



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.006102/2020-10

Reg. Col. 2388/2021

- Interessado:** BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
- Assunto:** Recurso contra decisão proferida pela SSE, de solicitação ao BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM que, a partir do recebimento do Ofício 06/2021, deveria passar a distribuir resultados aos cotistas do Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário, somente quando houver lucro passível de distribuição, conforme metodologia detalhada no contexto do Ofício 06/2021.
- Relatoria:** Superintendência de Supervisão de Securitização – SSE
- Voto:** Fernando Caio Galdi

### Manifestação de voto

#### I. CONTEXTO

1. Trata-se de recurso apresentado pelo BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM (“Administrador”, “BTG” ou “Recorrente”) contra decisão da Superintendência de Supervisão de Securitização (“SSE” ou “Recorrida”) proferida no Ofício nº 6/2021/CVM/SSE/SSE-Assessoria<sup>1</sup> (“Ofício 06/2021”), de 07.07.2021, por meio do qual foi solicitado ao BTG que, a partir do recebimento do Ofício 06/2021, deveria passar a distribuir rendimentos, aos cotistas do Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário (“Fundo” ou “Maxi Renda FII”), somente quando houver lucro contábil (no exercício ou acumulado), conforme metodologia detalhada no contexto do Ofício 06/2021.
2. O presente processo foi instaurado pela Divisão de Fundos Listados e de Participações (“SIN/DLIP”) da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”), no dia 02.09.2020, no âmbito do monitoramento sistemático, pela SIN/DLIP, de operações de curto

---

<sup>1</sup> Doc. SEI nº 1299584



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

prazo envolvendo certificados de recebíveis imobiliários ("CRI"), realizadas por fundos de investimento imobiliário ("FII"), na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3").

3. Após interações entre a SIN/DLIP e o BTG<sup>2</sup>, houve o esclarecimento<sup>3</sup> de que as transações questionadas pela área técnica ocorreram no âmbito da gestão ativa inerente às atividades da gestora de acordo com as políticas de investimento dos respectivos fundos e, ainda, dentro da regra de conflito aprovada dos respectivos fundos.

4. Apesar dos esclarecimentos enviados pela Recorrente, a SIN/DLIP enviou, em 06.10.2020, o Ofício nº 189/2020/CVM/SIN/DLIP<sup>4</sup> à BSM Supervisão de Mercados solicitando as seguintes informações sobre o Maxi Renda FII: (a) posição de cotistas em Junho/2020; e (b) lista das transações com CRI realizadas nos últimos 24 meses.

5. Posteriormente, em 10.06.2021, foi enviado à Recorrente o Ofício nº 14/2021/CVM/SSE<sup>5</sup> que, entre outros aspectos, alertou a Administradora que *“no decorrer da análise da documentação periódica do Fundo, no âmbito do presente processo, verificamos que o Maxi Renda FII vem distribuindo, desde 2014, rendimentos aos cotistas em montantes substancialmente superiores ao previsto no regramento legal e normativo<sup>6</sup>”*.

6. No mesmo Ofício foi solicitado, em síntese, que: (a) detalhassem o método de precificação mensal dos CRI, em carteira no Maxi Renda FII; (b) encaminhassem o manual de precificação de ativos utilizado pelo administrador para os FII; (c) descrevessem a forma como são tratadas as operações de CRI realizadas pelo Maxi Renda FII com contrapartes ligadas ao gestor, nos últimos dias do mês, para efeito do cômputo e definição dos preços que integrarão o cálculo do valor patrimonial da cota do Maxi Renda FII; e (d) o Administrador se manifestasse sobre os valores distribuídos como "rendimentos" pelo Maxi Renda FII, de 2015 a 2020, com o detalhamento da memória de cálculo. (grifou-se)

7. Em 02.07.2021, o BTG apresentou<sup>7</sup> as informações e documentos solicitados no mencionado Ofício, esclarecendo, em síntese, que (a) a precificação dos ativos era realizada por sua área de precificação seguindo os princípios estabelecidos no Manual de Marcação a Mercado

<sup>2</sup> Doc. SEI nº 1093319

<sup>3</sup> Doc. SEI nº 1101516

<sup>4</sup> Doc. SEI nº 1112148

<sup>5</sup> Doc. SEI nº 1282010

<sup>6</sup> O item 4 do Ofício nº 14/2021/CVM/SSE relata: *“Nesse sentido, lembramos que o parágrafo único, art. 11(sic), da Lei 8.668/93 (“Lei 8668”), faz menção, somente, ao valor mínimo a ser distribuído, com base nos “lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa”. O valor máximo a ser respeitado na distribuição semestral de rendimentos, contudo, deve ser a soma dos (i) lucros/prejuízos acumulados apurados nas demonstrações financeiras do exercício social anterior (A-1), e do (ii) lucro/prejuízo líquido do exercício atual (“Lucro Consolidado)”*.

<sup>7</sup> Doc. SEI nº 1297445



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

registrado na ANBIMA; (b) que o Manual estava disponível no site da Administradora e que utiliza métodos e deliberações do Comitê de Precificação; e (c) que as operações de CRI com contrapartes ligadas ao gestor não influenciaram na precificação de cada CRI e, portanto, não impactaram o valor da cota do fundo apurada pela Administradora.

8. Por fim informou, em relação ao questionamento (d) referido no § 6º acima, que *“conforme a Ata da Assembleia Geral Extraordinária de Cotistas realizada em 30 de novembro de 2018, a Administradora apenas assumiu a administração fiduciária do Fundo após o fechamento dos mercados de 31 de dezembro de 2018 e abertura dos mercados de 1º de janeiro de 2019, sendo que as demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 2018 restaram sob responsabilidade do antigo administrador fiduciário do Fundo. Dessa forma, os demonstrativos contidos nessa resposta referem-se apenas aos exercícios findos em 31 de dezembro de 2019 e de 31 de dezembro de 2020. [A] Administradora realiza o cálculo de distribuição de rendimentos de acordo com o Art. 10º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, conforme alterada, que dispõe: “Parágrafo único. 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”. Referido dispositivo é interpretado e aplicado segundo o entendimento do Ofício Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 [“OC nº 01/2014”], que tem por objetivo orientar sobre a forma de cálculo dos “lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa” mencionados acima, e esclarece que a base de distribuição de rendimentos 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”.* (grifou-se)

9. Desse modo, tendo em vista que, no entendimento da SSE, o OC nº 01/2014 disciplina, exclusivamente, o montante mínimo a ser distribuído pelos FII, devendo o montante máximo se limitar ao resultado (i.e., lucro passível de distribuição) auferido “com base em balanço ou balancete semestral”, nos termos do disposto na Lei 8.668/93 e na Instrução CVM nº 516 (“ICVM 516/11”), foi encaminhado ao BTG o Ofício nº 6/2021/CVM/SSE/SSE-Assessoria<sup>8</sup> (“Ofício 06/2021”) onde reiterou-se *“que o limite superior do lucro passível de distribuição, pelos administradores de FII, deve ser obtido pelo valor apurado na soma entre: (i) o maior resultado*

---

<sup>8</sup> Doc. SEI nº 1299584



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

*apurado, entre o lucro contábil e o lucro caixa, em A zero<sup>9</sup>; e (ii) os lucros/prejuízos acumulados refletidos nas demonstrações financeiras de A-1<sup>10</sup>. Caso o saldo deste somatório seja negativo, não poderá haver distribuição de rendimentos pelo Administrador.” (grifou-se)*

10. Ainda, ao final do Ofício 06/2021, foi solicitado que fosse encaminhada manifestação à SSE “*confirmando que, a partir do recebimento da presente comunicação, [o Administrador] passará a distribuir rendimentos, aos cotistas do Maxi Renda FII, somente quando houver lucro passível de distribuição, nos termos do disposto na fórmula discriminada no parágrafo 6 deste Ofício*”.

11. Em 06.08.2021, a BTG interpôs recurso ao Colegiado (“Recurso”)<sup>11</sup> contra a determinação contida no Ofício 06/2021, apresentando os argumentos tratados a seguir.

## II. O RECURSO

12. O objeto do Recurso a ser apreciado diz respeito, basicamente, à metodologia utilizada para o cálculo dos rendimentos a serem distribuídos pelo Fundo resultando em divergências de entendimento entre a SSE e a Requerente no que tange ao possível impedimento do Fundo de realizar a distribuição de recursos segundo o limite mínimo de 95% (noventa e cinco por cento) previsto no artigo 10, parágrafo único, da Lei nº 8.668/93, visto que, na visão da área técnica, a distribuição do montante mínimo obrigatório estaria condicionada à existência de lucro contábil passível de distribuição e que o Fundo estaria distribuindo, sistematicamente, valores que excedem o que a SSE entende como lucro passível de distribuição.

13. Para melhor sistematicidade, tratarei abaixo em tópicos individuais os argumentos trazidos pela Recorrente.

### ***Aspectos Gerais sobre os FII***

14. A Recorrente inaugura o mérito de seu Recurso destacando que os FII são regidos pela Instrução CVM nº 472/2008<sup>12</sup>, que regulamenta a Lei nº 8.668/93<sup>13</sup>, e pela Instrução CVM nº 516/2011<sup>14</sup>.

<sup>9</sup> Representa o exercício corrente.

<sup>10</sup> Representa o exercício anterior.

<sup>11</sup> Doc. SEI nº 1320590

<sup>12</sup> 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 – FII.

<sup>13</sup> Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dos Fundos de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais (Fiagro); e dá outras providências. (Redação dada pela Lei nº 14.130, de 2021)

<sup>14</sup> Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário – FII, regidos pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

15. Acrescenta que, o parágrafo único do artigo 10<sup>15</sup>, da Lei nº 8.668/93, que dispõe sobre a distribuição obrigatória “*de rendimentos aos cotistas dos FII, foi incluído na legislação por razão eminentemente tributária, como forma de manter fluxo periódico de distribuição de rendimentos e, conseqüentemente, a tributação sobre esses rendimentos que, à época, não contavam com a isenção introduzida posteriormente*”.

### ***Diferença de Regimes Legais dos Fundos e das Sociedades***

16. A Recorrente alega que os FII são não só criados por lei própria como, ainda, distinguem-se dos demais fundos de investimento em razão de serem recursos voltados para a aplicação em empreendimentos imobiliários, sendo previsto em lei, inclusive, o regime de propriedade dos bens e direitos adquiridos pelo fundo. Desse modo, o formato jurídico de um FII – que não têm personalidade jurídica, tampouco capital social – seria diverso das demais estruturas societárias regidas pela Lei nº 6.404/76 (“LSA”), possuindo naturezas distintas.

17. Adicionalmente, segundo a Recorrente, de nenhuma maneira os FII se submeteriam à Lei nº 6.404/76. Ressalta também que, a própria Lei nº 8.668/1993 não faz nenhuma menção à LSA, e que a Instrução CVM nº 472/2008 e a Instrução CVM nº 516/2011, por sua vez, só o fazem quando necessário para expressamente atrair algum critério ou tornar aplicável algum dos dispositivos da Lei nº 6.404/76, sendo que em nenhuma dessas vezes é relacionada à apuração dos rendimentos a distribuir.

18. Acrescenta que, diante disto, a apuração dos resultados dos FII para fins contábeis (demonstrações financeiras) não teria a mesma finalidade e os mesmos efeitos que a apuração dos lucros sociais em uma sociedade. Argumenta que o levantamento das demonstrações financeiras de um fundo de investimentos se faz de acordo com plano contábil instituído pela entidade reguladora, que teria o propósito de padronizar os seus demonstrativos e prestar informações aos cotistas sobre o patrimônio detido pelos fundos, mas não haveria o objetivo de impedir a distribuição de resultados em detrimento do capital social (inexistente nos fundos de investimento).

---

<sup>15</sup> Art. 10. Cada Fundo de Investimento Imobiliário será estruturado através de regulamento elaborado pela instituição administradora, contendo: Parágrafo único. 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. (Incluído pela Lei nº 9.779, de 19.1.1999)



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### ***Distribuição de lucros prevista na Lei 8.668/1993: regime de caixa***

19. Quanto à distribuição de lucros pelo regime de caixa, o Recurso do BTG argumenta que o art. 10, parágrafo único<sup>16</sup>, da Lei nº 8.668/1993 exige que o lucro seja apurado em regime de caixa (“Resultado Financeiro” ou “Lucro Caixa”), para o que deverão ser consideradas as despesas e receitas que passaram pelo caixa durante certo intervalo, de forma a se atingir, ao final deste, o efetivo resultado de dado período.

20. Ainda, de acordo com o mesmo dispositivo legal mencionado, é mandatória a distribuição aos cotistas de, no mínimo de 95% desses lucros auferidos pelo Fundo, de modo que o administrador do fundo não pode se esquivar, sob risco de expor inclusive o fundo a riscos de desenquadramentos de natureza fiscal. Dessa maneira, segundo a Recorrente, nos marcos temporais para que se determine o lucro passível de distribuição aos seus cotistas (30 de junho e 31 de dezembro de todos os anos), as receitas e as despesas que transitaram pelo caixa do fundo devem ser confrontadas, a fim de se determinar o efetivo lucro do período, o “Lucro Caixa”. Portanto, no entender da Recorrente, os fundos garantem a distribuição somente de valores originados de efeito caixa positivo, preservando o aspecto de liquidez e atendendo a dinâmica próprio FII.

21. Adicionalmente, a Recorrente alega que o Ofício Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 (“Ofício 01/2014”)<sup>17</sup> estaria de acordo com seu entendimento visto que através dele se constatou que o resultado contábil, apurado conforme o regime de competência adotado pelas normas brasileiras e internacionais de contabilidade, é o ponto de partida para a apuração dos valores disponíveis para a distribuição. Acrescenta que ao mencionar “resultado contábil” – que pode ser positivo ou negativo –, o Ofício 01/14 teria o intuito de deixar claro que o fato de o lucro contábil ser apenas um ponto de partida para apuração do “Lucro Caixa”.

---

<sup>16</sup> Art. 10 (...) Parágrafo único. 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. (Incluído pela Lei nº 9.779, de 19.1.1999)

<sup>17</sup> “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.

Analogamente, qualquer receita/despesa recebida/paga antecipadamente pelo FII não poderá compor a base de distribuição enquanto tal receita/despesa ainda não tiver transitada pelo resultado contábil (lucro/prejuízo) apurado segundo o regime de competência.”





## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

22. Para corroborar sua argumentação, a Recorrente destaca que o Colegiado já teria analisado o tema em 2015 quando da manifestação da ANBIMA que contestava determinadas orientações contidas no Ofício 1/2014. Naquela oportunidade o Colegiado ratificou, por unanimidade, o entendimento exarado no Ofício 1/2014, consubstanciado no MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2015 (“Memo 1/2015”) e PARECER/Nº 381/2015/PFECVM/PGF/AGU. Segundo a Recorrente, a preocupação da Autarquia, seria no sentido de que não fossem criados óbices à distribuição dos resultados positivos assim entendidos como aqueles apurados em regime de caixa.

23. Frisa, ainda o BTG, em seu Recurso, que o regime requer que sejam considerados como “caixa” apenas os eventos que já transitaram por resultado, ou seja, os eventos “caixa” só deveriam ser considerados se representarem mutações com trânsito em resultado, enquanto os eventos competência que de fato afetam o resultado, mas não o caixa, devem ser expurgados.

24. Conclui a Recorrente que a adoção do regime de caixa para fins de distribuição de rendimentos de FII, foi feita como forma de proteção do cotista, visando garantir-lhe um rendimento justo, não afetado por reduções como provisões e/ou despesas futuras que ainda não transitaram pelo caixa, evitando a distribuição de lucros não realizados financeiramente.

### ***Marcação a Mercado/Valor Justo: natureza***

25. Segundo a Recorrente, os principais eventos negativos no resultado contábil do Maxi Renda FII, além das despesas operacionais e despesa de imposto de renda retido na fonte, são ajustes a valor justo, o que se dá por estimativa e julgamentos críticos. Possuem valores de potencial realização (possível ou provável), mas que, de fato, não foram realizados, por meio de trocas ou operações de mercado (venda, resgate, alienação).

26. O Recurso traz ainda extrato da Demonstração de Resultado e a análise do Fluxo de Caixa que integram as Demonstrações Financeiras em 31 de dezembro de 2020 do Maxi Renda FII, a fim de demonstrar que as demonstrações financeiras auditadas estão afetadas por ajustes a valor justo e marcações a mercado. Conforme destacado pela Recorrente, tais eventos devem ser contemplados para viabilizarem as análises prospectivas e assim auxiliar na tomada de decisão dos investidores, mas não devem influenciar o Resultado Financeiro, este sim passível de distribuição.

27. A Recorrente afirma ainda que o Maxi Renda FII é um fundo que possui liquidez e gera excedente de caixa e Resultados Financeiros constantes, de modo que não haveria qualquer justificativa para a não distribuição do Lucro Caixa, não havendo respaldo normativo para deixar de distribuir os resultados financeiros, como o previsto no art. 10 da Lei nº 8.668/1993.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### ***O entendimento majoritário praticado na indústria***

28. Conforme o alegado pela Recorrente, pelo relatório de auditoria das Demonstrações financeiras auditadas do Maxi Renda FII relativas à data-base 30.12.2020, é possível identificar que a distribuição de rendimentos ao cotista está entre os “Principais assuntos de auditoria”, sendo que a auditoria considerou “*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*” e não fizeram nenhuma ressalva à metodologia utilizada para o cálculo dos rendimentos a serem distribuídos.

29. Ressalta em seu Recurso também que, em um levantamento de demonstrações financeiras entregues por FII à CVM, há outros casos em que, não obstante o registro de prejuízo contábil em determinado exercício (i.e., apurado por competência), houve distribuição de rendimentos pelos fundos aos cotistas, vez que obrigados a calculá-los (e distribuí-los) por regime caixa<sup>18</sup>. Também nesses casos não houve ressalva por parte dos auditores.

### ***A orientação do Ofício da SSE***

30. Em seu Recurso, o BTG argumenta ainda que a ordem contida no Ofício 06/2021 seria incoerente com as análises anteriores<sup>19</sup> por parte da CVM, de modo que o Ofício 6/2021 introduziria condição não prevista na Lei nº 8.668/1993, e nem mesmo nas interpretações manifestadas anteriormente pela Autarquia mencionadas no Recurso. Segundo a Recorrente, o Ofício 06/2021 pretende que o FII utilize os procedimentos comuns a uma sociedade para identificar se poderia distribuir rendimentos, observando a existência não apenas de lucro no exercício, mas também a inexistência de prejuízos acumulados de períodos anteriores. Tudo em regime de competência.

31. Desse modo, a Recorrente afirma que acatar a solicitação da SSE afrontaria o entendimento manifestado anteriormente e corroborado pelo Colegiado, além de suscitar possíveis questionamentos pelos cotistas, já que passaria a adotar um procedimento não usual.

32. Adicionalmente, a Recorrente aduz que tal orientação seria um novo entendimento da CVM, de modo que, nos termos do art. 2º, da Lei nº 9.784/99<sup>20</sup>, seria vedado à Administração Pública a aplicação retroativa de nova interpretação.

---

<sup>18</sup> A Recorrente menciona os seguintes fundos: (i) FII ANCAR IC (CNPJ: 07.789.135/0001-27) no ano-calendário 2020; (ii) o FII Hedge Brasil Shopping (CNPJ: 08.431.747-06) no ano-calendário 2020; e o (iii) FII RB Capital General Shopping Sulacap (CNPJ: 13.652.006/0001-95) no ano-calendário 2019.

<sup>19</sup> Ofício 1/2014, consubstanciado no MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2015 (“Memo 1/2015”) e PARECER/Nº 381/2015/PFECVM/PGF/AGU.

<sup>20</sup> Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e





## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

33. A Recorrente afirma que, mesmo que se entenda que a decisão do Ofício 06/2021 esteja em linha com os entendimentos anteriores do Colegiado, não haveria dúvidas quanto à divergência de interpretação do Ofício 06/2021 vis-à-vis o conteúdo do Ofício Circular 01/2014.

34. Acrescenta, por fim, que qualquer possível mudança de orientação, precisaria ser feita de maneira uniforme, garantindo que os cotistas do Maxi Renda FII não restem prejudicados em relação aos demais fundos do mercado. Ainda, argumentam que não apenas os cotistas do Maxi Renda FII seriam negativamente e inesperadamente afetados, mas toda a indústria de fundos imobiliários.

### III. VOTO

35. Durante as discussões na Reunião de Colegiado de 23.11.2021, à luz do que foi relatado pela área técnica e das observações feitas por membros do Colegiado, entendi que alguns aspectos do Recurso mereciam maior aprofundamento. Assim, pedi vistas do presente processo<sup>21</sup>.

36. Ainda no dia 23.11.2021, às 15:42h, foi emitido o Despacho-SSE-Assessoria<sup>22</sup> juntamente com um anexo<sup>23</sup> trazendo informações adicionais sobre a prática na indústria de FII no que diz respeito à distribuição de resultados em valores superiores ao lucro contábil. De acordo com os números do anexo mencionado, foi analisada uma amostra contendo 47 FII, dos quais 16 (34%) realizaram distribuições acima do resultado contábil, tomando-se como base as demonstrações financeiras do último exercício social de cada Fundo. Observa-se também, pelos dados apresentados, a relevância do número de cotistas dos fundos que realizaram tais distribuições, perfazendo 1.187.940 cotistas<sup>24</sup>, o que representa 33,5% do total de cotistas dos fundos da amostra, sendo o Maxi Renda FII o que possui maior número de investidores, com 468.944 cotistas.

37. Após nova análise, 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<sup>25</sup>. Nesse sentido, a

---

eficiência. Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de:

I - atuação conforme a lei e o Direito;

(...)

XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação.

<sup>21</sup> Doc. SEI nº 1394547

<sup>22</sup> Doc. SEI nº 1394691

<sup>23</sup> Doc. SEI nº 1397811

<sup>24</sup> Número agregado de cotistas, não havendo distinção de cotistas únicos.

<sup>25</sup> O parágrafo 6 do Ofício nº 6/2021/CVM/SSE/SSE-Assessoria estabelece: “Desse modo, reiteramos que o limite superior do lucro passível de distribuição, pelos administradores de FII, deve ser obtido pelo valor apurado na soma entre: (i) o maior resultado apurado, entre o lucro contábil e o lucro caixa, em A zero; e (ii) os lucros/prejuízos acumulados refletidos nas demonstrações financeiras de A-1. Caso o saldo deste somatório seja negativo, não poderá



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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.

38. 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. Desta forma, passo a apresentar as razões de meu voto favorável ao conhecimento e provimento parcial do recurso.

39. Inicialmente, é inegável a existência de dispositivos legais que determinam de maneira explícita que o regulamento do FII deve conter os critérios relativos à distribuição de “rendimentos e ganhos de capital”<sup>26</sup> e que o FII deve distribuir semestralmente a seus quotistas, no mínimo, 95% dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa<sup>27</sup>.

40. Nesse sentido, o regulamento do Maxi Renda FII<sup>28</sup> (“Regulamento”) estabelece em seu capítulo XXVII<sup>29</sup> que a política de distribuição de resultados requer que o fundo siga o comando legal em conjunto com a orientação contida no Ofício CVM/SIN/SNC/Nº1/2014, que dispõe sobre a forma de cálculo dos “*lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa*”, para a determinação do valor a distribuir.

41. Adicionalmente, o item 27.6 do Regulamento deixa clara as vedações quanto à consideração como lucro semestral auferido dos valores que representam o adiantamento de rendas futuras ou a dedução de despesas provisionadas na base de cálculo semestral das distribuições<sup>30</sup>.

42. Portanto, entendo que da mesma maneira que os administradores das companhias devem observar os comandos legais e estatutários específicos para a proposição da distribuição de

---

haver distribuição de rendimentos pelo Administrador.”

<sup>26</sup> Termos utilizados pelo art. 10, XI da Lei 8.668/93, incluído pela Lei nº 9.779, de 19.1.1999.

<sup>27</sup> Art. 10, parágrafo único da Lei 8.668/93, incluído pela Lei nº 9.779, de 19.1.1999.

<sup>28</sup> Disponível em [https://www.btgpactual.com/asset-management/administracao-fiduciaria/busca-por-fundos/307392/MAXI\\_RENDA\\_FI\\_IMOBILIARIO\\_FII](https://www.btgpactual.com/asset-management/administracao-fiduciaria/busca-por-fundos/307392/MAXI_RENDA_FI_IMOBILIARIO_FII)

<sup>29</sup> Artigo 27.1 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.

<sup>30</sup> Artigo 27.6 Conforme disposto no artigo 12, inc. I, da Lei 8.668/1993, é vedado à Instituição Administradora adiantar rendas futuras aos Cotistas. Nesse sentido, receitas antecipadas pelo Fundo, inclusive por meio de eventual cessão de recebíveis, não serão consideradas como Lucro Semestral auferido para fins de distribuição dos resultados do Fundo no respectivo período. Do mesmo modo, despesas provisionadas não devem ser deduzidas da base de distribuição do Lucro Semestral, no momento da provisão, mas somente quando forem efetivamente pagas pelo 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

dividendos<sup>31</sup>, os administradores de FII não podem deixar de atender os requisitos do parágrafo único, art. 10, da Lei nº 8.668/93, combinado com as determinações do Regulamento do Fundo, sob risco de desenquadramento fiscal e societário, especialmente sem decisão assemblear sobre o tema.

43. Nesse sentido, conforme entendimento prévio deste Colegiado<sup>32</sup>, a decisão de distribuição se consubstancia por vontade dos cotistas, onde há, inclusive, a “*possibilidade de os cotistas deliberarem em assembleia, mediante aprovação da maioria das cotas presentes, o não recebimento da totalidade ou parcela dos rendimentos automaticamente declarados nos termos do art. 10, parágrafo único, da Lei 8.668/93 e calculados com base no Ofício-Circular*”.

44. Assim, ao requerer que a distribuição de resultados do Fundo seja limitada ao lucro passível de distribuição, que é um conceito emanado no Ofício 06/2021, mas que não está presente na legislação aplicável nem no Regulamento do Fundo, e que é potencialmente conflitante com os critérios legais e regulamentares aplicáveis ao caso, avalio que a área técnica avança indevidamente em aspectos regimentais e jurídicos consolidados nessa indústria.

45. Ainda considero importante mencionar que o atendimento ao critério de distribuição exarado pelo Ofício 06/2021 tem potencial de criar impactos retroativos relevantes, tanto do ponto de vista regimental quanto do ponto de vista fiscal, o que estaria em desacordo com o art. 2º, parágrafo único, XIII da Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999, que veda a incidência retroativa de nova interpretação e do Decreto-lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942, conforme alterado pela Lei nº 13.655, de 25 de abril de 2018, que dispõe sobre segurança jurídica e eficiência na criação e na aplicação do direito público.

46. Contudo, é importante reconhecer que o comando legal do parágrafo único, art. 10, da Lei nº 8.668/93 emprega terminologia imprecisa, com potencial de gerar tratamentos significativamente distintos quando se refere aos “*lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral*”, pois na mesma frase mistura o uso do regime de caixa com o conceito de lucro, que, na essência, é um conceito calcado no regime de competência, e a utilização do regime de caixa em conjunto com a elaboração dos balanços ou

---

<sup>31</sup> Comandos que determinam a origem dos recursos a distribuir na forma de dividendos e as responsabilidades caso esse dispositivo não seja atendido, além dos critérios mínimos de distribuição, como pode ser observado no artigo 201 da Lei 6.404/76, que limita o pagamento de dividendos à conta de lucro líquido do exercício, de lucros acumulados e de reserva de lucros, e no artigo 202 da Lei 6.404/76 que estabelece os critérios para a determinação da política de distribuição de dividendos obrigatórios.

<sup>32</sup> Extrato da ata da reunião do Colegiado Nº 10/2015: “O Colegiado, por unanimidade, deliberou ratificar o entendimento da Superintendência de Relações com Investidores – SIN, da Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria – SNC e da Procuradoria Federal Especializada – CVM, consubstanciado no MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2015 e PARECER/Nº 381/2015/PFE-CVM/PGF/AGU.”



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

balancetes, que somente são possíveis de serem levantados com a aplicação do regime de competência.

47. Nesse sentido e de forma oposta, a Lei nº 6.404/76 é precisa quando, em seu artigo 202, II, se refere ao “*lucro líquido do exercício que tiver sido realizado*”, ou seja, o valor que é determinado levando-se em conta as normas contábeis vigentes e o reconhecimento das receitas e despesas pelo regime de competência, mas ajustando-se pelos valores efetivamente recebidos ou pagos no período.

48. Cabe, portanto, estabelecer uma distinção importante entre o regime de competência, critério amplamente consolidado e necessário para mensurar de maneira adequada o desempenho de uma entidade e, portanto, o lucro, e o regime de caixa.

49. De acordo com a doutrina contábil e com os princípios e pronunciamentos contábeis, a apuração do lucro está intimamente relacionada com a aplicação do regime de competência<sup>33</sup>. Ao se referir ao “*lucro auferido apurado pelo regime de caixa*”, a lei tributária mistura conceitos e gera potenciais problemas de interpretação de seu significado.

50. O regime de caixa, estritamente falando, considera as entradas e saídas de caixa<sup>34</sup> para a determinação do caixa gerado ou consumido no período. Contudo, os fluxos de caixa decorrem de diferentes origens e podem ter diferentes aplicações, podendo ser classificados em fluxos de caixa operacionais, fluxos de caixa de investimento ou fluxos de caixa de financiamento, cada um com sua finalidade informacional.

51. Por sua vez, o regime de competência<sup>35</sup> reconhece os eventos e transações no momento de sua ocorrência, podendo haver importante dissociação do momento do reconhecimento do lucro e do impacto no caixa. Também é importante mencionar que o reconhecimento de ativos e passivos depende, essencialmente, da aplicação do regime de competência (*accrual accounting*) e que, em

---

<sup>33</sup> Veja-se, por exemplo: i) Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of accounting and economics*, 18(1), 3-42; ii) Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The accounting review*, 77(s-1), 35-59.; iii) Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) – Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro, aprovado pela Deliberação CVM Nº 835/19.

<sup>34</sup> Existem diferentes entendimentos de como as entradas e saídas de caixa podem ser classificadas.

<sup>35</sup> Item 1.17 da Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro (CPC 00): O regime de competência reflete os efeitos de transações e outros eventos e circunstâncias sobre reivindicações e recursos econômicos da entidade que reporta nos períodos em que esses efeitos ocorrem, mesmo que os pagamentos e recebimentos à vista resultantes ocorram em período diferente. Isso é importante porque informações sobre os recursos econômicos e reivindicações da entidade que reporta e mudanças em seus recursos econômicos e reivindicações durante o período fornece uma base melhor para a avaliação do desempenho passado e futuro da entidade do que informações exclusivamente sobre recebimentos e pagamentos à vista durante esse período. (grifou-se)



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

sua definição conceitual, o lucro do período representa a soma dos fluxos de caixa do período com as apropriações contábeis decorrentes do regime de competência (*accruals*).

52. Sabe-se, por exemplo, que determinadas saídas de caixa geram direitos presentes que têm o potencial de produzir benefício econômico que seja controlado pela entidade, representando, portanto, um ativo. Nesse caso, a despesa é reconhecida posteriormente à saída de caixa<sup>36</sup>. Ponderações similares podem ser feitas no caso de passivos, que representam, pelo regime de competência, uma obrigação presente de transferir um recurso econômico como resultado de eventos passados. O reconhecimento de um item no passivo implica, muitas vezes, em registrar um desembolso futuro relacionado a um evento já incorrido. Nesse caso, a despesa é reconhecida anteriormente à saída de caixa.

53. Assim, percebe-se que o entendimento do dispositivo legal<sup>37</sup> fica prejudicado pela imprecisão em sua formulação, sendo necessário um direcionamento para sua aplicação.

54. Portanto, houve a necessidade de esclarecimentos adicionais por esta CVM, em seu Ofício Circular/CVM/SIN/SNC/nº 01/2014, consubstanciado no MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2015 e PARECER/Nº381/2015/PFECVM/PGF/AGU para divulgação de orientação aos administradores de FII sobre a forma de cálculo dos “*lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, com base em balanço ou balancete semestral*”, para fins de cálculo do valor a distribuir e, na essência, foi aplicado o conceito do “*lucro líquido do exercício que tiver sido realizado*” já utilizado pela LSA.

55. Assim, em que pese a mistura de conceitos inserida pelo dispositivo legal no que diz respeito à base de cálculo para a distribuição de resultados, ela foi dirimida pelo tratamento sugerido no Ofício Circular/CVM/SIN/SNC/nº 01/2014 e aplicada de maneira disseminada pela indústria de FII.

56. Por sua vez, importa ressaltar que o tratamento contábil dos FII é disciplinado pela ICVM 516/11, que determina os critérios de reconhecimento, classificação e mensuração a serem seguidos pelos FII para a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras.

---

<sup>36</sup> Considerando-se um ativo com vida útil determinável e mensurado pelo custo deduzido da depreciação. Situação similar aconteceria com uma propriedade para investimento, com o detalhe que sua mensuração pelo valor justo poderia ensejar o reconhecimento de receitas (ganhos) e despesas (perdas) pela variação do valor do imóvel em período distinto da efetiva saída de caixa para a aquisição do imóvel.

<sup>37</sup> “Lucro auferido apurado pelo regime de caixa”.



## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

57. Destaca-se, que naquilo que não há previsão de tratamento pela ICVM 516/11 para os FII, há o direcionamento para as normas contábeis emitidas pela CVM aplicáveis às companhias abertas<sup>38</sup>.

58. Nesse contexto, resta claro que o reconhecimento contábil da distribuição dos resultados dos FII deve ser refletido nas demonstrações financeiras de acordo com os requisitos da ICVM 516/11 combinados, apenas naquilo que for pertinente, com as normas contábeis emitidas pela CVM aplicáveis às companhias abertas.

59. Deste modo, caso a distribuição dos resultados seja superior à soma do lucro líquido do exercício com o montante de lucros acumulados (e/ou reserva de lucros) do exercício anterior, há uma transação de restituição ou devolução de capital entre o Fundo e os cotistas, com a transferência de recursos do patrimônio líquido da entidade para os detentores das cotas do FII.

60. Nesse contexto, gostaria de ressaltar que o item 10 do PARECER TÉCNICO Nº 13/2021-CVM/SNC/GNC<sup>39</sup> comenta de maneira acertada que “[n]esse sentido, **qualquer valor distribuído acima do valor apurado pelo lucro contábil acumulado**, a bem da essência econômica da transação, **deve ser apresentado como amortização de cotas**, sendo que, para tal procedimento, julgamos pertinente, conforme Memorando nº 5/2018-CVM/SNC/GNC (DOC SEI 1360454), a adoção dos requerimentos dos itens (iii) e (iv) do parágrafo 2º do Ofício Circular SIN/SNC 1/15, conforme entendimento deliberado pelo Colegiado da CVM.” (grifou-se).

61. Para melhor compreensão do procedimento descrito no §60 acima, em linha com os itens do §2 do Ofício Circular SIN/SNC 1/15<sup>40</sup>, aprovado por unanimidade em reunião do Colegiado em 17 de março de 2015, entendo que:

---

<sup>38</sup> Art. 2º Os FII devem aplicar os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como os de reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, previstos nas normas contábeis emitidas por esta Comissão aplicáveis às companhias abertas, ressalvadas as disposições contidas nesta Instrução.

<sup>39</sup> Doc. SEI nº 1359187

<sup>40</sup> “(i) a forma mais adequada para o cálculo dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa, de que trata o art. 10, parágrafo único, da Lei 8.668/1993, se encontra descrita no Ofício-Circular; (ii) a distribuição de 95% desses lucros, no mínimo semestralmente, é obrigatória e automática nos termos do mesmo art. 10, parágrafo único, da Lei 8.668/1993; (iii) há possibilidade de os cotistas deliberarem em assembleia, mediante aprovação da maioria das cotas presentes, o não recebimento da totalidade ou parcela dos rendimentos automaticamente declarados nos termos do art. 10, parágrafo único, da Lei 8.668/93 e calculados com base no Ofício-Circular; (iv) na assembleia geral de cotistas referida no item (ii) acima, os administradores deverão detalhar as razões para a retenção dos lucros a serem distribuídos e o percentual desses lucros a serem retidos em relação à base calculada no item (i) acima; (v) caso tenha ocorrido distribuição de lucros ao longo do semestre, o administrador deverá explicitar, na assembleia, o percentual distribuído em relação à base de cálculo apurada nos termos do Ofício-Circular, bem como a parcela remanescente ainda não distribuída; e (vi) o administrador deverá acrescentar ao Informe Mensal do FII anexo contendo as informações detalhadas no item V, (d), do MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2015, que visa a dar a publicidade adequada à distribuição de rendimentos no âmbito do fundo.” (grifou-se)





## 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

[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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<sup>41</sup>, de que no caso em que o valor a ser distribuído pelo FII<sup>42</sup> 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.

62. Portanto, diante do exposto, voto pelo conhecimento e provimento parcial do recurso, observada as ressalvas mencionadas nos parágrafos 60 e 61, acima.

É como voto.

Rio de Janeiro, 21 de dezembro de 2021.

**Fernando Caio Galdi**

Diretor

---

<sup>41</sup> Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sin-snc/anexos/oc-sin-snc-0115-1.pdf>

<sup>42</sup> 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.