



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.006102/2020-10

Reg. Col. nº 2388/2021

Interessado: BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM

Assunto: Recurso contra decisão da área técnica que determinou que o Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário somente possa distribuir rendimentos aos cotistas quando houver lucro contábil, no exercício ou acumulado

Relatoria: Superintendência de Supervisão de Securitização – SSE

Voto: Diretor Alexandre Costa Rangel

Manifestação de Voto

I. Resumo dos Fatos

1. No âmbito deste Processo Administrativo nº 19957.006102/2020-10 (“Processo”), a Superintendência de Supervisão de Securitização (“SSE” ou “Área Técnica”) proferiu decisão em 07.07.2021 (“Ofício nº 6” ou “Decisão”)¹, por meio da qual determinou ao BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM (“Administrador Fiduciário” ou “Recorrente”), na qualidade de administrador fiduciário do Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário (“Fundo”), que, a partir de então, passasse a distribuir rendimentos aos cotistas do Fundo somente quando houvesse lucro contábil, no exercício ou acumulado.

2. Em 06.08.2021, tempestivamente, o Administrador Fiduciário apresentou recurso ao Colegiado da CVM contra o Ofício nº 6 (“Recurso”)², com requerimento de efeito suspensivo, nos termos do item V da Deliberação CVM nº 463/2003³.

¹ Ofício nº 6/2021/CVM/SSE/SSE-Assessoria (Doc. SEI 1299584).

² Doc. SEI 1320590.

³ “V – O recurso será recebido no efeito devolutivo. Havendo justo receio de prejuízo de difícil ou incerta reparação decorrente da execução da decisão, o Superintendente poderá, de ofício ou a pedido, dar efeito suspensivo ao recurso.”



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

3. A Área Técnica deferiu o pedido de efeito suspensivo⁴ e, depois de ouvida a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (“SNC”)⁵, manifestou-se contrariamente ao Recurso⁶, encaminhando-o para deliberação do Colegiado⁷.

4. O Processo foi pautado inicialmente para a reunião do Colegiado de 23.11.2021⁸, tendo havido pedido de vistas⁹. Posteriormente, ainda no dia 23.11.2021, a SSE anexou despacho aos autos¹⁰, consolidando informações relativas a alguns fundos de investimento imobiliário que, assim como o Fundo, distribuíram os rendimentos obrigatórios previstos na Lei nº 8.668/1993 (regime de caixa) em valores superiores ao lucro contábil (regime de competência).

5. O Processo retornou para deliberação do Colegiado na presente data, em 21.12.2021, tendo o Diretor Fernando Galdi votado pelo provimento parcial do Recurso¹¹.

II. Manifestação de Voto

6. De modo diverso, voto pelo deferimento integral do Recurso.

⁴ E-mail de 10.08.2021 (Doc. SEI 1322771).

⁵ Parecer Técnico nº 13/2021/CVM/SNC/GNC, de 06.10.2021 (Doc. SEI 1359187).

⁶ Ofício Interno nº 4/2021/CVM/SSE/SSE-Assessoria, de 17.11.2021 (Doc. SEI 1372913).

⁷ Despacho da SSE de 17.11.2021 (Doc. SEI 1390367).

⁸ Não participei da referida reunião, em virtude de férias.

⁹ Doc. SEI 1415511.

¹⁰ Doc. SEI 1394691.

¹¹ Nas palavras do Diretor Fernando Galdi: “(...) meu entendimento é distinto daquele refletido no Ofício nº 6/2021/CVM/SSE/SSE-Assessoria, que determina que o Fundo deveria passar a distribuir os resultados aos cotistas somente quando houver lucro passível de distribuição. Nesse sentido, a área técnica busca estabelecer a vedação da distribuição nas situações em que o montante a distribuir calculado de acordo com o mecanismo legal e regulamentar, amparado no regime de caixa, seja superior à soma do lucro contábil do exercício e dos lucros acumulados (e reservas de lucros) de exercícios anteriores. Entendo desta maneira, pois avalio que a análise do caso deve considerar a inequívoca distinção entre a decisão de distribuição de resultados do Fundo e os aspectos contábeis relacionados ao reconhecimento dessa decisão”. Concluiu o Diretor que “(i) 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, combinados com as determinações do Regulamento, 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 e; (ii) Há possibilidade, em linha com o entendimento do Colegiado de 17.03.15, de que no caso em que o valor a ser distribuído pelo FII seja superior ao montante do lucro do exercício adicionado dos lucros acumulados (e/ou reserva de lucros) do exercício anterior, ocorra deliberação assemblear com vistas à distribuição inferior ao montante calculado de acordo com o parágrafo único, art. 10, da Lei nº 8.668/93 e Ofício Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, combinados com as determinações do Regulamento” (Doc. SEI 1414098).



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

7. Entendo que os rendimentos do Fundo – apurados de acordo com o regime de caixa, como determina a legislação aplicável, ainda que em valores superiores ao saldo de lucro contábil do FII – podem continuar a ser distribuídos aos respectivos cotistas, conclusão também atingida pelo Diretor em seu voto¹².

8. Entretanto, discordo das ponderações constantes dos parágrafos 59 e seguintes do voto do Diretor, que trouxeram considerações complementares sobre o assunto discutido no Processo. Apesar de ter se manifestado no sentido de que os rendimentos podem continuar a ser distribuídos, o Diretor registrou sua posição de que (i) a distribuição de rendimentos superiores aos lucros contábeis apurados ou acumulados deve ser classificada sob outra rubrica, como amortização de cotas ou devolução de capital aos cotistas; e (ii) a assembleia geral de cotistas pode deliberar sobre uma distribuição inferior aos rendimentos apurados segundo o regime de caixa, nos termos do art. 10, parágrafo único, da Lei nº 8.668/1993, caso tais rendimentos sejam superiores ao lucro contábil apurado ou acumulado.

9. A meu ver, tais considerações não procedem.

10. Isso porque o procedimento adotado pelo Recorrente no âmbito do Fundo, objeto deste Processo, resumidamente:

- (i) observa 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 – sendo que o voto que propõe o provimento parcial do Recurso apresenta contradição, no caso concreto, com a própria possibilidade de que a distribuição de rendimentos pelo Fundo tenha continuidade;
- (ii) atende, *ipsis litteris*, a orientação e o entendimento das áreas técnicas da CVM vigentes até então, divulgados por meio do Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 (“Ofício-Circular SIN/SNC nº 01/2014”); e

¹² Conforme nota de rodapé nº 11, acima.



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

(iii) consubstancia prática largamente disseminada na indústria de fundos, sendo que eventuais mudanças de entendimento podem gerar assimetrias regulatórias, externalidades negativas e, inclusive, repercussões sistêmicas.

11. É o que passo a explicar em maiores detalhes a seguir.

As distribuições de rendimentos realizadas pelo Fundo observaram o disposto na Lei n° 8.668/1993, que impõe a obrigação de que, no mínimo, 95% do lucro semestral auferido pelo fundo de investimento imobiliário, segundo o regime de caixa, deva ser distribuído aos cotistas

12. O art. 10, parágrafo único, da Lei n° 8.668/1993 é claro ao dispor que o “*fundo deverá distribuir a 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*”.

13. A lei apoia-se em 4 conceitos de suma relevância e cujos contornos precisam ser observados, quais sejam: o lucro; apurado pelo regime de caixa; deve ter distribuição obrigatória mínima de 95%; em periodicidade semestral. O dispositivo, nesse sentido, impõe a obrigatoriedade de distribuição aos cotistas de um montante que (i) ostenta a natureza jurídica de lucro, que foi o termo utilizado pela lei, o que impede a redefinição do evento como uma devolução de capital ou amortização; (ii) deve ter pelo menos 95% de seu valor ser distribuído; (iii) mandatoriamente, precisa ser apurado de acordo com o regime de caixa; e (iv) deve ser distribuído em periodicidade semestral.

14. Toda e qualquer interpretação relacionada ao assunto deve ser norteada pelos parâmetros inscritos no referido dispositivo da lei. Ressalte-se que se trata de um comando legal, portanto, hierarquicamente superior a qualquer outro ato normativo que tenha sido editado pela CVM ou entendimento que tenha sido manifestado pela área técnica em um ofício-circular.

15. Importante observar que a Lei n° 9.779/1999 – que incluiu na Lei n° 8.668/1993 a obrigatoriedade de distribuição discutida neste Processo – apresenta algumas contribuições importantes. A própria exposição de motivos da Medida Provisória n° 1.788, posteriormente



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

convertida na Lei nº 9.779/1999¹³, ajuda a enfrentar eventuais dúvidas que possam surgir de imprecisões terminológicas porventura verificadas na redação aprovada pelo legislador¹⁴.

16. Como exposto de forma transparente e clara na exposição de motivos, o fundamento legal que justificou a escolha do regime de caixa, do elevado percentual (95%) e da periodicidade semestral para fins de distribuição de rendimentos aos cotistas dos fundos de investimento imobiliário, foi assegurar uma regularidade arrecadatória, evitando postergações ou diferimentos indefinidos na distribuição dos lucros e rendimentos, como fatos geradores do imposto de renda na fonte.

17. Conforme a exposição de motivos: “As novas normas têm por objetivo evitar a postergação do pagamento do imposto sobre os ganhos e rendimentos auferidos pelos referidos [fundos de investimento imobiliário], tendo em vista a previsão de distribuição de lucros e a consequente incidência do imposto de renda na fonte.” (grifos meus).

18. Chama atenção, também, que a *mens legis* divulgada tenha reafirmado seus alicerces novamente sobre a natureza jurídica do lucro (assim como o texto da lei), dos rendimentos e da consequente incidência do imposto de renda na fonte, tributo que guarda relação justamente com o conceito de lucro e rendimento – não com amortização de cotas ou devolução de capital, eventos distintos e que geram outras implicações tributárias.

19. Por outro lado, ao mesmo tempo em que se preocupou com a regularidade de distribuição de lucros, rendimentos e com as consequências arrecadatórias naturalmente esperadas de tais fatos geradores, a lei buscou preservar a organização de caixa e liquidez do fundo de investimento imobiliário. E o fez escolhendo assertivamente o regime de caixa para fins de apuração do lucro como procedimento contábil apto a atingir essa finalidade. Confira-se o que disse a respeito também a exposição de motivos: “Salienta-se, todavia, que esse procedimento em nada comprometerá a liquidez daqueles fundos, uma vez que o regime adotado é o da caixa, ou seja,

¹³ <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/lei/1999/lei-9779-19-janeiro-1999-341274-exposicaodemotivos-149988-pl.html> (acesso em 21.12.2021).

¹⁴ A crítica – acertada – que se faz ao art. 10, parágrafo único, da Lei nº 8.668/1993 refere-se a uma mistura de conceitos contábeis, que possuem significados técnicos distintos e podem, em alguma medida, gerar dúvidas. Neste caso concreto, entretanto, a literalidade da lei encontra reforço na exegese histórica e guarda coerência com o contexto e as motivações que justificaram a incorporação do comando legal em nosso ordenamento, como explicado em maiores detalhes mais adiante nesta manifestação de voto.



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

somente serão alcançados pela nova norma os valores recebidos em cada período semestral.”
(grifos meus).

20. Ou seja, no contexto da inclusão da distribuição compulsória em nosso ordenamento legal, falou-se, expressamente, em lucro, em rendimento e nas respectivas e específicas consequências tributárias de tais eventos. Falou-se, ainda, na apuração do referido lucro pelo regime de caixa, de modo a não prejudicar a liquidez do fundo de investimento imobiliário, considerando que, muitas vezes, a apuração de lucro contábil, pelo regime de competência, pode não encontrar o respectivo conforto em termos de recursos líquidos e disponíveis na entidade¹⁵.

21. Retorno ao caso concreto, especificamente para compartilhar uma ponderação que expõe um ângulo de possível contradição no provimento parcial do Recurso. Não me parece fazer sentido que se autorize a continuidade de distribuição de rendimentos pelo Fundo aos cotistas – o que só vinha ocorrendo em virtude de o art. 10, parágrafo único, da Lei nº 8.668/1993 obrigar a distribuição de lucro caixa aos cotistas – ao mesmo tempo em que se estabelece que o montante distribuído não deveria ostentar a natureza jurídica ou classificação contábil de lucro, mas de amortização de cotas. O Fundo não tem saldo de lucros contábeis acumulados e, segundo o entendimento do provimento parcial, enquanto essa situação perdurar, não haveria possibilidade de distribuição de lucro caixa, apenas amortização de cotas ou devolução de capital.

22. Ora, os aspectos, procedimentos e implicações operacionais, financeiros, de governança, gestão de liquidez – e até mesmo tributários – relativos à implementação de devolução de capital são radicalmente diferentes daqueles verificados no contexto de uma distribuição de rendimentos e lucros. Como distribuir sob a rubrica de amortização um montante que a lei define como lucro e que só é distribuído porque a lei assim o determina? Como prosseguir com a distribuição de

¹⁵ Ressalto que foi inserida no ordenamento legal uma regra de transição para tratar dos lucros contábeis acumulados – de acordo com o regime de competência – pelos fundos de investimento imobiliário até 31.12.2008 e distribuídos até 31.01.2009. Foi essa a exceção estabelecida pela Lei nº 9.779/1999, como dispositivo transitório, com uma alíquota ainda reduzida, sobre a utilização dos lucros contábeis apurados ou acumulados até então, desde que distribuídos até 31.01.2009. Dispôs a Lei nº 9.779/1999 da seguinte forma: “Art. 3º. *Os lucros acumulados até 31 de dezembro de 1998 pelos fundos de investimento imobiliário constituídos antes da publicação desta Lei, que forem distribuídos até 31 de janeiro de 1999, sujeitar-se-ão à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de vinte por cento. Parágrafo único. Os lucros a que se refere este artigo, distribuídos após 31 de janeiro de 1999, sujeitar-se-ão à incidência do imposto de renda na fonte à alíquota de vinte e cinco por cento*”. A partir de então, passaram a vigorar as novas regras, formas de apuração e alíquotas.



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

rendimento se o requisito definido no provimento parcial (saldo de lucro contábil) sequer existe no caso concreto? Algo que foi distribuído de acordo com o que a lei define como lucro e rendimento não pode ser redefinido ou categorizado de forma distinta, salvo mudança legislativa nesse sentido.

23. Por tais motivos, para que se cumpra a determinação legal de distribuição de, no mínimo, 95% do lucro apurado pelo regime de caixa em bases semestrais aos cotistas do Fundo, entendo que não procede a exigência de lucro contábil, apurado no período ou acumulado, pelo regime de competência.

O procedimento de apuração e a forma de distribuição dos rendimentos adotados pelo Recorrente no âmbito do Fundo, além de aderentes ao disposto na legislação aplicável, observaram o entendimento das áreas técnicas da CVM divulgado ao mercado em 2014

24. Em 02.05.2014, as áreas técnicas da CVM responsáveis pela supervisão dos fundos de investimento e questões contábeis editaram o Ofício-Circular SIN/SNC nº 01/2014, manifestando o entendimento, em suma, de que “*a base de distribuição prevista no art. 10, 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*”.

25. Resta comprovado nos autos que o Fundo vem seguindo, além dos procedimentos previstos na Lei nº 8.668/1993, também aqueles inscritos no referido ofício-circular. Apesar de não se confundirem com qualquer tipo de ato normativo editado pela CVM e de não serem dotados de caráter vinculante sobre as decisões do Colegiado, os ofícios-circulares representam importante instrumento de orientação para os participantes de mercado, que passam a ter acesso, em maiores detalhes, à opinião e ao entendimento das áreas técnicas da Autarquia sobre assuntos específicos.



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

26. E o Recorrente demonstrou, a meu ver, de forma robusta e satisfatória, que os procedimentos de distribuição de rendimentos objeto deste Processo observaram as orientações constantes do Ofício-Circular SIN/SNC nº 01/2014.

27. O regulamento do Fundo enuncia, expressamente, no art. 27, que o *“Fundo distribuirá aos Cotistas, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento), 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/Nº 1/2014 (“Lucros Semestrais”), até o limite do lucro apurado conforme a regulamentação aplicável”*. O anexo IV do regulamento, no mesmo sentido, consolida informações gerais sobre aspectos tributários e distinções entre rendimentos e amortização¹⁶.

28. Corroborando a regularidade da forma de cálculo e do mecanismo de distribuição de rendimentos, a auditoria independente contratada pelo Fundo para analisar as demonstrações financeiras do exercício encerrado em 31.12.2021 – depois de ter se debruçado sobre o tema com atenção especial, tendo considerado a matéria um dos principais assuntos de auditoria – asseverou que os *“rendimentos destinados à distribuição aos cotistas do Fundo, de acordo com o art. 10 da Lei 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”*¹⁷.

¹⁶ *In verbis: (i) “os rendimentos e ganhos auferidos pela Carteira não estão sujeitos à tributação pelo imposto de renda, desde que o Fundo (i) atenda à legislação e à regulamentação da CVM aplicáveis, devendo, dentre outros, distribuir, pelo menos, 95% (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”; (ii) “os ganhos auferidos na cessão ou alienação, amortização e resgate das Cotas, bem como os rendimentos distribuídos pelo Fundo sujeitam-se ao imposto de renda à alíquota de 20% (vinte por cento)”; e (iii) “com relação aos Cotistas residentes no Brasil, de acordo com disposições previstas na Lei 11.033/04, não haverá incidência do imposto de renda retido na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas com relação aos rendimentos distribuídos pelo Fundo ao Cotista pessoa física, observado cumulativamente os seguintes requisitos: (i) o Cotista pessoa física seja titular de menos de 10% (dez por cento) do montante de Cotas emitidas pelo Fundo, e cujas cotas lhe derem direito ao recebimento de rendimento inferior a 10% (dez por cento) do total de rendimentos auferidos pelo Fundo; (ii) o Fundo conte com, no mínimo, 50 (cinquenta) Cotistas; e (iii) as Cotas sejam admitidas à negociação exclusivamente em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado”* (grifos meus).

¹⁷ <https://fnet.bmfbovespa.com.br/fnet/publico/exibirDocumento?id=157892> (acesso em 21.12.2021).



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

29. Após a realização de todas essas diligências¹⁸, a auditoria concluiu que “baseados no resultado dos procedimentos de auditoria efetuados 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” (grifos meus). O parecer dos auditores independentes, assim, foi lavrado sem qualquer ressalva ou parágrafo de ênfase, tendo sido as demonstrações financeiras relativas ao referido exercício aprovadas na assembleia geral ordinária e extraordinária de 30.04.2021¹⁹.

30. Ante o exposto, parece-me claro que os procedimentos de distribuição de rendimentos do Fundo, conforme implementados pelo Recorrente, ocorreram em observância não apenas aos comandos legais aplicáveis – notadamente, ao art. 10, parágrafo único, da Lei nº 8.668/1993 –, mas também de acordo com as orientações e os entendimentos manifestados pelas áreas técnicas da CVM sobre o assunto²⁰.

31. Tal qual boa parcela da indústria, como será apresentado abaixo, o Fundo amparou-se no texto da lei e no Ofício-Circular SIN/SNC nº 01/2014 para proceder da forma como vem procedendo nos últimos semestres. Aqui, mais um motivo para discordar da Decisão, proferida pela Área Técnica, e votar favoravelmente ao Recurso, em sua totalidade. Não são esses os termos da Lei nº 8.668/1993, situação que expõe os participantes de mercado e investidores em geral a

¹⁸ A auditoria explicitou como conduziu o assunto, da seguinte forma: “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 explicativa nº 7”.

¹⁹ As demonstrações financeiras do Fundo, em todos os últimos exercícios sociais, não contaram com qualquer tipo de ressalva e foram aprovadas pelos cotistas, conforme exigido pela regulamentação aplicável.

²⁰ Pertinente aqui ressaltar o disposto no art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei nº 9.784/1999, que estabelece que, nos processos administrativos, deve ser observado o critério de “interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação” (grifos meus).



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

riscos indevidos, incertezas e insegurança jurídica, questões que serão exploradas no tópico seguinte desta manifestação de voto.

Devem ser evitadas assimetrias regulatórias entre fundos de investimento imobiliário, externalidades negativas e implicações sistêmicas que possam comprometer o desenvolvimento da indústria

32. A interpretação que busca inovar e complementar o art. 10, parágrafo único, da Lei nº 8.668/1993 – acrescentando exigências e condicionantes não inscritas no texto da lei – tende a gerar consequências danosas para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, notadamente para a indústria de fundos, aumentando a insegurança jurídica para todos os envolvidos, incluindo investidores e prestadores de serviços.

33. O procedimento analisado neste Processo – distribuição semestral de 95% do lucro de um fundo de investimento imobiliário apurado pelo regime de caixa, independentemente de lucro contábil acumulado ou verificado no período pelo regime de competência – como todos sabem, não é uma prática exclusiva do Fundo. Trata-se de posicionamento consolidado na indústria e, como explorado mais adiante, corroborado sucessivamente pelos principais auditores independentes em atuação no Brasil, de forma consistente.

34. Foram diversos os fundos de investimento imobiliário que apuraram e distribuíram rendimentos pelo regime de caixa nos últimos semestres, em valores superiores ao lucro contábil acumulado ou no período, pelo regime de competência – como manda a Lei nº 8.668/1993 e seguindo os trâmites previstos no Ofício-Circular SIN/SNC nº 01/2014. Pelos mais variados motivos, como remarcação a mercado ou ajuste a valor justo de ativos que integram suas carteiras, crise decorrente da pandemia, provisões e contingências, a mesma situação enfrentada neste Processo encontra-se disseminada no mercado.

35. Conforme levantamento da Área Técnica constante dos autos²¹, seguiram o mesmo procedimento nada menos do que 34% dos fundos de investimento imobiliário analisados em uma amostragem específica. Foi realizada uma análise puramente numérica da quantidade de fundos, que não considera o tamanho do patrimônio líquido ou a quantidade de cotistas dos referidos

²¹ Doc. SEI 1397811.



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

fundos no mercado como um todo²². De todo modo, fato é que tais fundos somam relevantes patrimônios e contam com um número expressivo de cotistas de varejo, sendo administrados e geridos por casas tradicionais de mercado.

36. Outro ponto importante sobre o levantamento da SSE: não sabemos a interpretação dos demais administradores fiduciários de fundos de investimento imobiliário que distribuíram rendimentos (pelo regime de caixa). Sabemos apenas que tais fundos apresentaram lucros contábeis em montante bastante superior àqueles apurados pelo regime de caixa. E, assim, distribuíram os rendimentos caixa como rendimentos que são, sem qualquer tipo de limitação ou dúvida. A questão que os administradores fiduciários enfrentarão se colocará apenas e tão somente quando os lucros (caixa) forem superiores ao saldo de lucro contábil (competência). Nesse momento, eles terão que decidir se distribuirão o rendimento caixa em sua totalidade, como manda a Lei nº 8.668/1993; ou se reduzirão a distribuição até o limite do lucro contábil. Nenhum dos fundos listados pela SSE distribuiu valores sequer próximos ao lucro contábil disponível, o que poderia ser um indicativo de que o lucro caixa efetivamente distribuído aos cotistas teria sido limitado pelo lucro contábil. Não se tem notícia se tais fundos enfrentaram esse dilema – e o levantamento da Área Técnica não esclarece esse ponto.

37. Esse tipo de controvérsia não colabora com o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, muito menos em se tratando de um segmento fortemente voltado para investidores de varejo, em franca expansão²³ e com intensa competição. Cria-se, por exemplo, um elemento indevido de concorrência entre prestadores de serviços. A depender do critério adotado, se mais ou menos favorável à distribuição de lucros aos investidores, pode ser que um determinado

²² Fosse o critério utilizado alterado para o número de cotistas, parece que esse percentual seria ainda maior, considerando que o maior fundo de investimento imobiliário em termos de passivo pulverizado existente no Brasil vem a ser justamente o Fundo, objeto deste Processo, com aproximadamente 450 mil cotistas. Outros administradores fiduciários, que seguiram o mesmo procedimento, atuam em fundos de investimento imobiliário com centenas de milhares de cotistas também, conforme despacho da SSE.

²³ Segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“Anbima”), o patrimônio líquido total dos fundos de investimento imobiliário avançou de R\$ 82,7 bilhões (2018), para R\$ 124,8 bilhões (2019), para R\$ 169,3 bilhões (2020), atingindo R\$ 203,8 bilhões (2021). Em números de fundos de investimento imobiliário, também se verificou uma expansão de 372 (2018), para 463 (2019), para 564 (2020), alcançando a marca de 658 (2021).

(https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm, acesso em 21.12.2021).



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

administrador fiduciário tenha mais êxito em seus esforços de distribuição de cotas de emissão dos fundos sob sua administração. O cumprimento da legislação e regulamentação aplicável, que deve ser aplicada de forma impessoal e isonômica a todos os destinatários, não deveria ser um fator competitivo a ser explorado pelos participantes de mercado. Reforço aqui que é dever da administração pública, conforme art. 4º-A, inciso I, da Lei nº 13.874/2019, “*dispensar tratamento justo, previsível e isonômico entre os agentes econômicos*”.

38. Mais um tópico relevante a ser observado consiste no fato de que os administradores fiduciários são responsáveis pelas obrigações tributárias do fundo de investimento imobiliário²⁴. De forma alguma extrapolando o mandato legal da Autarquia, nem me arriscando a comentar questões tributárias – estranhas às atribuições e competências da CVM tal como definidas na Lei nº 6.385/1976 –, cumpre destacar que os administradores fiduciários não possuem qualquer interesse em assumir riscos tributários decorrentes de eventual descumprimento da literalidade da Lei nº 8.668/1993, que impõe a distribuição obrigatória do lucro apurado pelo regime de caixa. Lembrando que não se faz presente, no texto da lei, qualquer ressalva sobre eventual limitação que deva ser observada em virtude da ausência de saldo de lucro contábil acumulado ou apurado no período.

39. Arrematando este terceiro fundamento, chamar agora de amortização de capital um montante que vem sendo distribuído como rendimento há vários semestres, por parcela considerável da indústria de fundos – em cumprimento da lei e do entendimento de áreas técnicas da CVM até então divulgados – não encontra fundamento em nosso ordenamento jurídico. Provavelmente, estar-se-ia propondo uma resposta que criaria mais problemas do que soluções. E seriam problemas de proporções relevantes, inclusive com repercussões em outras esferas, que teriam que ser suportados por participantes de mercado que, além de terem dado cumprimento ao que manda a lei, seguiram as orientações das áreas técnicas da própria CVM, inseridas no Ofício-Circular SIN/SNC nº 01/2014, conforme explorado anteriormente.

²⁴ Segundo o art. 4º da Lei nº 9.779/1999, “[r]essalvada a responsabilidade da fonte pagadora pela retenção do imposto sobre os rendimentos de que trata o art. 16 da Lei no 8.668, de 1993, com a redação dada por esta Lei, fica a instituição administradora do fundo de investimento imobiliário responsável pelo cumprimento das demais obrigações tributárias, inclusive acessórias, do fundo.”



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

III. Conclusões

40. Portanto, voto pelo deferimento integral do Recurso, sob o fundamento de que:

- (i) o Recorrente demonstrou que o Fundo seguiu determinação expressa da Lei nº 8.668/1993, que não apresenta qualquer ressalva que condicione a distribuição obrigatória do lucro caixa à existência de lucro contábil ou ao resultado de qualquer outro critério ou regime contábil. Nesse sentido, o voto que propõe o provimento parcial do Recurso apresenta contradição, no caso concreto, com a própria possibilidade de que a distribuição de rendimentos pelo Fundo tenha continuidade, uma vez que o Fundo não possui saldo de lucros acumulados. Considerando que tais recursos somente são distribuídos por conta de imposição legal que obriga a distribuição de lucro, não vislumbro embasamento jurídico para que o tratamento regulatório, contábil ou oriundo de deliberação de cotistas, no plano infralegal, possa alterar a natureza de lucro para amortização de cotas, eventos que possuem natureza jurídica, justificativas e consequências distintas;
- (ii) o procedimento adotado pelo Recorrente no âmbito do Fundo observa, *ipsis litteris*, a orientação e o entendimento divulgados pelas áreas técnicas da CVM por meio do Ofício-Circular SIN/SNC nº 01/2014, como confirmado pelos auditores independentes que analisaram o tema como um dos principais pontos de auditoria; e
- (iii) a sinalização pelo regulador do mercado de valores mobiliários de que rendimentos já distribuídos por fundos de investimento imobiliário, na verdade, apenas poderiam ter sido distribuídos sob a rubrica de amortização ou devolução de capital – confrontando o texto legal, o Ofício-Circular SIN/SNC nº 01/2014 e a prática seguida por boa parte da indústria – gera insegurança jurídica, externalidades negativas e assimetrias regulatórias, com possíveis implicações sistêmicas.

41. Como comentário final, observo que o panorama atual da indústria de fundos demonstra que o procedimento analisado neste Processo consubstancia prática largamente utilizada por participantes relevantes do mercado, com potencial impacto, direto e indireto, sobre milhares de investidores. Por esse motivo, o caminho mais prudente e acertado, a meu ver, passa pela proposta de que o tema seja tratado publicamente com os agentes econômicos, demais entidades,



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

associações e órgãos interessados, de forma transparente e organizada, em benefício da previsibilidade e segurança jurídica – independentemente da solução que venha a ser definida. Desse modo, eventuais novas orientações sobre o tema, se for o caso, poderiam ser editadas pela Autarquia em conjunto com as necessárias regras transitórias, prazos de adaptação e outros mecanismos legítimos que garantam a estabilidade da indústria e evitem assimetrias regulatórias entre participantes de mercado. Trata-se de abordagem alinhada e coerente com o mandato legal da CVM, que tem o poder-dever de estimular a formação de poupanças e a sua aplicação no mercado de valores mobiliários; assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e balcão; e proteger os investidores, nos termos do art. 4º da Lei nº 6.385/1976.

É como voto.

Rio de Janeiro, 21 de dezembro de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor