

# **REGIME DE CAIXA OU COMPETÊNCIA: UMA ANÁLISE DO IMPACTO DO OFÍCIO-CIRCULAR CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 NA DISTRIBUIÇÃO DE RENDIMENTOS DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO<sup>1</sup>**

Thiago Parizzi Tres<sup>2</sup>

Fernanda Victor<sup>3</sup>

## **RESUMO**

Os Fundos de Investimento Imobiliário (FII) apresentaram um crescimento de mercado significativo nos últimos anos, boa parte influenciados por uma estrutura tributária favorável aos investidores no que diz respeito ao recebimento dos rendimentos por eles distribuídos. A importância desses, nesse contexto de crescimento, conduziu a contabilidade à uma posição de protagonismo, como ciência base para o cálculo dos rendimentos a partir dos diferentes regimes, seja caixa ou competência. Por essa razão, no presente estudo analisa-se o impacto de uma instrução de órgão regulador, no caso o Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, para transição entre regimes contábeis na política dos FII, explorando repercussões financeiras e no âmbito da discricionariedade do profissional responsável pela gestão. Para tanto, foram analisados fatos relevantes e relatórios de administração e gestão divulgados no mercado, utilizando ferramentas estatísticas e examinando a relação das variáveis entre si, sob uma ótica qualitativa. Os principais resultados indicam que a receita de juros, o ajuste ao valor justo e o resultado na venda, todos relacionados aos ativos imobiliários, são os componentes primordiais na diferença de base de cálculo apurada após transição de regime. Também sugerem que existe um efeito restritivo na atuação de gestores quando da mudança de regime contábil, bem como impactos significativos no comportamento de indicadores financeiros do investimento, capazes de alterar as perspectivas de fluxo de caixa para o investidor, e, por consequência suas decisões acerca do tema. O estudo salienta o impacto potencial da discricionariedade do processo contábil nas decisões dos usuários de tais informações.

**Palavras-chave:** Regime Contábil. Discricionariedade. Investimento.

## **CASH OR COMPETENCE REGIME: AN ANALYSIS OF THE CIRCULAR LETTER CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 IMPACT ON THE DISTRIBUTION OF THE INCOME FROM A REAL STATE INVESTMENT FUNDS**

---

<sup>1</sup>Trabalho de Conclusão de Curso apresentado, no primeiro semestre de 2016, ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis.

<sup>2</sup>Graduando do curso de Ciências Contábeis da UFRGS. (thiagoparizzitres@gmail.com)

<sup>3</sup>Orientadora: Doutora em Administração pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). Mestre em Ciências Contábeis pela Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS). Professora do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da UFRGS. (fernanda.victor@ufrgs.com.br)

## ABSTRACT

The Real State Investment Funds (FII) present a market significant increase during the last few years, many influenced by a favorable tax structure to investors referring to the receiving of the income that they distributed. The importance of these incomings, in that context of growing, have driven accounting to a prominence position, as base science for the calculation of earnings since different regimes, either cash or competence. For that reason, this study aims to analyze the impact of the instruction from the regulatory body, in this case the Circular Letter CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, for transition from accounting regimes in the FII politics, exploring financial implication under the discretion of the responsible of the management. For this purpose, there were analyzed relevant facts and management reports disclosed to the market, using statistics tools and examining the correlation between variables, in a qualitative point of view. The main results indicate that the interest income, the fair value and the sales result, all related to real estate assets, are primordial elements on the difference of calculation basis established after the regime transition. The results also suggest that exists a restrictive effect on manager's role during the changing of the accounting regime, as well as significant impacts on investment financial indicators performance, capable to modify the cash flow prospects for the investor, and, consequently, his decisions about the theme. The study highlights the potential impact of the accounting process discretion in the decisions of users of this information.

**Keywords:** Accounting Regime. Discretion. Investment.

## 1 INTRODUÇÃO

Os fundos de investimento imobiliário (FII) foram criados em 1993, por meio da Lei nº 8.668, sob a forma de condomínio fechado. Trata-se de uma comunhão de recursos captados por meio de sistema de distribuição de valores mobiliários, recursos esses que são destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários diversos, desde edifícios comerciais e *shopping centers* até títulos da dívida privada de lastro imobiliário. Tendo em vista a relevante participação das atividades imobiliárias e da construção civil no PIB do País, a criação dos FII originou mais uma importante fonte de financiamento para o setor (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA, 2014).

A partir dos FII, criou-se maior acessibilidade de pequenos investidores a grandes empreendimentos imobiliários, os quais, sem a comunhão de recursos, ficariam restritos a uma pequena faixa privilegiada do mercado, capazes de grandes aportes financeiros iniciais (TERPINS, 2013). Dados estatísticos monitorados pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais - ANBIMA (2015) informam o relevante crescimento

da indústria de FII na última década. A soma do patrimônio líquido de todos os FII passou de R\$ 2,45 bilhões no início de 2005 para R\$ 60,93 bilhões em julho de 2015, refletindo uma evolução de 35,46% ao ano.

O interesse dos investidores foi impulsionado por uma estrutura tributária incentivada, comum em diversos Países onde esse instrumento é utilizado. Com a combinação das Leis 9.799/99 e 11.196/05, versando respectivamente sobre benefício tributário para os fundos e para os cotistas, tornou-se possível a isenção de imposto de renda para cotistas pessoas físicas quando do repasse de rendimentos auferidos pelos fundos, que por sua vez deveriam distribuir pelo menos 95% dos seus respectivos resultados ao semestre como condição de perfazer outras isenções fiscais (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM, 2015).

O protagonismo da distribuição de rendimentos como atrativo ao investidor, bem como o crescimento de amostra para um mercado até não muito tempo incipiente, aumentou a atenção e a supervisão de cotistas e órgãos reguladores quanto à devida apuração dos cálculos. Estes refletem a distribuição final dos resultados compartilhados dentro de condomínios fechados. De acordo com a ANBIMA (2014), pontos de conflito de interesse impõem uma forte restrição à atuação dos administradores, prejudicando o potencial de crescimento da indústria. O contexto contábil que envolve a apuração dos rendimentos distribuídos aos cotistas entra fortemente em pauta diante das últimas orientações divulgadas pelos órgãos reguladores desse mercado.

A interpretação da forma de cálculo, que consta nos termos do art. 10º, parágrafo único, da Lei 8.668/93, que diz que o fundo deverá distribuir aos cotistas “lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa”, é feita pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM (2014). A CVM entende que o responsável pelo cálculo parta de um resultado contábil, apurado pelo regime de competência, em um determinado período e ajuste-o pelos efeitos de receitas e despesas contabilizadas, e ainda não recebidas ou pagas no mesmo período de apuração.

Esse entendimento da autarquia federal em questão e a respectiva discordância ou prática em desacordo dos administradores dos FII, promove a análise do impacto da regularização proposta pelo Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 (CVM, 2014). Assim, ao realizar a pesquisa aqui proposta, espera-se obter subsídios para responder à seguinte questão problema: **qual o impacto da regularização de regime contábil de apuração da base de cálculo, proposta pelo Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, na distribuição de rendimento de um fundo de investimento imobiliário?**

Como objetivo geral, busca-se identificar o impacto da regularização de regime contábil, proposta pelo Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº1/2014, na distribuição do rendimento por um fundo de investimento imobiliário, levando em conta, para tanto, os mecanismos de cálculo e distribuição do administrador do fundo em questão e sua respectiva aderência às instruções da entidade autárquica. Para a consecução do objetivo geral proposto, são estabelecidos os seguintes objetivos específicos: identificar, dentre os principais componentes que formam a composição do resultado a ser distribuído pelo fundo, quais são mais afetados e, portanto, relevantes sob a ótica da orientação proposta pela (CVM); avaliar a aderência da política de distribuição de rendimentos do administrador do fundo de investimento imobiliário com a legislação vigente e as instruções da CVM; evidenciar o impacto da mudança de regime contábil nos indicadores financeiros apresentados aos usuários pelo respectivo gestor do fundo de investimento imobiliário, bem como a influência no que tange a perspectiva e resultado do ativo sob a ótica do investidor; e analisar, dentre os componentes da base de cálculo da distribuição de rendimentos, quais os componentes discricionários afetados pela referida instrução.

Em 2 de maio de 2014, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) e a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC), órgãos específicos da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), emitiram, em conjunto, o Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2014, o qual tem como objetivo orientar os administradores de FII sobre a forma de cálculo dos “lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa” (CVM, 2014), nos termos do art. 10, parágrafo único, da Lei 8.668/93, para fins de cálculo do valor a distribuir. As áreas técnicas objetivaram orientar os administradores sobre a forma de cálculo do lucro de que trata a Lei, tendo como base algumas reclamações de cotistas recebidas pela SIN acerca dos procedimentos de cálculo do valor a distribuir por determinados administradores (CVM, 2015).

Em verificações feitas pela SIN/Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados (GIE) com esses administradores, objeto das reclamações e em outros selecionados para supervisão, foram constatadas irregularidades em alguns casos, para os quais os cálculos dos valores a distribuir não representavam os lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa. Ao contrário, os valores a distribuir eram calculados com base na diferença entre o valor de mercado das cotas e ao valor patrimonial ou, em alguns casos, havia deduções de reservas para contingências, que não representavam saídas de caixa, em montantes que reduziam significativamente os valores a serem distribuídos (CVM, 2015).

Portanto, o momento desta pesquisa é oportuno, já que se verificam tais demandas de inconsistências por parte de cotistas investidores, possivelmente prejudicados. E há iniciativas de regularização recentes por parte dos administradores de fundos de investimentos, em tese atingidos pelo ofício emitido.

Logo, os resultados da pesquisa podem interessar investidores ativos e potenciais do mercado de FII, objetivando uma melhor compreensão da forma como é apurado o rendimento que lhe é ou será entregue. Da mesma forma, eles são de interesse para as demais instituições profissionais, destacando-se os administradores e gestores de fundos de investimento, os quais terão uma visão acadêmica do procedimento que lhes é usual nas suas atribuições. Estudantes do mercado de capitais em geral e, mais precisamente de FII, também podem se interessar pelo presente estudo, uma vez que o aspecto contábil dos fundos de investimento é mais um componente a ser considerado em análises de ativos.

Como contribuição à ciência contábil, a investigação evidencia um caso de potencial discricionariedade na atuação profissional da área, uma vez que se observa, em resposta à orientação reguladora tema do presente estudo, diferentes interpretações das instituições participantes. Diferentes interpretações promovem discussões benéficas à evolução da ciência.

A originalidade da pesquisa repousa no fato de que não se tem conhecimento, no Brasil, de pesquisas destinadas a analisar o impacto da mudança de regime de apuração da base de cálculo em questão, na distribuição dos rendimentos aos cotistas, em fundos de investimentos imobiliários.

Para tanto, nas próximas seções, o estudo está apresentado da seguinte forma: referencial teórico; procedimentos metodológicos; interpretação e análise dos resultados; considerações finais e referências.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Esta seção compreende a relevância da contabilidade para os interesses dos participantes do mercado, para o qual o problema de pesquisa se aplica, bem como propõe-se a descrever a conjuntura do mercado de FII em um breve histórico de seus propósitos e sua evolução. Na sequência, discorre sobre a discricionariedade do processo contábil, contextualizando-a com as proposições legais dos órgãos reguladores no que tange à distribuição de rendimentos dos FII.

## 2.1 RELEVÂNCIA DA CONTABILIDADE PARA O COTISTA-INVESTIDOR

A relevância da contabilidade se faz presente desde o processo de constituição de um fundo de investimento imobiliário até a última instância, quando o investidor final recebe a sua parcela dentro da distribuição de rendimentos aos cotistas. O veículo de investimentos FII capta recursos por meio de sistema de valores mobiliários, de modo que esses procedimentos de ofertas públicas são pautados pela transparência que a informação contábil reproduz, aproximando potenciais investidores dos subscritores.

Uma vez que a contabilidade produz informações relevantes e tempestivas, fica evidente sua importância para a economia como um todo, de modo que promova a correta mensuração de ativos e evite a alocação subótima de recursos (CAMPOS; LAMOUNIER; BRESSAN; 2012). De acordo com pronunciamento do CPC 00 (Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis), a informação contábil relevante é aquela capaz de fazer a diferença nas decisões que possam ser tomadas pelos usuários. No caso do presente estudo, é traduzida a decisão do usuário pela opção do investidor em aplicar os seus recursos nos FII (COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC, 2011).

Existe um intervalo de tempo que separa o compromisso de recursos do investidor para o ativo aplicado e o recebimento de seus incentivos, intervalo este que costuma ser longo e maior que o dos demais agentes envolvidos. Esse arranjo torna o bem-estar do cotista altamente sensível ao mau funcionamento da contabilidade (SUNDER, 2014). “A contribuição, a mensuração dos incentivos e os aspectos do cumprimento dos contratos relativos à contabilidade e ao controle são cruciais para a proteção dos interesses dos investidores” (SUNDER, 2014, p. 100).

Especificamente para os cotistas dos FII, o acesso e a compreensão das informações oriundas da contabilidade são úteis para avaliação do investimento realizado em comparação aos objetivos e expectativas iniciais. A particularidade dos FII, no que diz respeito à obrigatoriedade de distribuição de um elevado percentual dos lucros auferidos, denota a grande importância da compreensão do trânsito de valores que ocorre dentro desse condomínio fechado, uma vez que o investidor terá acesso recorrente aos resultados por meio das frequentes distribuições realizadas.

## 2.2 HISTÓRICO DOS FII NO BRASIL

OS FII foram criados em 1993, por meio da Lei nº 8.668 de 23 de março (CVM, 2015), no contexto da política de fomento ao investimento por via da captação pública junto ao mercado de capitais. A criação dos FII tinha por objetivo incrementar o mercado imobiliário, importante segmento da atividade produtiva e econômica, captando recursos destinados a empreendimentos imobiliários junto a um público diversificado (TERPINS, 2013).

A grande referência desse tipo de investimento, à época de sua criação, era o *Real Estate Investment Trust* (Reit), modelo norte-americano de fundos imobiliários já consolidado naquele período, com US\$ 32 bilhões em valor de mercado. Os Reits, criados em 1960, tiveram um tímido desempenho durante três décadas, tornaram-se significativos apenas quando introduzida uma série de mudanças, principalmente de ordem tributária (ANBIMA, 2014).

O mesmo movimento ocorre com a indústria de fundos brasileira, que ganhou expressão após revisões de regulamentação que promoveram, principalmente, benefícios de ordem fiscal aos investidores e aos próprios fundos. Destaca-se um período no tempo, compreendido entre os anos de 2010 e 2013, onde o crescimento da soma do patrimônio líquido de todos os fundos imobiliários foi de pouco mais de 945%, passando de 89 fundos no início de 2010 para 225 no final de 2013. Esse crescimento foi fortemente motivado pela dinâmica de valorização do segmento imobiliário nos anos precursores e a trajetória declinante da taxa de juros, que aumentou a atratividade das cotas frente a demais investimentos (ANBIMA, 2014).

O cenário atual reflete um progresso do mercado de FII mais tímido entre o final de 2013 e agosto de 2015, perfazendo 14,47% de crescimento acumulado da soma do patrimônio líquido dos FII, bem como aumento de 225 para 259 fundos apenas (ANBIMA, 2015). Logo, o desafio para esse segmento é continuar crescendo diante de um cenário econômico onde a taxa de juros retomou níveis historicamente elevados, ofertando retornos bastante competitivos para aplicações costumeiras de renda fixa, somado a redução generalizada da atividade econômica que tem impactado no crescimento do mercado imobiliário e no risco de crédito de contratos de aluguel, muitas vezes fonte primária de receitas para distribuição de rendimentos dos FII.

### 2.3 A DISCRICIONARIEDADE NO PROCESSO CONTÁBIL

As informações contábeis são demandadas quando da necessidade de redução da assimetria informacional e da resolução de problemas dentro das organizações. Se por um

lado a contabilidade limita a atuação oportunista de gestores por meio de contratos de remuneração e sistemas de controle interno, por outro assume uma perspectiva onde administradores podem escolher políticas contábeis que busquem maximizar suas próprias utilidades esperadas, relativas à determinada relação de remuneração (PAULO, 2007).

A discricionabilidade do processo contábil é pressuposto de procedimentos, tais como o gerenciamento de resultados, partindo da premissa teórica de não relação dessa prática com fraude contábil; o gerenciamento pode visar, por exemplo: aumentar ou diminuir resultados com o propósito de atingimentos de metas ou superação de *benchmark*; redução da variabilidade dos resultados reportados; redução de resultados presentes em prol dos futuros (MARTINEZ, 2008).

O administrador gerencia os resultados por meio das *accruals*, que correspondem à diferença entre o lucro contábil do fundo e o seu fluxo de caixa implícito, ou seja, transações que compuseram o lucro apurado por competência, mas não resultaram, necessariamente, em movimentações dos fluxos de caixa operacionais (XIONG, 2006). As *accruals* são consideradas discricionárias quando o administrador em questão possui certa liberdade no reconhecimento e mensuração, respeitando os limites da prática contábil (PAULO, 2007).

Conceituando os diferentes regimes contábeis, essenciais na compreensão do contexto acima citado, o regime de caixa evidencia apenas os movimentos que impactaram no caixa ou, de forma mais abrangente, nas disponibilidades do fundo, enquanto no regime de competência as receitas e despesas devem ser registradas conforme sua ocorrência e não somente no momento da realização financeira (SOUZA, 2006).

Corroborando para o conceito, segundo Costa (2014), o regime de caixa ocorre quando receitas e despesas são reconhecidas no momento do seu efetivo recebimento ou pagamento, enquanto a demonstração do resultado pelo regime de competência é baseada no reconhecimento da receita, independentemente de seu recebimento efetivo. Costa ressalta que o regime de competência pressupõe a confrontação das despesas com as receitas, as quais devem ser reconhecidas no mesmo período, independentemente de recebimentos ou pagamentos.

## 2.4 CONTEXTO REGULATÓRIO DOS FII

Conforme consta nos termos do art. 10º, parágrafo único, da Lei nº 8.668 de 1993 (CVM,2015), o fundo (FII) deverá distribuir aos seus quotistas, no mínimo, 95% dos lucros

aufertos, 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 9.799 de 1999).

Em concordância com a divulgação da CVM em 2014, a base de distribuição é obtida por meio da identificação das receitas/despesas reconhecidas contabilmente no período de apuração e que foram efetivamente recebidas/pagas no mesmo período. Segundo a CVM, o administrador de FII parte do resultado contábil apurado pelo regime de competência e o ajusta pelo efeito das receitas/despesas contabilizadas e ainda não recebidas/pagas no mesmo período de apuração.

A CVM, por meio do Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, dispõe, além da orientação sobre base de destruição do rendimento, as seguintes instruções: reservas de contingência, quando constituídas por administradores, não devem comprometer a distribuição obrigatória de 95% dos lucros auferidos no semestre; ao administrador está vedada a prática de adiantamento de rendas futuras aos cotistas; qualquer receita/despesa recebida/paga antecipadamente pelos FII não poderá compor a base de distribuição enquanto tal receita/despesa não tiver transitada pelo resultado contábil, segundo regime de competência (CVM, 2014).

Logo, o Ofício-Circular da CVM (2014) esclarece a não discricionariedade da norma, limitando a atuação dos administradores ao cumprimento dos percentuais obrigatórios de distribuição. Entretanto, a discricionariedade não está presente apenas na etapa de reconhecimento do resultado do exercício, mas em cada uma das etapas do processo contábil, bem como na definição de uma série de outras políticas que acarretam impactos à realidade financeira e econômica das empresas.

No caso da problemática em estudo, a discricionariedade debatida é na escolha entre considerar determinado componente do resultado por caixa ou por competência, para fins de inclusão do mesmo na base de cálculo do rendimento a ser distribuído. A ANBIMA argumenta, por meio de divulgação da CVM em 2014, situações específicas que, nos termos do Ofício-Circular, ficariam prejudicadas tendo em vista a necessidade de distribuição dos rendimentos calculados nos termos do regulamento proposto. Alguns exemplos das situações específicas argumentadas:

- a) Despesas Orçadas e Pagamentos de Litígios: destaca a necessidade de formação de reservas para despesas provisionadas e ainda não pagas, sob pena de falta de recursos financeiros que pode ocasionar até mesmo inadimplência do fundo frente a prestadores de serviços e credores;

- b) Reservas de Contingências: sugere que possa ser deduzido da base de cálculo dos lucros uma “reserva de contingência” prevista em regulamento, argumentando que os 5% de retenção permitidos podem não ser suficientes para situações emergenciais, as quais o fundo é responsável pela “lei do inquilinato”;
- c) Cessão de Recebíveis para Investimentos: entender que o gestor dos FII, dentro da estratégia aprovada em regulamento, pode promover a cessão de recebíveis referente ao aluguel de seus imóveis, adiantando recursos financeiros. Destaca a agilidade dessa fonte de recursos para execução de investimentos em momento favoráveis de mercado.
- d) Benfeitorias: contesta que benfeitorias tem natureza de gastos capitalizáveis e, portanto, não transitam pelo resultado, o que pode afetar o compromisso de investimentos do fundo, caso tais gastos não possam ser deduzidos da base de cálculo do lucro a distribuir.
- e) Mercado de FII e Impactos: a ANBIMA argumenta que, dentro de uma amostra de 50% do mercado de FII, os participantes do seu comitê de produtos financeiros imobiliários: 17% possuem pagamento de despesas conhecidas, casos de litígio e reinvestimentos acordados com os cotistas; 15% possuem reforma, benfeitoria ou são minoritários em imóvel e 8% possuem situação de securitização para compra, reforma ou pagamento de ativos a prazo.

A adoção do regime de caixa para apuração dos lucros a serem distribuídos visa, como forma de proteção ao cotista, atingir o máximo de distribuição possível, não permitindo descontos de provisões ou despesas futuras que ainda não transitaram pelo caixa. Entretanto, o conceito pertinente ao regime de caixa relacionado ao “aumento das variações do caixa e equivalentes de caixa” obrigaria o fundo a distribuir eventual receita antecipada, o que não é permitido. Nesse aspecto analisa-se o termo utilizado no âmbito de lucro “auferido”, que, de acordo com a literatura contábil, entende-se pelo lucro apurado pelo regime de competência (CVM, 2014).

### **3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Neste capítulo, caracteriza-se o estudo, em termos de métodos utilizados, define-se a amostra de pesquisa e identifica-se como foi realizada a coleta, tratamento e análise dos dados.

Referentemente à abordagem do problema, a pesquisa pode ser classificada como quantitativa, pelo tratamento e coleta das informações utilizando-se de técnicas estatísticas (RICHARDSON, 1999). A análise dos componentes que compõem a base de cálculo dos rendimentos dos fundos, bem como a respectiva identificação da sua relevância para o todo, por exemplo, será obtida por meio de técnicas dessa natureza.

É possível caracterizar a abordagem do problema também sob a ótica qualitativa, na medida em que é feita a análise da interação de diversas variáveis entre si e com o todo, na busca de um entendimento do fenômeno social implícito ao problema (OLIVEIRA, 2011; RICHARDSON, 1999). A análise do impacto da regularização do regime contábil não se limita, apesar de predominante, ao cálculo contábil implícito, tendo como meta uma maior compreensão do alcance do problema de pesquisa.

Quanto aos objetivos, a pesquisa classifica-se como descritiva, já que se destina a detalhar as características do fenômeno objeto deste estudo, no caso a troca de regime contábil, estabelecendo relações entre suas diversas variáveis.

Observando os procedimentos técnicos, a pesquisa é documental, pois foi elaborada utilizando-se documentos como fonte de dados, informações e evidências, documentos estes que ainda não foram objetos de análise, ou que ainda podem ser reelaborados de acordo com os propósitos da pesquisa (MARTINS; THEÓPHILO, 2009). Observa-se também a caracterização do procedimento técnico como um estudo de caso, uma vez que se busca compreender e interpretar a complexidade de um caso concreto, aprofundando de forma exaustiva um objeto delimitado (MARTINS, 2008).

O fundo objeto do estudo é um FII, constituído sob a forma de condomínio fechado, destinado à aplicação preponderante em Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), podendo investir em Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e Letras Hipotecárias (LH). A meta de rentabilidade do fundo é superar o rendimento do título público atrelado à inflação e com juros semestrais (NTNB) com prazo de vencimento mais próximo de seis anos.

A coleta de dados teve início com a obtenção do Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 1/2014 e do MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2015, ambos por meio do *site* da CVM<sup>4</sup>. Buscou-se, por intermédio de fatos relevantes divulgados no *site* da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), um FII que apresentasse relevante impacto frente as orientações da CVM anteriormente coletadas. A partir da seleção do FII, alvo do estudo de caso, informações pertinentes ao fundo e necessárias ao estudo do problema de pesquisa

---

<sup>4</sup> Site CVM. Disponível em: [www.cvm.gov.br/legislacao/circ/sin-snc/oc-sin-snc-0114.html](http://www.cvm.gov.br/legislacao/circ/sin-snc/oc-sin-snc-0114.html) Acesso em: 04 out. 2015.

foram obtidas por meio de comunicados e outros documentos disponíveis na seção exclusiva de FII no *site* da BM&FBovespa<sup>5</sup>, divulgados obrigatoriamente, e relatórios de gestão obtidos através do site do gestor e do administrador.

Quanto às informações divulgadas pelo administrador do fundo, disponíveis junto ao *site* da BM&FBovespa e da CVM, foram analisadas ao longo do estudo não somente as de caráter obrigatório mínimo semestral, mas também os relatórios mensais de gestão. Referentemente às informações de caráter obrigatório pela legislação, também foram consultados: o balanço patrimonial; a demonstração do resultado; a demonstração dos fluxos de caixa; o relatório do representante dos quotistas, quando eleito, e o relatório da Instituição Administradora.

Também foi utilizado o relatório proposto em memorando da CVM (2015), denominado “Demonstração Semestral do Resultado Contábil e Financeiro”, obtido pela página do administrador e da entidade administradora do mercado, como modelo das informações necessárias para apuração da base de cálculo. É importante salientar que a medida que expõe a memória de cálculo é essencial ao problema de pesquisa.

Inicialmente, o estudo propõe uma organização de dados, passando-os para uma forma interpretável. A organização de dados é constante ao longo do estudo, de modo que apure a coerência da sequência de informações.

A eficiência do alcance de respostas para o problema de pesquisa passa pela análise descritiva e documental detalhada das orientações e divulgações por parte da CVM e das informações e relatórios financeiros disponibilizados para o FII alvo do estudo de caso.

Propõe-se a utilização de métodos estatísticos para evidenciar mudanças nas distribuições de rendimentos por parte dos FII, resultantes da alteração de regime contábil proposta, bem como a análise de conteúdo em relatórios de gestão e memorandos, para observância de ângulos distintos de avaliação acerca do fenômeno decorrente do problema de pesquisa.

Promoveu-se uma análise segregada dos diversos componentes da base de cálculo do rendimento, de forma que fosse possível identificar e mensurar aqueles mais afetados pelo *gap* gerado na transição dos regimes contábeis.

#### **4 INTERPRETAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS**

---

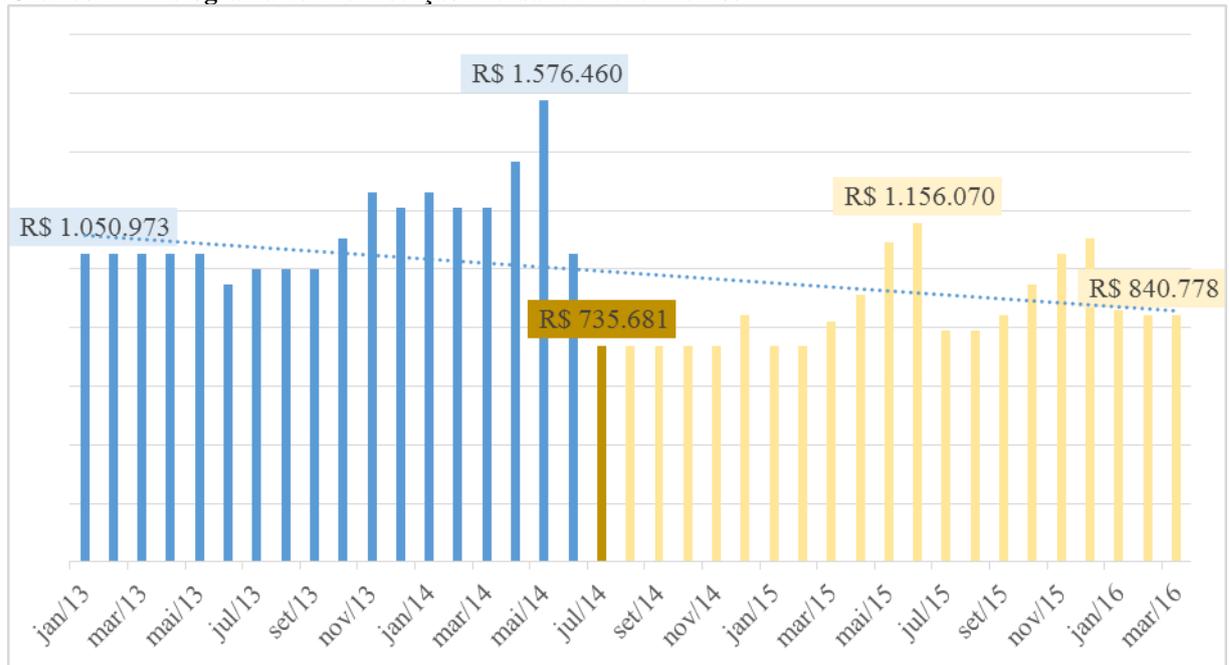
<sup>5</sup> Site da BM&FBovespa. Disponível em: <[www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/)>. Acesso em: 04 out. 2015.

Esta seção apresenta os resultados da pesquisa, subdivididos em: evolução dos valores; simulação de uso da base de competência; investigação dos elementos de cálculo; e análise efetiva das informações relevantes.

#### 4.1 EVOLUÇÃO DOS VALORES

Inicia-se essa seção com um histograma da distribuição mensal de rendimentos dos FII, ocorrida entre os meses de janeiro de 2013 e março de 2016, conforme exposto no Gráfico 1.

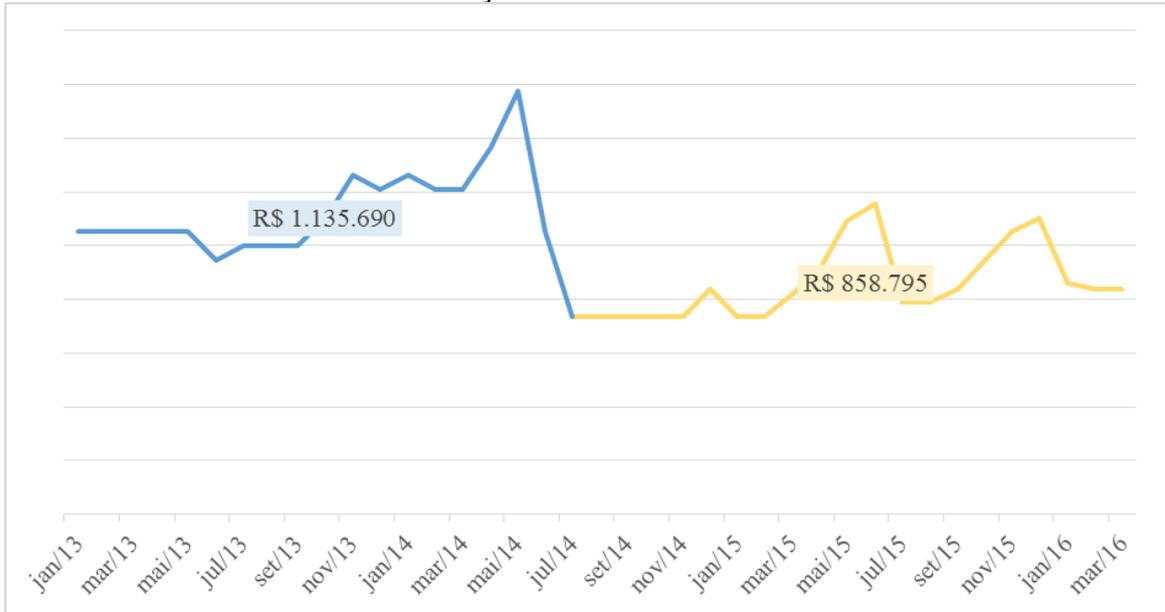
**Gráfico 1 – Histograma da Distribuição Mensal de Rendimentos**



Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

O histograma diferencia por cores o período de distribuição apurado pelo regime de competência e de caixa, respectivamente identificados pelas cores azul e amarelo. A linha de tendência aplicada identifica inclinação negativa, acusando, na média, redução do valor distribuído com o passar do tempo. Uma média aritmética simples dos valores distribuídos em ambos os períodos analisados é ilustrada no Gráfico 2.

**Gráfico 2 – Gráfico de Linha da Distribuição Mensal de Rendimentos**



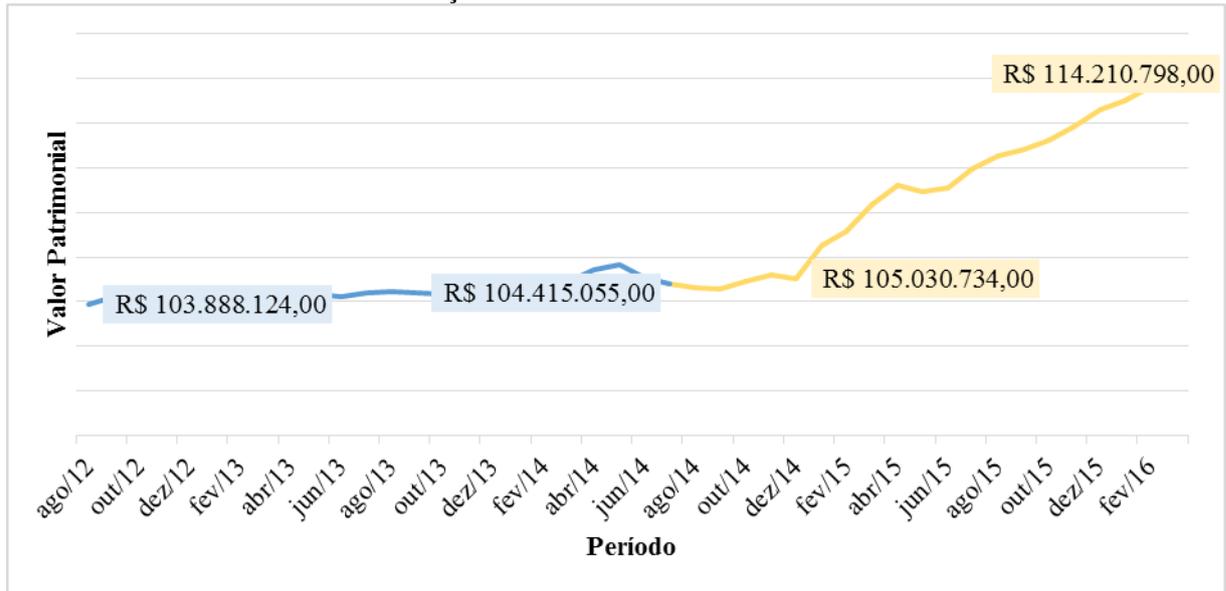
Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Ao desconsiderar a volatilidade inerente à distribuição de rendimentos de um FII, que investida majoritariamente em títulos de renda fixa com lastro imobiliário, observa-se uma redução do patamar médio de distribuição, a partir da efetiva mudança de regime contábil aplicado em julho de 2014, conforme transição destacada nos Gráficos 1 e 2.

O rendimento mensal médio distribuído entre os meses de janeiro de 2013 e junho de 2014, foi de R\$ 1.135.690, enquanto o mesmo cálculo aplicado para o período pós transição de regime contábil resulta em um rendimento mensal médio na ordem de R\$ 858.795, observado entres os meses de julho de 2014 e março de 2016.

Nesse contexto de impacto identificado sobre a distribuição de rendimentos, também se vislumbra a necessidade de análise do comportamento de outra variável relevante nos indicadores dos FII. Diante disso, o Gráfico 3 nos apresenta a evolução do valor patrimonial dos FII entre os meses de agosto de 2012 e março de 2016, mantendo a mesma diferenciação por cores dos distintos regimes contábeis adotados:

Gráfico 3 – Gráfico de Linha da Evolução Patrimonial dos FII



Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

De acordo com os dados evidenciados no Gráfico 3, no que diz respeito ao valor patrimonial dos FII, a trajetória de estabilidade identificada durante o período em que o regime de competência era utilizado na base de distribuição, representado pela cor azul na curva de evolução, transitou para trajetória ascendente a partir da adoção do regime de caixa, conforme aderência à instrução do órgão regulador. Desde julho de 2014, mês inicial do novo regime contábil implementado, o patrimônio valorizou 8,99%, a considerar como data final o mês de março de 2016.

#### 4.2 SIMULAÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO UTILIZANDO BASE DE CÁLCULO POR COMPETÊNCIA

A sessão a seguir tem por base a demonstração semestral do resultado contábil e financeiro dos FII, referente ao primeiro semestre de 2015, exposta na Tabela 1:

Tabela 1 – Demonstração Semestral do Resultado Contábil e Financeiro

	(R\$) Resultado Contábil	(R\$) Resultado Financeiro
<b>Ativos Imobiliários</b>		
<b>Ativos imobiliários representados por Títulos e Valores Mobiliários ("TVM")</b>		
Receita de juros dos ativos imobiliários representados por TVM	17.741.752,91	5.569.875,58
(+/-) Ajuste ao valor justo dos ativos imobiliários representados por TVM	- 7.779.929,32	-
(+) Resultado na venda de ativos imobiliários representados por TVM	4.711,76	525.343,98

			... continuação
	(+/-) Outras receitas/despesas de ativos imobiliários representados por TVM	-	-
	<b>Resultado líquido dos ativos imobiliários</b>	<b>9.966.535,35</b>	<b>6.095.219,56</b>
	<b>Recursos mantidos para as necessidades de liquidez</b>		
	(+) Receitas de juros de aplicações financeiras	210.396,18	-
	(+/-) Ajuste ao valor justo de aplicações financeiras	-	-
	(+/-) Resultado na venda de aplicações financeiras	-	92.161,98
	(+/-) Outras receitas/despesas de aplicações financeiras	-	-
	<b>Resultado líquido dos ativos mantidos para as necessidades de liquidez</b>	<b>210.396,18</b>	<b>92.161,98</b>
	<b>Resultado líquido com instrumentos financeiros derivativos</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
	Outras receitas/despesas		
	(-) Taxa de administração	574.380,27	574.675,69
	(-) Taxa de desempenho (performance)	-	36.447,19
	(-) Custódia dos títulos e valores mobiliários dos FII	-	15.190,00
	(-) Auditoria independente	17.500,00	31.000,00
	(-) Taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais e municipais (incluindo CVM)	22.651,54	11.520,00
	(-) Correspondência e outros expedientes de interesse do fundo	5.556,67	5.581,44
	(-) Honorários de advogados, custos/despesas de defesa dos interesses dos FII (extra e judicial)	1.380,44	-
	(-) Despesas com o registro de documentos em cartório	731,92	-
	(+/-) Outras receitas/despesas	-	2.112,36
	<b>Total de outras receitas/despesas</b>	<b>633.418,79</b>	<b>676.526,68</b>
E=A+B+C+D	<b>Resultado contábil/financeiro líquido</b>	<b>9.543.512,74</b>	<b>5.510.854,86</b>
			<b>R\$</b>
<b>F=0,95*E</b>	<b>Rendimentos declarados - 95% do resultado financeiro líquido (art. 10, p.u., Lei 8.668/93)</b>		<b>5.235.312,12</b>
<b>G</b>	<b>Rendimentos a pagar</b>		<b>5.454.549,87</b>
H	(-) Rendimentos pagos antecipadamente durante o semestre		-
			4.298.479,57
<b>I=G-H</b>	<b>Rendimento líquido a pagar correspondente ao resultado do semestre</b>		<b>1.156.070,30</b>
J=G/E	% do resultado semestral distribuído (considerando a base de cálculo apurada nos termos da Lei 8.668/93)		0,99
K=G-F	Diferença entre a distribuição declarada e a distribuída		219.237,75

Fonte: Elaborado pelo autor com base em informe mensal dos FII, de competência 06/2015, divulgado pelo administrador e disponível no *site* da BM&FBovespa<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> Site da BM&FBovespa. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/)>. Acesso em: 12.jun.2016.

De acordo com a Demonstração Semestral do Resultado Contábil e Financeiro, relatório que consta nas exigências do MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº1/2015, referente ao primeiro semestre do ano de 2015, identifica-se que o administrador considera o resultado apurado pelo regime de caixa para apuração do rendimento a ser distribuído no mês subsequente, em observância à legislação aplicável, que exige que pelo menos 95% do resultado seja distribuído ao longo do semestre (CVM, 2015).

Como o resultado semestral do fundo, apurado pelo regime de caixa, foi de R\$ 5.510.854,86, e o mesmo já havia distribuído ao longo dos cinco primeiros meses a quantia de R\$ 4.298.479,57, exigia-se que o rendimento com base em junho de 2015, a ser distribuído no mês subsequente, fosse de pelo menos R\$ 936.832,55. A administradora propôs a distribuição de R\$ 1.156.070,30, perfazendo a entrega no semestre de aproximadamente 99% do resultado semestral apurado pelo regime de caixa.

Com o intuito de mensurar a relevância do regime contábil, é possível simular a distribuição para o mesmo período em questão considerando a política adotada pelo administrador antes da adaptação promovida em concordância com o ofício emitido pelo órgão regulador.

A Tabela 2 ilustra o cálculo que de fato foi realizado, refletindo distribuição do fundo, com base no resultado apurado pelo regime de caixa:

**Tabela 2 – Distribuição do Resultado Financeiro Semestral**

		R\$
<b>F=0,95*E</b>	<b>Rendimentos declarados - 95% do resultado financeiro líquido (art. 10, p.u., Lei 8.668/93)</b>	<b>5.235.312,12</b>
<b>G</b>	<b>Rendimentos a pagar</b>	<b>5.454.549,87</b>
H	(-) Rendimentos pagos antecipadamente durante o semestre	- 4.298.479,57
<b>I=G-H</b>	<b>Rendimento líquido a pagar correspondente ao resultado do semestre</b>	<b>1.156.070,30</b>
J=G/E	% do resultado semestral distribuído (considerando a base de cálculo apurada nos termos da Lei 8.668/93)	0,99
K=G-F	Diferença entre a distribuição declarada e a distribuída	219.237,75

Fonte: Elaborado pelo autor com base em informe mensal dos FII, de competência 06/2015, divulgado pelo administrador e disponível no *site* da BM&FBovespa<sup>7</sup>.

A Tabela 3 simula a distribuição, tendo como premissas os mesmos percentuais adotados na tabela 2, com base no resultado apurado pelo regime de competência:

<sup>7</sup> Idem.

**Tabela 3 – Simulação de Distribuição do Resultado Financeiro Semestral**

		R\$
<b>F=0,95*E</b>	<b>Rendimentos declarados - 95% do resultado financeiro líquido (art. 10, p.u., Lei 8.668/93)</b>	<b>9.066.337,10</b>
<b>G</b>	<b>Rendimentos a pagar</b>	<b>9.446.168,91</b>
<b>H</b>	Rendimentos pagos antecipadamente durante o semestre	- 7.443.962,07
<b>I=G-H</b>	<b>Rendimento líquido a pagar correspondente ao resultado do semestre</b>	<b>2.002.206,84</b>
<b>J=G/E</b>	% do resultado semestral distribuído (considerando a base de cálculo apurada nos termos da Lei 8.668/93)	0,99
<b>K=G-F</b>	Diferença entre a distribuição declarada e a distribuída	379.831,81

Fonte: Elaborada pelo autor (2016).

Conforme apresentado na Tabela 3, a simulação resulta na estimativa de que seriam distribuídos, ao longo do semestre R\$ 9.446.168,91 em rendimentos caso o regime de competência tivesse sido adotado como política contábil. A diferença de R\$ 3.991.619,04; observada entre o rendimento distribuído pelo regime de caixa e o simulado pelo regime de competência, deve levar em consideração outros fatores que deem suporte à factibilidade da simulação, como por exemplo a liquidez do fundo para honrar pagamentos nesta ordem, sem comprometimento da estratégia principal.

Analisando o informe mensal de junho de 2015, observa-se que o fundo detinha R\$ 3.687.615,73 classificados como disponibilidades e outros R\$ 2.321.247,04 aplicados em fundo de investimento, com liquidez imediata e sujeito à volatilidade irrisória, portanto classificável como equivalente de caixa. Com relação aos passivos na data em questão, R\$ 1.283.853,91 já comprometiam a posição ativa com liquidez antes mencionada, dos quais R\$ 1.156.070,30 referentes à distribuição de rendimentos, ou seja, entende-se que o fundo seria capaz de colocar em prática a distribuição de rendimentos com base no regime de competência e ainda permanecer com aproximadamente R\$ 1.889.460,12 de disponibilidades.

Na prática, estima-se que, por interferência do regime contábil adotado pelos FII, os investidores deixaram de receber aproximadamente R\$ 3.991.619,04 de rendimentos mensais ao longo do primeiro semestre de 2015. Valores esses que o fundo teria condições de distribuir, do ponto de vista da liquidez, caso permanecesse praticando o regime de competência, ou seja, não tivesse realizado a alteração fruto do estudo desta pesquisa.

#### 4.3 INVESTIGAÇÃO DOS ELEMENTOS DISCRICIONÁRIOS DA BASE DE CÁLCULO

A partir da evidenciação em seções anteriores de diferenças de apuração ocasionadas pela transição de regime contábil, discorre-se, a seguir, os elementos eventualmente discricionários na base de cálculo do resultado que originará os rendimentos a serem distribuídos. A Tabela 4 destaca os componentes de maior impacto nessa linha de raciocínio.

**Tabela 4 – Demonstração Semestral do Resultado Contábil e Financeiro Destacada**

	(R\$) Resultado Contábil	(R\$) Resultado Financeiro
<b>Ativos Imobiliários</b>		
<b>Ativos imobiliários representados por Títulos e Valores Mobiliários ("TVM")</b>		
(+) Receita de juros dos ativos imobiliários representados por TVM	17.741.752,91	5.569.875,58
(+/-) Ajuste ao valor justo dos ativos imobiliários representados por TVM	- 7.779.929,32	-
(+) Resultado na venda de ativos imobiliários representados por TVM	4.711,76	525.343,98
(+/-) Outras receitas/despesas de ativos imobiliários representados por TVM	-	-
<b>Resultado líquido dos ativos imobiliários</b>	<b>9.966.535,35</b>	<b>6.095.219,56</b>
<b>Recursos mantidos para as necessidades de liquidez</b>		
(+) Receitas de juros de aplicações financeiras	210.396,18	-
(+/-) Ajuste ao valor justo de aplicações financeiras	-	-
(+/-) Resultado na venda de aplicações financeiras	-	92.161,98
(+/-) Outras receitas/despesas de aplicações financeiras	-	-
<b>Resultado líquido dos ativos mantidos para as necessidades de liquidez</b>	<b>210.396,18</b>	<b>92.161,98</b>
<b>Resultado líquido com instrumentos financeiros derivativos</b>	-	-
Outras receitas/despesas		
(-) Taxa de administração	- 574.380,27	- 574.675,69
(-) Taxa de desempenho (performance)	-	- 36.447,19
(-) Custódia dos títulos e valores mobiliários dos FII	- 11.217,95	- 15.190,00
(-) Auditoria independente	- 17.500,00	- 31.000,00
(-) Taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais e municipais (incluindo CVM)	- 22.651,54	- 11.520,00
(-) Correspondência e outros expedientes de interesse do fundo	- 5.556,67	- 5.581,44
(-) Honorários de advogados, custos/despesas de defesa dos interesses dos FII (extra e judicial)	- 1.380,44	-
(-) Despesas com o registro de documentos em cartório	- 731,92	-
(+/-) Outras receitas/despesas	-	2.112,36
<b>Total de outras receitas/despesas</b>	<b>- 633.418,79</b>	<b>- 676.526,68</b>
<b>Resultado contábil/financeiro líquido</b>	<b>9.543.512,74</b>	<b>5.510.854,86</b>

Fonte: Elaborado pelo autor com base em informe mensal dos FII, de competência 06/2015, divulgado pelo administrador e disponível no *site* da BM&FBovespa<sup>8</sup> (2016).

<sup>8</sup> Site da BM&FBOVESPA. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/fundos-de-investimentos/fii/fiis-listados/)>. Acesso em: 12.jun.2016.

A composição do resultado de um FII possui diversos elementos, de modo que, no contexto da análise do impacto da alteração do regime contábil, faz-se importante a identificação dos componentes do cálculo que apresentaram maior relevância e, conseqüentemente, participação na diferença final observada. O impacto da discricionariedade reside, principalmente, nesses elementos.

Conforme destacado em cinza escuro, na Tabela 4, tomando como base a demonstração semestral de resultado contábil e financeiro do primeiro semestre de 2015 dos FII, os principais elementos destacados seriam: receita de juros dos ativos imobiliários; ajuste ao valor justo dos ativos imobiliários; e resultado na venda de ativos imobiliários. As diferenças observadas entre apurações de regimes contábeis diferentes para estes três elementos somadas, representam 96% da diferença observada para o fundo como um todo, no semestre analisado.

A característica dos ativos mobiliários que compõe o portfólio de investimentos dos FII explica a desigualdade relevante de valores identificada, sob óticas contábeis distintas. De acordo com o relatório gerencial referente ao término do primeiro semestre de 2015, portanto em linha com a Tabela 5, 80,52% do patrimônio do fundo estava aplicado em CRI, indexado ao IGP-M ou IPCA.

O CRI atrelado a um índice de inflação oferece rentabilidade por meio do pagamento de juros recorrentes calculados sobre o valor aplicado corrigido monetariamente, ou seja, o investidor, que nesse caso é o FII, terá incorporado ao valor aplicado a correção monetária do índice e a apropriação pró-rata do juro contratado. Periódicamente, o juro é creditado na conta corrente do FII, enquanto a parcela de evolução do valor aplicado correspondente à correção monetária permanece vinculada ao investimento inicial, sem transitar pelo caixa.

A diferença da periodicidade do pagamento de juros acordado por cada CRI adquirido, impacta significativamente na avaliação de resultados, uma vez que, por exemplo, um pagamento anual de juros implicaria a incorporação do juro sobre o principal aplicado por um tempo relevante, até que de fato isso se materialize em crédito na conta corrente do FII, transitando de fato pelo caixa.

Também cabe destacar e explicitar o impacto do ajuste ao valor justo dos ativos imobiliários, bem como respectivo eventual resultado na venda. O valor de mercado dos ativos que compõe a carteira dos FII está sujeito a mudanças decorrentes de diversos fatores, dentre os quais ressaltam-se: oscilação na taxa de juros e mudança do risco de crédito do emissor de títulos de renda fixa. A maioria dos títulos de renda fixa presentes nos FII possuem

retorno parcial ou totalmente pré-fixado, ou seja, a taxa de remuneração foi definida quando da contratação.

Alterações da taxa de juros praticada pelo mercado implicarão que, em uma eventual negociação desses títulos pré-fixados no mercado secundário, a taxa ofertada seja diferente da contratada, ocasionando ágio ou deságio sobre o preço do título corrigido até então. Deterioração ou apreciação da capacidade de crédito do emissor do título também implicará, respectivamente, no aumento ou na redução da taxa negociada pelo mercado secundário. As alterações de preço dos ativos serão contabilizadas no resultado contábil e não transitarão pelo caixa, até que de fato ocorra o evento de liquidação.

Diferentes cenários do mercado financeiro, observando variáveis econômicas, tais como inflação e taxa de juros, podem inflar o resultado contábil do fundo, sem contrapartida no caixa, impacto este relevante na discricionariedade do administrador, que poderá, caso tenha liquidez para fazê-lo, distribuir resultados que ainda não tenham sido realizados de fato, entendendo-se por isso a alienação do ativo ou o pagamento do juro.

#### 4.4 ANÁLISE EFETIVA DAS INFORMAÇÕES RELEVANTES

A transição de regime contábil, proposta pela CVM, acarretou diferenças significativas no resultado apurado pelo FII, para fins de distribuição de rendimentos. Considerando as particularidades do fundo objeto do estudo, é possível afirmar que o resultado do mesmo é dependente, quase em sua totalidade, de três variáveis primárias: correção monetária dos ativos imobiliários; juros incorporados aos ativos imobiliários; e variação do preço de mercado dos ativos imobiliários. A cada variável do resultado corresponde um evento de liquidação:

- a) correção monetária: é incorporada ao valor unitário do ativo imobiliário em questão e, quase a totalidade dos casos, será paga de fato ao investidor quando do vencimento do ativo em questão;
- b) juros: a periodicidade do pagamento dos juros ao investidor varia de acordo com as condições da contratação, no entanto, para o FII objeto do estudo, predominam os ativos imobiliários com pagamento de juros mensais; e
- c) variação do preço: o acesso ao acréscimo ou decréscimo resultante do ajuste a valor justo dos ativos imobiliários se dá pela alienação do ativo em questão através do mercado secundário.

Quando o FII passou a apurar o resultado pelo regime de caixa, passou a ser necessário o evento de liquidação, para que a variável fosse contabilizada de fato e, conseqüentemente integrasse a base de cálculo para distribuição. Como a política de investimento dos FII não consiste primariamente na compra e venda de ativos imobiliários e sim na composição de uma carteira com fundamentação adequada para superar o *benchmark*, poucas trocas ou vendas de ativos são realizadas, ou seja, a variável de ajuste ao valor justo que constava no regime contábil, deixa de figurar pelo regime de caixa. A receita de juros, por sua vez, composta por juros e correção monetária, diminuiu significativamente o valor contabilizado, tendo em vista que a correção monetária fica, a sua grande maioria, incorporada ao ativo até o seu respectivo vencimento, ocorrendo o pagamento apenas dos juros. A Tabela 5 reproduz apenas a parcela da demonstração semestral do resultado contábil e financeiro referente aos ativos imobiliários:

**Tabela 5 – Demonstração Semestral do Resultado Contábil e Financeiro dos Ativos Imobiliários Representados por Títulos e Valores Mobiliários**

	(R\$) Resultado Contábil	(R\$) Resultado Financeiro
<b>Ativos Imobiliários</b>		
<b>Ativos imobiliários representados por Títulos e Valores Mobiliários ("TVM")</b>		
(+) Receita de juros dos ativos imobiliários representados por TVM	17.741.752,91	5.569.875,58
(+/-) Ajuste ao valor justo dos ativos imobiliários representados por TVM	- 7.779.929,32	-
(+) Resultado na venda de ativos imobiliários representados por TVM	4.711,76	525.343,98
(+/-) Outras receitas/despesas de ativos imobiliários representados por TVM	-	-
<b>Resultado líquido dos ativos imobiliários</b>	<b>9.966.535,35</b>	<b>6.095.219,56</b>

Fonte: Elaborado pelo autor (2016).

Analisando o impacto da discricionariedade do profissional responsável pela distribuição, também se observam diferenças consideráveis, provocadas pela alteração contábil. Diante da obrigação legal de distribuir pelo menos 95% dos rendimentos apurados ao longo do semestre, a escolha do regime contábil restringe ou expande a atuação do gestor. Como o regime de caixa somente considera o resultado que de fato transitou pelo caixa do fundo, no período que se analisa, o gestor possui facilidade na distribuição dos rendimentos, analisando a questão da liquidez para fazê-la.

O resultado apurado pelo regime de competência, somado à obrigatoriedade de distribuição, pode ocasionar a necessidade de liquidar ativos da carteira de investimentos com

o intuito de honrar o pagamento, momento onde a decisão de qual ativo liquidar ou como gerenciar essa necessidade de liquidez passará pelo gestor do fundo.

Outra importante análise se faz necessária no âmbito do impacto da alteração para o cotista, investidor do FII. Nesse caso, estima-se que não existam mudanças importantes relacionadas à classificação de risco do ativo, afinal de contas, o rendimento que deixou de ser pago para o investidor a partir da alteração do regime permaneceu no patrimônio líquido do fundo, resultando a melhora do indicador de evolução do valor patrimonial do fundo.

Por sua vez, a alteração do regime também poderia ter provocado uma distribuição de rendimentos a maior, dependendo do contexto econômico. Sendo assim, é possível afirmar que ocorreram mudanças no que tange ao fluxo de caixa do investimento, o que pode alterar o perfil do investidor predominante. Alternando do focado para a distribuição mensal de rendimentos, para o que vislumbra o horizonte de longo prazo, conciliando a distribuição e a valorização do valor patrimonial lastro das cotas.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A presente pesquisa teve como objetivo identificar o impacto da regularização de regime contábil proposta pelo Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 1/2014 na distribuição do rendimento por um FII. Para tanto, foram analisadas informações de um FII que, publicamente expôs, por meio de fatos relevantes divulgados, sua aderência ao que foi colocado pelo órgão regulador.

Os principais achados indicam que o regime contábil adotado pelo fundo, quando da apuração do resultado para fins de distribuição, possui relevância significativa em aspectos importantes de um FII, a saber: impacto nos valores a serem distribuídos aos cotistas, refletindo comportamento igualmente diferenciado no que diz respeito do valor patrimonial do FII; consequência na discricionariedade do gestor, que por sua vez tem interferência reduzida a partir do momento que lhe é dispensada a necessidade de liquidar ativos para distribuir, obrigatoriamente, rendimentos que ainda não transitaram pelo caixa.

Os principais componentes que conduziram à diferença na base de cálculo em virtude da mudança de regime introduzido pelo Ofício-Circular foram as receitas de juros, os ajustes ao valor justo e os resultados na venda, todos referentes aos ativos imobiliários do fundo. Com relação ao risco do investimento sob a ótica do investidor, estima-se não haver impacto significativo da mudança de regime contábil, considerando que o rendimento que o mesmo deixa de receber permanece no valor patrimonial lastro das cotas que possui.

Como principais limitações do estudo, destaca-se que o intervalo analisado é relativamente pequeno, considerando um cenário ideal para as análises quantitativas que foram expostas. Isso porque houve uma limitação na divulgação de relatórios especificamente indicados pelo órgão regulador do FII analisado e também em virtude da incipiência do mercado explorado.

Pesquisas futuras poderão investigar o mesmo proposto com um intervalo maior de tempo, após a transição de regime contábil adotado pelos FII em resposta a CVM, de modo que a maior disponibilidade de dados reforce ou redirecione os resultados por ora identificados. Outros estudos podem tomar como pressuposto a análise do impacto da contabilidade em investimentos ou qualquer outro instrumento financeiro, para o qual a mensuração contábil, sob diferentes perspectivas, tenha impacto nos usuários.

## REFERÊNCIAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. **Consolidado mensal de fundos de investimento**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/fundos-de-investimento-imobiliario/Pages/estatisticas.aspx>>. Acesso em: 15 nov. 2015.

\_\_\_\_\_. **Estudos especiais - produtos de captação: fundos de investimentos imobiliário**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2014. Disponível em: <<http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estatisticas/fundos-de-investimento-imobiliario/Pages/estudo.aspx>>. Acesso em: 04 out. 2015.

CAMPOS, Octávio; LAMOUNIER, Wagner; BRESSAN, Valéria. Retorno das ações e o lucro: avaliação da relevância da informação contábil. **Revista de Contabilidade e Organizações**, São Paulo, v. 6, n. 16, p. 20-38, jun. 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. **MEMO/CVM/SIN/SNC/Nº 1/2015, de 06 de março de 2015**. Dispõe sobre apuração dos lucros a distribuir de Fundos de Investimento Imobiliário de que se trata o art. 10, p.u., da Lei nº 8.668/03 – Processo CVM nº RJ-2014-11704. Brasília: CVM, 2015. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/circ/sin-snc/anexos/oc-sin-snc-0115-2.pdf>>. Acesso em: 04 out. 2015.

\_\_\_\_\_. **Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, de 02 de maio de 2014**. Dispõe sobre orientação aos administradores sobre a distribuição de resultados de Fundos de Investimentos Imobiliário. Brasília: CVM, 2014. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/circ/sin-snc/oc-sin-snc-0114.html>>. Acesso em: 04 out. 2015.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS - CPC. **Pronunciamento Técnico CPC 00: estrutura conceitual para a elaboração e apresentação das demonstrações contábeis**.

Brasília: CPC, 2011. Disponível em:

<[http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147\\_CPC00\\_R1.pdf](http://static.cpc.mediagroup.com.br/Documentos/147_CPC00_R1.pdf)>. Acesso em: 15 nov. 2015.

COSTA, Jorge. **O valor preditivo do resultado líquido contábil, dos *accruals* e do fluxo de caixa operacional das empresas do mercado segurador brasileiro**. 2014. Tese (Doutorado em Ciências) – Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2014.

MARTINEZ, Antonio. Detectando *earning management* no Brasil: estimando os *accruals* não discricionários. **Revista de Contabilidade e Finanças**, v. 19, n. 46, p. 7-17, jan./abr. 2008.

MARTINS, Gilberto. **Estudo de caso: uma estratégia de pesquisa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

\_\_\_\_\_.; THEÓPHILO, Carlos. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

OLIVEIRA, Antonio. **Métodos da pesquisa contábil**. São Paulo: Atlas, 2011.

PAULO, Edilson. **Manipulação das informações contábeis: uma análise teórica e empírica sobre modelos de detecção de gerenciamento de resultados**. 2007. Tese (Doutoramento em Contabilidade e Controladoria) – Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2007.

RICHARDSON, Roberto. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

SOUZA, Manuela. **Fluxo de caixa por regime de competência**. 2006. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de São Paulo – USP, São Paulo, 2006.

SUNDER, Shyam. **Teoria da contabilidade e do controle**. São Paulo: Atlas, 2014.

TERPINS, Nicole. **A natureza jurídica dos fundos de investimento imobiliários**. 2013. Dissertação (Mestrado em Direito) – Departamento de Direito Comercial, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo USP, São Paulo, 2013.

XIONG, Yan. Earnings management and its measurement: a theoretical perspective. **Journal of American Academy of Business**, Cambridge, mar. 2006.