2021, a Administradora do Fundo encaminhou o Recurso da

decisão da área técnica (docs. SEI 1243130; 1243133; 1243136; 1243138 e 1243140), cujos principais argumentos estão resumidos abaixo:

- a. A Recorrente concorda parcialmente com os termos do Ofício 31, especificamente com relação à reclassificação do ativo Rio Jacutinga como propriedade para investimento e afirma que, de fato, o ativo deveria ter sido classificado como ativo não circulante, subclasse investimento, por se tratar de propriedade de investimento. Assim, informa que adotará as medidas de adequação;
- b. Discorda, porém, do entendimento de que, com fundamento nos artigos 5º a 8º da ICVM 516, há incertezas relevantes sobre o fluxo de caixa do 'imóvel para renda em construção' até o término da obra e início da operação, inviabilizando, via de regra, a mensuração do ativo a valor justo de maneira confiável até que o projeto esteja concluído. Sendo que, como exceção, a existência de um contrato *built to suit*, estabelecido previamente entre as partes, com fluxos de caixa estipulados de forma confiável, permitiria a mensuração subsequente do ativo em construção a valor justo - situação não encontrada no presente caso;
- c. Nesse sentido, alega que os artigos 5º a 8º da ICVM 516 não condicionam de forma alguma a mensuração a valor justo. Pelo contrário, entendem que, de acordo com tais dispositivos, a mensuração a valor justo não seria mera opção, mas obrigação;
- d. De acordo com o PT CPC 28, argumenta que mesmo que tivesse optado por registrar o investimento pelo seu valor de custo, ainda assim existiria a obrigação por parte do Fundo de divulgar o valor justo em nota explicativa;
- e. Cita, ainda, o Professor Eliseu Martins ao tratar de mensuração de propriedades de investimento: "*o método que consideramos prioritário é o valor justo(...). Segundo o Ilustre Professor, no caso de propriedade para investimento, apenas se não existir condição de mensuração de maneira confiável é que se deve utilizar o método do valor de custo*";
- f. Assim, com base no artigo 8º da ICVM 516, sugerem que apenas se, e somente se, a Administradora concluir que o valor justo da propriedade para investimento não puder ser mensurado de maneira confiável, é que a contabilização deve ser feita pelo valor de custo até que o valor justo possa ser determinável;
- g. Afirma que, de acordo com o PT CPC 28, a impossibilidade de mensuração com confiabilidade em base contínua ocorre quando e, apenas quando, o mercado de propriedades comparáveis está inativo e quando não estão disponíveis mensurações alternativas confiáveis de valor justo (por exemplo, com base em projeções de fluxos de caixa descontados);
- h. Desta forma, entende que não há correlação entre a necessidade de existir contrato de *built to suit* com mensuração a valor justo;
- i. Alega, ainda, que "[a] operação sempre foi fundamentada em um 'negócio', diferentemente do que tenta classificar a Superintendência de Normas Contábeis". "*O fato de, a posteriori, em razão de condições de mercado, não ter sido iniciada a obra, não implica a conclusão imediata de não se tratar de um negócio como quer impor a SNC*".
- j. Por fim, argumenta que o laudo de avaliação produzido (agosto/2013) é confiável e foi elaborado por entidade idônea, reconhecida e com experiência e discorda da afirmação de que que "as premissas foram embasadas em informações especiais fornecidas pelo cliente";
- k. De forma a embasar seu entendimento, a Administradora buscou junto à Colliers esclarecimentos adicionais, a qual contra argumenta no sentido de que as 'premissas especiais' são tão somente a definição do *cap rate* em 8% e a taxa de desconto de 9,2% a.a. Conclui, ainda, que tais premissas são complementares e que "*não tiveram condão de alterar materialmente os estudos realizados para confecção do Relatório*";
- l. Afirma que o Laudo de Avaliação reflete o critério de "*highest and best use*" e que tanto sob a luz do PT CPC 28 quanto do PT CPC 46 a mensuração foi correta, baseada em laudo independente, buscando a melhor utilização do ativo;
- m. Em seguida, discorre sobre as premissas adicionais do Laudo de Avaliação e alega que os investidores tinham total e completa ciência dos termos do Laudo de Avaliação e da precificação realizada;
- n. Afirma a necessidade de retratar seus ativos a valor justo, a fim de evitar que exista diluição injustificada em caso de novos aportes ou mesmo de quotas tomando por base um precificação equivocada dos ativos que compõe a sua carteira; e
- o. Por fim, considera que a reclassificação contábil (do ativo circulante para o não circulante) pode ser feita com inclusão em nota explicativa específica nos termos do item 49 do PT CPC 23, sem maiores consequências. Ademais, argumenta que a determinação de refazimento deveria ter sido feita para um período curto, com limitação temporal que não pode ultrapassar os três últimos exercícios da data da decisão da área técnica.

#### IV- ANÁLISE SSE/GSEC-1

25. Inicialmente, é importante mencionar que um Fundo de Investimento Imobiliário aplica os requerimentos contábeis previstos na Instrução CVM 516 e, quando não houver previsão normativa contábil na própria Instrução, aplica os

procedimentos contábeis previstos nos CPCs e aprovados pela CVM.

26. É relevante destacar, ainda, que esta área técnica consultou a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC) acerca dos indícios de desvios e do adequado tratamento contábil ao caso em tela, de forma que as orientações e contribuições dadas pela SNC estão incorporadas em nossa manifestação.

27. Neste ponto da análise é necessário ressaltar, novamente, o fato de que o terreno (adquirido no ano de 2014) se combinaria com a construção de um complexo logístico. Portanto, o caso concreto se refere a propriedade para investimento em construção. Vale mencionar que, passados 7 anos, a construção não se iniciou.

28. Os artigos 7º e 8º da ICVM 516 disciplinam a forma como uma propriedade para investimento em construção deve ser mensurada:

*"Art. 7º Após o reconhecimento inicial, as propriedades para investimento devem ser continuamente mensuradas pelo valor justo".*

*Art. 8º Se a instituição administradora concluir que o valor justo de uma propriedade para investimento em construção não é mensurável de maneira confiável, a mensuração deve ser feita pelo valor de custo até que o valor justo possa ser determinado de maneira confiável ou quando a construção for completada, o que ocorrer primeiro".*

29. Conforme já comentado acima, o modelo de negócio adotado para o imóvel no laudo de avaliação de agosto/2013 é o de obtenção de renda com a construção de galpões logísticos para aluguel. Assim, deveria ter sido observado as diretrizes do PT CPC 46 para a mensuração do valor justo de ativo não financeiro, que no caso requer a aplicação do conceito *highest and best use*, na perspectiva de um participante de mercado.

30. Como destacado pela SNC em seu Ofício Interno nº 1/2021/CVM/SNC/GNC (doc.SEI 1189413), a definição de valor justo indica que este se refere a um valor de saída, e que deve ser baseado nas premissas, externas à entidade, que participantes do mercado utilizariam na precificação (vide item 9 do CPC 46 - Mensuração do Valor Justo, aprovado pela Deliberação CVM 699).

31. Ademais, o item 27 do CPC 46 estabelece que a mensuração do valor justo para ativos não financeiros, como é o caso em análise, leva em consideração a capacidade do participante de mercado de gerar benefícios econômicos utilizando o ativo em seu melhor uso possível (*highest and best use*) ou vendendo-o a outro participante de mercado que o utilizaria em seu melhor uso. Ou seja, o melhor uso possível é determinado levando-se em conta o ponto de vista dos participantes de mercado, ainda que a entidade pretenda um uso diferente.

32. Destaca-se, abaixo, o item 31 do CPC 46, o qual estabelece as premissas adicionais que devem ser utilizadas para avaliação de ativos não financeiros:

*"31. O melhor uso possível (highest and best use) de um ativo não financeiro estabelece a premissa de avaliação utilizada para mensurar o valor justo do ativo, conforme abaixo:*

*(a) O melhor uso possível de um ativo não financeiro pode oferecer o valor máximo aos participantes do mercado por meio de seu uso em combinação com outros ativos como um grupo (conforme instalados ou, de outro modo, configurados para uso) ou em combinação com outros ativos e passivos (por exemplo, um negócio).*

*(i) Se o melhor uso possível do ativo for o uso do ativo em combinação com outros ativos ou com outros ativos e passivos, o valor justo do ativo é o preço que seria recebido em uma transação atual para a venda do ativo, presumindo-se que o ativo seria utilizado com outros ativos ou com outros ativos e passivos e que esses ativos e passivos (ou seja, seus ativos complementares e os respectivos passivos) estariam disponíveis aos participantes do mercado.*

*(ii) Os passivos associados ao ativo e aos ativos complementares incluem passivos que financiem capital de giro, mas não incluem passivos utilizados para financiar outros ativos que não aqueles compreendidos no grupo de ativos.*

*(iii) As premissas sobre o melhor uso de um ativo não financeiro devem ser consistentes para todos os ativos (para os quais o melhor uso seja relevante) do grupo de ativos ou do grupo de ativos e passivos dentro do qual o ativo seria utilizado.*

*(b) O melhor uso possível de um ativo não financeiro poderia fornecer o valor máximo para os participantes do mercado de forma individual. Se o melhor uso possível do ativo for utilizá-lo de forma individual, o seu valor justo deve ser o preço que seria recebido em uma transação atual pela venda do ativo a participantes do mercado que o utilizariam de forma individual."*

33. Sobre este aspecto, a análise dos laudos de avaliação encaminhados pela Recorrente demonstra evidências claras de desvio na apuração do valor justo do ativo Rio Jacutinga, em desconformidade com os requisitos constantes do PT CPC 46, como se verifica abaixo:

**Laudo de Avaliação data-base agosto/2013** (doc. SEI 1062496 - arquivo 'Doc.1')

- a. Existência de *disclaimer* contido no slide 50, informando que as premissas foram embasadas em informações especiais fornecidas pelo cliente. Sobre este aspecto, a Planner argumenta em seu Recurso que as 'premissas especiais' são tão somente a definição do *cap rate* em 8% e a taxa de desconto de 9,2% a.a. e que "*não tiveram condão de alterar materialmente os estudos realizados para confecção do Relatório*". Ora, como se sabe, tais premissas



são variáveis-chave em técnicas de avaliação 'abordagem da renda' e possuem carga subjetiva relevante. Pequenas variações na taxa de desconto são suficientes para alterar de forma significativa o valor presente dos fluxos de caixa descontados. Inclusive, causa estranheza que, para um empreendimento que ainda não existia, foi utilizado uma taxa de desconto (9,2% a.a.) na data-base das demonstrações contábeis de 30/06/14 que foi inferior à meta Selic para junho de 2014, de 11% a.a.;

- b. Além disso, nas palavras do próprio avaliador, as premissas fornecidas pela Administradora são "*premissas que presume fatos diferente (sic) da realidade a data do estudo, ou que não seriam presumidas por um cliente típico de mercado em uma transação na data do estudo*";
- c. Ainda no slide 50 do laudo de avaliação, se observa que o objetivo do laudo foi o de apresentar um valor para embasar um estudo técnico de viabilidade para a implantação de um condomínio logístico e estudos relacionados a curva de absorção do projeto, com informações (*inputs*) para o cálculo fornecidos pela entidade contratante com base na utilização e parâmetros por ela definidos. Ressalta-se, novamente, que o melhor uso do ativo é aquele do ponto de vista de participantes do mercado (externo à entidade), que pode ser diferente do definido pela entidade, mesmo que ela pretenda utilizar o ativo de modo diverso;
- d. Corroborando essa situação a comparação entre o preço pago pela aquisição do ativo em set/2013 (R\$18 milhões) e a mensuração a "valor justo" efetuada nas demonstrações financeiras de 30/06/14 (R\$92 milhões), utilizando um laudo de avaliação datado de ago/2013. Ou seja, foi utilizado laudo anterior à data de aquisição para a mensuração subsequente do ativo;
- e. O valor produzido neste laudo (estudo de viabilidade) é um valor do investimento na perspectiva do proprietário do imóvel e não de participantes de mercado, em clara desobediência à aplicação do conceito *highest and best use* à luz do PT CPC 46;
- f. Importa considerar, ainda, que entre a data de aquisição do ativo e a data-base das primeiras demonstrações financeiras do Fundo (30/06/2014), existiu um lapso temporal de apenas nove meses. Assim, um ativo adquirido por R\$ 18 milhões, ao que se sabe, em uma transação não forçada entre partes independentes, já estava marcado a valor justo por cinco vezes o preço da transação passados apenas nove meses de sua aquisição. Destaca-se que, no caso concreto, o valor justo contempla em sua maior proporção o valor da terra nua, sendo o potencial de incorporação responsável por parcela significativamente menor dessa avaliação;
- g. A esse respeito, à luz do item 64 do PT CPC 46, se o preço da transação for o valor justo no reconhecimento inicial, e uma técnica de avaliação que utilizar dados não observáveis for utilizada para mensurar o valor justo em períodos subsequentes, a técnica de avaliação deve ser calibrada de modo que, no reconhecimento inicial, o resultado da técnica de avaliação seja igual ao preço da transação. A calibração assegura que a técnica de avaliação reflita as condições atuais de mercado. Considerando que as demonstrações financeiras de 30/06/2014 foram as primeiras DFs do Fundo, logo após a aquisição do ativo, tal dispositivo deveria ter sido observado, o que também não ocorreu;
- h. Como se percebe, no reconhecimento inicial, não havia condições suficientes e necessárias para a apuração do valor justo de forma confiável: (i) não foi observada a perspectiva de participante de mercado, tendo sido usado estudo de viabilidade anterior à data de aquisição do ativo para sua mensuração subsequente; e (ii) a técnica de avaliação não foi calibrada nas primeiras DFs do Fundo.

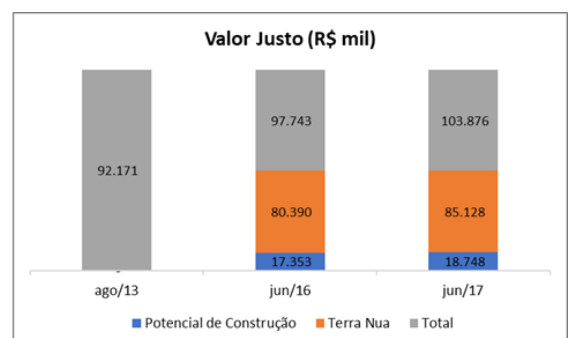
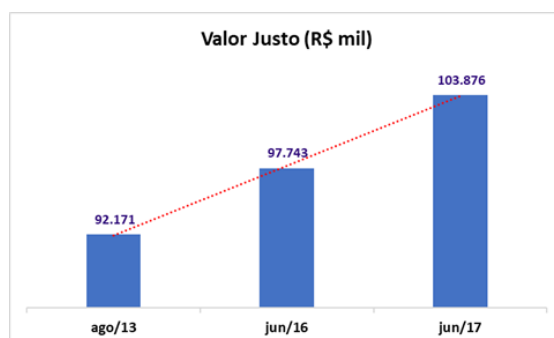
#### **Laudo de Avaliação data-base junho/2016 e junho/2017 (doc.**

SEI 1062496 - Doc 2)

- a. Conforme mencionado acima, já no reconhecimento inicial, não foi produzida avaliação a valor justo em conformidade com o PT CPC 46, indicando ausência de confiabilidade. Não obstante, propõe-se seguir com a análise dos demais laudos para confirmar a coerência do entendimento acima;
- b. Inicialmente, ressalta-se que não foi produzido laudo de avaliação do ativo Rio Jacutinga (terreno) para a data-base 30/06/2015, o que representa infração objetiva ao disposto no artigo 7º da IN 516, segundo o qual "*após o reconhecimento inicial, as propriedades para investimento devem ser continuamente mensuradas pelo valor justo*";
- c. Por sua vez, os laudos nas datas-bases junho/2016 e junho/2017 foram produzidos pelos mesmos avaliadores (duas pessoas físicas), com aplicação das mesmas técnicas de avaliação e produção de resultados similares, pelo o que serão abordados conjuntamente;
- d. Até as referidas datas-base, o empreendimento (projeto aprovado pela municipalidade de Cambé e respectivos quadros de áreas, para um condomínio logístico característico e vocacionado - informação constante dos laudos) não havia se iniciado, havendo só o terreno. Como se percebe dos laudos, a intenção de uso do ativo permanecia para obtenção de renda com locação de galpões logísticos, devendo ser avaliado como propriedade para investimento em construção;
- e. Ambos os laudos utilizam como metodologia o Método Comparativo Direto de Dados de Mercado, com inferência estatística. A determinação do valor do imóvel avaliado resulta da comparação deste com amostra de natureza e características intrínsecas e

extrínsecas diversas, a partir de dados pesquisados no próprio mercado. Os atributos dos dados obtidos são trabalhados por meio de técnicas de inferência estatística, valendo-se de modelo matemático de regressão linear;

- f. Em relação ao modelo de regressão linear utilizado, esta área técnica identificou que (i) o número mínimo de elementos na amostra para 4 variáveis independentes no modelo seria de 30 imóveis, entretanto, os laudos utilizaram 27 e 22 imóveis respectivamente, indicando viés de representatividade da amostra. Tal situação é objetivamente descrita nos laudos; (ii) a aderência do modelo é baixa ( $R^2$  ajustado de apenas 0,59 e 0,53 respectivamente); (iii) o intervalo de confiança é de 80%, sendo relativamente mais baixo do que modelos mais precisos costumam utilizar (entre 90 e 95%). Tais aspectos constituem evidência de que as regressões utilizadas como técnica de análise, no caso concreto, possuem baixa significância econômica e baixa capacidade preditiva;
- g. Os imóveis assemelhados coletados na pesquisa imobiliária realizada no laudo data-base junho/2017 têm como referência o lote paradigma de R\$ 5300,00 /m<sup>2</sup>, tendo sido levantadas 22 propriedades em oferta para venda, localizadas em regiões mais urbanizadas, próximas a Londrina. Conforme consta do próprio laudo, "*próxima aos elementos pesquisados encontra-se região consolidada em atividades comerciais e industriais, contidas em Zona Industrial / Zona Especial de Serviços Intermodais/ Zona Especial e de Serviços - ZIS*". Por outro lado, o ativo em análise está localizado em região menos consolidada (situação similar é descrita no laudo data-base junho/2016);
- h. Em pesquisa rápida na *internet*, e apenas para contribuir com a discussão, foi possível encontrar imóveis comerciais com características mais similares ao terreno em análise (localização, estado do terreno, metragem), cujo valor do metro quadrado em oferta de venda (negócio não realizado) é de aproximadamente R\$ 62,00. Portanto, bem inferior ao que foi gerado pelas regressões constantes dos laudos aqui comentados, quais sejam: R\$342,40m<sup>2</sup> na data-base jun/2016 e R\$381,44m<sup>2</sup> na data-base jun/2017 (vide material complementar);
- i. A propósito, considerando o valor ofertado do m<sup>2</sup> em aproximadamente R\$ 62,00, bem como a área vendável do terreno (289.710m<sup>2</sup>), chegar-se-ia no valor justo de venda R\$ 17.692 mil para a gleba nua na perspectiva de mercado, que é próximo ao custo de aquisição do ativo. Como já comentado acima, a definição de valor justo indica que este se refere a um valor de saída, e que deve ser baseado nas premissas, externas à entidade, que participantes do mercado utilizariam na precificação, e que pode ser diferente do uso pretendido pela entidade;
- j. Adicionalmente, consta do laudo data-base junho/2017 a informação de que "*mesmo inserida em região de relevante destaque, verifica-se uma tendência de baixa procura indicando parâmetros mercadológicos de reduzida valorização imobiliária (robustez na oferta de imóveis) com indicação de redução preços, ou seja, uma maior taxa de desconto para uma venda efetiva*" (grifo nosso). Tal afirmação é corroborada, ainda, pelas afirmações dos avaliadores de que o imóvel está classificado como sendo de (i) baixa liquidez, (ii) desempenho do mercado recessivo, (iii) alto número de ofertas, (iv) de difícil absorção pelo mercado e (v) público alvo limitado;
- k. Sobre isso, o artigo 7º, §2º, da IN 472 dispõe que o valor justo de uma propriedade para investimento deve refletir as condições de mercado no momento de sua aferição. Além disso, à luz dos itens 87 e 88 do PT CPC 46, dados não observáveis refletem premissas, incluindo premissas sobre o risco inerente a uma técnica de avaliação específica e premissas sobre as informações utilizadas para mensurar o valor justo. Assim, pode ser necessário incluir ajuste de risco quando houver incerteza significativa na mensuração. Como se percebe abaixo, o valor justo do ativo (terreno mais potencial de construção) apenas subiu entre as avaliações de 2013 a 2017, indicando que ajustes de risco não foram adequadamente empregados pela Planner diante de indícios claramente adversos que ensejavam a aplicação de uma taxa de desconto maior (objetivamente mencionado nos laudos de avaliação). Tal situação reforça a conclusão de que a marcação a valor justo efetuada pela Planner não levou em consideração as perspectivas de participantes do mercado, conforme requer a norma contábil (PT CPC 46):





- a. A primeira questão que chamou a atenção no laudo data-base nov/2018 foi a mudança no plano diretor da região, com redução da área líquida do terreno para 180.000 m<sup>2</sup>;
- b. Em seguida, verifica-se mudança do projeto previsto para o "melhor uso" do ativo. O laudo em referência, inclusive, é mais um estudo de viabilidade, dessa vez voltado ao desenvolvimento de galpões logísticos para locação e contrato BTS (*built to suit*) de Mega Posto de apoio a caminhoneiros;
- c. O laudo apresentou um valor denominado de valor de venda para o imóvel de R\$ 87.600 mil e o valor da gleba nua de R\$ 67.620 mil. Nas demonstrações financeiras de 30/06/2018 (apresentadas somente em nov/18), há a informação de que o laudo apontou valor para o imóvel de R\$ 87.600 mil, sendo R\$ 67.620 mil o valor da gleba nua e R\$ 19.980 mil o valor adicionado pela incorporação. Destaca-se que as fotos do imóvel constantes do laudo de avaliação de nov/18 demonstram que não foi iniciada nenhuma obra, havendo ainda somente o terreno.
- d. Conforme se verifica na página 19 do laudo, o "*objetivo desta análise é entender o valor do empreendimento a ser desenvolvido do ponto de vista do proprietário do terreno, ou seja, qual o valor do negócio a uma determinada taxa de remuneração, que servirá para comparar ao valor de mercado do terreno*". Precebe-se, claramente, que o uso deste laudo com fins à mensuração subsequente do ativo está em discordância com os requisitos constantes do PT CPC 46 (melhor uso do ativo na perspectiva de participantes do mercado);
- e. Última consideração sobre este ponto se refere a eventual contrato BTS, em virtude da mudança do Projeto, indicado no Ofício 31 por esta área técnica. Tal comentário ocorreu tão somente no sentido de esclarecer que, na opinião da SSE, eventual "*existência de um contrato build to suit, estabelecido previamente entre as partes, com fluxos de caixa estipulados de forma confiável, permitiria a mensuração subsequente do ativo (em construção) a valor justo*", no caso concreto. De qualquer maneira, é de nosso entendimento que não há obrigação alguma em se estabelecer, previamente, contrato BTS para mensuração a valor justo de propriedade para investimento em construção. O que não pode, entretanto, é a mensuração a valor justo em discordância com os requisitos do PT CPC 46 como claramente faz a Recorrente.

34. Em resumo, chama a atenção a miscelânea de procedimentos adotados pela Administradora em desconformidade com as normas contábeis aplicáveis:

- a. Primeiro, apresentação como ativo financeiro (classificado como título para negociação) de um imóvel cujo modelo de negócio declarado é o desenvolvimento de um empreendimento imobiliário para renda (galpões logísticos);
- b. Segundo, mensuração desses ativos financeiros a "valor justo" tendo como base o potencial de construção do imóvel;
- c. Terceiro, utilização de premissas e bases de avaliação que não trazem evidências do alinhamento ao conceito de valor justo estabelecido pela norma contábil; e
- d. Quarto, em abril de 2020, o Administrador adota como base de avaliação o valor justo da gleba nua, alterando a prática até agora declarada do *highest and best use* pelo potencial de incorporação do imóvel ("*o ativo que estava avaliado e marcado em R\$ 87.600 mil (valor do projeto), foi alterado para R\$ 67.280 mil (valor da terra nua), valor este estabelecido no laudo de avaliação base junho/2019*" - vide nota explicativa 4(ii) das demonstrações financeiras de 30/06/20). Ou seja, nas DFs de 30/06/2020 a Planner muda a política contábil de mensuração do ativo, deixando de considerar seu potencial de construção e passando a marcar apenas a terra nua a 'valor justo'.

35. Diante do exposto, entende-se que há incertezas significativas sobre se o modelo de negócio pretendido é o *highest and best use do ativo* na perspectiva de participantes de mercado, devendo-se considerar ainda que, aparentemente, não foram sequer iniciadas as obras. Além disso, segundo adequadamente pontuado pela SNC, é clara a falta de consistência na aplicação dos procedimentos e práticas contábeis, ficando a impressão de que os mesmos possam ser adotados conforme a conveniência da Administradora.

36. Como mencionado acima, a apuração do valor justo deve seguir as diretrizes estabelecidas pelo PT CPC 46, devendo-se observar, também, a confiabilidade do valor produzido, conforme requer o artigo 8º da ICVM 516/11 e diretrizes estabelecidas na estrutura conceitual contábil (arts. 48 e 53 do PT CPC 28). Assim, no entendimento da área técnica, não há, no caso concreto, condições suficientes e necessárias para a apuração do valor justo (conforme requer a norma contábil) de forma confiável, de maneira que o valor de custo deve ser utilizado até que haja condições suficientes para a mensuração do valor justo com confiabilidade ou a construção seja completada, o que ocorrer antes. Situações essas previstas nos itens 48 e 53 do PT CPC 28, além do já citado artigo 8º da ICVM 516/11.

## **CONCLUSÃO**

37. Considerando todo o exposto, diante do Recurso apresentado pela Planner Trustee DTVM LTDA, Administradora do Infra Real Estate FII, propomos ao

Colegiado a manutenção do entendimento desta SSE, de que o ativo Rio Jacutinga S.A deve ser reclassificado para o ativo não circulante, como propriedade para investimento, com mensuração a valor de custo, até que haja condições suficientes para a mensuração do valor justo com confiabilidade ou a construção seja completada, conforme dispõe o art. 8 da ICVM 516/11:

*"Art. 8º Se a instituição administradora concluir que o valor justo de uma propriedade para investimento em construção não é mensurável de maneira confiável, a mensuração deve ser feita pelo valor de custo até que o valor justo possa ser determinado de maneira confiável ou quando a construção for completada, o que ocorrer primeiro."*

38. No que se refere ao refazimento, propomos reformar a nossa decisão anterior e, acompanhando a sugestão da SNC, em benefício da utilidade da informação, recomendamos que a Planner refaça e reapresente a última demonstração financeira divulgada, na data-base de 30/6/2020, ajustando retrospectivamente o saldo de abertura do início do último exercício apresentado de forma comparativa, em linha com o que requer o PT CPC 23, reapresentando, ainda, todos os informes mensais, trimestrais e anuais desde 30/6/2020 até a presente data.

39. Por fim, propomos que a relatoria do caso seja conduzida pela SSE/GSEC-1.

---

[1] CPC 18 (R2) - Investimento em Coligada, em Controlada e em Empreendimento Controlado em Conjunto.

Atenciosamente,

Nathalie de Andrade Araujo Matoso Vidual  
Gerente de Supervisão de Securitização 1 - GSEC-1

Bruno de Freitas Gomes  
Superintendente de Supervisão de Securitização - SSE



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Superintendente**, em 18/08/2021, às 18:37, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Nathalie de Andrade Araujo Matoso Vidual, Gerente**, em 18/08/2021, às 18:38, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1307477** e o código CRC **A19DC0B3**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1307477** and the "Código CRC" **A19DC0B3**.*