

# IMPACTOS ECONÔMICOS DAS DECISÕES REGULATÓRIAS SOBRE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DE FIIS: O CASO DO FUNDO MAXI RENDA

## *ECONOMIC IMPACTS OF REGULATORY DECISIONS ON REIT DIVIDEND DISTRIBUTION: THE CASE OF MAXI RENDA TRUST*

**SANDRA MARA SCHULTZ<sup>1</sup>**

*Universidade Federal do Rio de Janeiro*

• <https://orcid.org/0009-0007-6343-3785>  
*sandra-2410@hotmail.com*

**ODILANEI MORAIS DOS SANTOS**

*Universidade Federal do Rio de Janeiro*

• <https://orcid.org/0000-0002-4897-8353>  
*profodilanei@gmail.com*

**MEIRE ELEN OLIVEIRA**

*Universidade Federal do Rio de Janeiro*

• <https://orcid.org/0000-0002-8130-3315>  
*meire.eo01@gmail.com*

**SELMA COSTA MARIA**

*Fucape Business School*

• <https://orcid.org/0000-0003-4055-5791>  
*selmacostamaria1@gmail.com*

### RESUMO

Os fundos de investimento imobiliário (FIIs) vêm ganhando destaque no mercado de capitais nos últimos anos. Sob o ponto de vista contábil, o Fundo Maxi Renda (MXRF11) foi objeto de recentes discussões e decisões contraditórias no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) com relação à base de cálculo para distribuição de dividendos. Nesse contexto, buscou-se investigar os impactos econômicos da mensuração pelo valor justo à luz das decisões da CVM no Fundo Maxi Renda e verificar como a teoria da regulação pode explicar as decisões do órgão regulador. Os resultados do fundo do período de 2015 a 2021 foram reperformados com base no método de caixa, utilizado pelo fundo, e pelo método de competência, determinado pela CVM, visando identificar as diferenças no montante dos rendimentos que seriam distribuídos com a alteração da metodologia exarada pelo órgão regulador. Além disso, realizou-se ainda uma análise das decisões da CVM e dos argumentos do administrador do fundo, com vistas a identificar elementos que pudessem ser correlacionados com a atuação do órgão regulador sob os aspectos da teoria da regulação. Como resultado, demonstrou-se que há impacto econômico no rendimento mínimo apurado a ser distribuído pelo fundo entre as duas metodologias (caixa e competência), com montantes menores para distribuição considerando o regime de competência, que expurgam receitas e despesas que não transitam pelo caixa, como é o caso da mensuração ao valor justo. As decisões da CVM podem ter ressonância na teoria do interesse público, de modo que a atuação do órgão regulador visou à proteção do investidor, ainda que possa ter sofrido pressões exercidas por grupos de interesse ou mesmo capturada pelos regulados, uma vez que ela alterou o entendimento inicial sobre o caso. Além da contribuição teórica, com a possibilidade de expandir os estudos

---

Editado em português e inglês. Versão original em português.

Artigo apresentado no 23º USP International Conference on Accounting, realizado de forma presencial, de 26 a 28 de julho de 2023, em São Paulo/SP, Brasil.

<sup>1</sup> Endereço para correspondência: Av. Pasteur, 250, sala 242 | Praia Vermelha, Urca | 22290-240 | Rio de Janeiro/RJ | Brasil.

Recebido em 06/01/2024. Revisado em: 14/03/2024. Aceito em 04/04/2024 pelo Prof. Dr. Rogério João Lunkes (Editor-Chefe). Publicado em 29/04/2024.

Copyright © 2024 RCCC. Todos os direitos reservados. É permitida a citação de parte de artigos sem autorização prévia, desde que identificada a fonte.

sobre a aplicabilidade das normas contábeis relativas à mensuração do valor justo nos fundos de investimento e seus impactos econômicos, o estudo aplicado ao Fundo Maxi Renda proporciona um melhor entendimento sobre o tema de modo a subsidiar investidores quanto a tomada de decisão sobre investimentos nesse tipo de fundo.

**Palavras-chave:** Valor Justo. Fundo de Investimento Imobiliário. Regulação. Dividendos.

## ABSTRACT

*Real estate investment trusts (REITs) have recently gained prominence in the capital market. From an accounting point of view, the Maxi Renda Trust (MXRF11) has been the subject of recent discussions and contradictory decisions within the scope of the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) regarding the calculation basis for the dividend distribution. In this context, we sought to investigate the economic impacts of fair value measurement under the framework of CVM's decisions in the Maxi Renda Trust and to verify how the theory of regulation can explain regulatory body decisions. The trust income for the period from 2015 to 2021 was restated based on the cash basis, used by the trust, and the accrual method, determined by the CVM, in order to identify differences in the amount of income that would be distributed with the change in the methodology issued by the regulatory agency. Also, an analysis of CVM's decisions and the trust's administrator's arguments was also conducted, to identify elements that could be correlated with the regulatory body's performance under the aspects of the theory of regulation. As a result, it was demonstrated that there is an economic impact on the minimum income calculated to be distributed by the trust between the two methodologies (cash and accrual), with smaller amounts for distribution considering the accrual basis, which exclude revenues and expenses that do not transit through cash, as is the case of fair value measurement. CVM's decisions may have resonance in the public interest theory so that the regulatory body's performance was aimed at protecting the investor, even though it may have suffered pressures exerted by interest groups or even captured by the regulated parties since it changed the initial understanding of the case. Besides the theoretical contribution, with the possibility of expanding studies on the applicability of accounting standards related to the measurement of fair value in investment trusts and their economic impacts, the study applied to the Maxi Renda Trust provides a better understanding of the topic to subsidize investors regarding decision making on investments in this type of trust.*

**Keywords:** Fair Value. Real Estate Investment Fund. Regulation. Dividends.

## 1 INTRODUÇÃO

Os fundos de investimentos imobiliários (FIIs) tiveram um aumento exponencial de investidores nos últimos anos. Dados da Brasil, Bolsa, Balcão (B3) mostram a marca de 2,062 milhões de cotistas em janeiro de 2023, um crescimento de 33,4% em relação a dezembro de 2021 (Lima, 2023). Além disso, conforme Nogueira Jr. (2008) e Nakama (2021), a distribuição de dividendos é um motivador que atrai investidores, inclusive os menos arrojados, que buscam alternativas de aplicação de seus recursos em opções mais atraentes em épocas de baixa inflação e redução de taxas de juros.

De acordo com Lima (2023), os FIIs registrados na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) cresceram de 697 fundos em 2021 para 805 em 2022, uma alta de 15,5%. Em relação aos fundos listados na B3, eram 402 FIIs em 2021, contra 467 em 2022. O patrimônio líquido dos FIIs listados em bolsa somou R\$ 201 bilhões em 2022 (Lima, 2023). A expansão é justificada pela maior comodidade e familiaridade que muitos investidores têm com o mercado imobiliário, os quais o consideram de funcionamento mais fácil do que uma empresa. As regulações atuais também explicam o interesse do investidor comum em FIIs, principalmente em função da isenção

de impostos nos dividendos distribuídos aos cotistas, presentes na maioria dos casos e pelo fato de que qualquer pessoa pode se tornar um investidor imobiliário (Oliveira & Milani, 2020; Almeida et al., 2021).

Em termos de valor de mercado, porém, a partir do final do ano de 2019, os FIIs se desvalorizaram, com queda acumulada de 13% no Índice de Fundos de Investimento Imobiliários (IFIX) (Kastner, 2022), dada a elevação da inflação brasileira e da Selic, agravada pela crise econômica decorrente da pandemia de Covid-19, que causou o esvaziamento dos espaços físicos de imóveis utilizados por *shoppings*, setores corporativos, logísticos, entre outros, por conta das regras de distanciamento social e limitação da circulação de pessoas (Diniz, 2021; Martin, 2021).

Segundo Martins e Galdi (2022), a regulamentação dos FIIs exige que eles sejam mensurados ao seu valor justo, de forma que o valor da cota patrimonial seja mais representativo quanto ao seu real valor de mercado. A mensuração pelo valor justo gera um efeito econômico que é reconhecido nas demonstrações contábeis, mas não um efeito financeiro correlato no mesmo momento, o que causa um descasamento entre a data do reconhecimento dos ganhos e perdas com a sua efetiva realização em caixa. Assim, quando ocorre uma desvalorização dos fundos imobiliários, há uma perda econômica reconhecida contabilmente, face à mensuração pelo valor justo. No entanto, como esses fundos possuem entradas decorrentes de receitas de aluguéis ou outras, que geram caixa, há distribuição de dividendos com base nessas entradas, que desconsideram os resultados contábeis, o que pode acarretar uma distribuição de dividendos acima do resultado contábil e dos lucros acumulados dos fundos.

Como o papel da contabilidade é fornecer informação útil aos seus usuários, conforme o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) que trata da Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro (Comitê de Pronunciamentos Contábeis [CPC], 2019), pode-se dizer que a avaliação dos fundos imobiliários pelo valor justo apresenta informação relevante, especialmente aos investidores, pois reflete as variações de riscos desses fundos que impactam em seus preços. A distribuição de dividendos com base no regime de caixa, nesse contexto, poderia induzir investidores ao erro em suas avaliações de risco, especialmente quando há redução do valor justo dos ativos (Martins & Galdi, 2022).

O caso do fundo Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário (MXRF11), gerido pela XP Investimentos S.A. (XP) e administrado pelo BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. (BTG Pactual), colocou luz sobre a temática, tendo sido objeto de um impasse regulatório no âmbito da CVM, que em 21 de dezembro de 2021, em decisão do seu colegiado, concluiu que os valores distribuídos acima do apurado como lucro do exercício e/ou lucros acumulados “não poderiam ser classificados como rendimentos, mas sim como amortização do custo do capital investido pelos cotistas” (Comissão de Valores Mobiliários [CVM], 2021, 2º parágrafo). Essa decisão impactaria o patrimônio líquido do fundo, com a sua descapitalização, porém a CVM considerou que a decisão protegia o capital investido pelos cotistas.

No entanto, após pedido de reconsideração realizado pelos administradores do fundo, em 17 de maio de 2022, em nova decisão do colegiado da CVM, esse entendimento foi revertido e os fundos não estariam mais obrigados a amortizar os valores que superassem os lucros contábeis por competência (CVM, 2022).

Essas decisões contraditórias da CVM têm impacto direto na distribuição de dividendos e, conforme seu tratamento contábil, no patrimônio líquido também, e consequentemente, com reflexos no investimento realizado pelos cotistas. Além disso, as decisões contraditórias proporcionam insegurança jurídica e têm efeitos tributários diversos, a depender do tratamento dado à distribuição de dividendos, bem como a possibilidade de gerar percepção de risco equivocada por parte dos tomadores de decisão (Martins & Galdi, 2022).

Nesse âmbito, a atuação da CVM, como agente regulador, influencia diretamente nas práticas contábeis e lança um novo olhar sobre a aplicabilidade das normas e seus impactos econômicos e no mercado, externalidades negativas e assimetrias regulatórias, com possíveis

implicações sistêmicas, pois a depender do tratamento contábil dado à distribuição de dividendos haverá alteração no resultado econômico dos fundos, que afeta a distribuição de dividendos e a percepção de risco dos investidores (CVM, 2021).

A questão que esta pesquisa busca responder é: Quais os impactos econômicos da mensuração pelo valor justo dos fundos imobiliários à luz das decisões da CVM? Com isso, o objetivo deste trabalho é avaliar os impactos econômicos da mensuração ao valor justo dos FIIs à luz das recentes decisões da CVM no caso do Fundo Maxi Renda e verificar como a teoria da regulação pode explicá-las.

O estudo é relevante pela contribuição teórica, com a possibilidade de expandir os estudos sobre a aplicabilidade das normas contábeis relativas à mensuração do valor justo nos fundos de investimento e seus impactos econômicos, além de investigar se a teoria da regulação pode explicar as decisões tomadas pelo órgão regulador.

Como contribuição prática, o estudo aplicado ao Fundo Maxi Renda pode trazer resultados úteis e relevantes à tomada de decisão sobre investimentos nesse tipo de fundo, ao apresentar a análise do impacto econômico com a mensuração ao valor justo do fundo, à luz das decisões da CVM, de modo a fomentar a avaliação de risco e retorno aos investidores.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 Avaliação Patrimonial de FIIs: Mensuração ao Valor Justo

Os fundos de investimentos imobiliários são aqueles destinados a aplicar recursos no setor imobiliário, o que pode ser realizado por meio de empreendimentos físicos (imóveis) ou investimento em títulos relacionados ao mercado imobiliário, como Letras de Crédito Imobiliário (LCI), Letras Hipotecárias (LH), Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) ou cotas de outros FIIs e equivalentes (Takoi, 2022).

Os fundos imobiliários são veículos de investimento que oferecem oportunidade para pequenos e médios investidores aplicarem seus recursos financeiros na incorporação ou compra de grandes imóveis. Neto (2015) diz que os fundos imobiliários se assemelham a uma empresa de capital aberto, por possuírem objeto social, estrutura societária, assembleias, distribuição dos resultados e cotas negociadas em bolsa de valores. O FII é como uma poupança estável a longo prazo, que propicia liquidez a um mercado tradicionalmente ilíquido como o imobiliário (Dias & Silva, 2021).

No Brasil, os FIIs são regulados pela Instrução CVM n.º 472/2008, que dispõe sobre a “constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos fundos” e estão sujeitos às “práticas contábeis adotadas no Brasil, aplicáveis aos FIIs”, que incluem a Instrução CVM n.º 516/2011, a qual dispõe sobre a “elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras, regidas por esta instrução, e demais orientações e normas contábeis emitidas pela CVM, conforme a sua aplicabilidade”.

A regulamentação dos FIIs no país exige que a sua contabilidade seja realizada com base na mensuração ao valor justo dos ativos que compõem a carteira. De acordo com Martins e Galdi (2022), os ativos financeiros são inicialmente reconhecidos ao valor justo, que é considerado equivalente ao preço de transação. Já os instrumentos financeiros não mensurados ao valor justo por meio do resultado são ajustados pelos custos de transação, enquanto os ativos financeiros classificados como “para negociação” são mensurados ao valor justo, sem dedução de custos estimados de transação que seriam eventualmente incorridos quando de sua alienação. Complementam os autores que as propriedades para investimentos, no caso dos FIIs, devem ser reconhecidas inicialmente pelo valor de custo e, após o reconhecimento inicial, serem continuamente mensuradas pelo valor justo (Martins & Galdi, 2022).

Segundo as definições do CPC 46 (Mensuração do Valor Justo), o valor justo de um instrumento financeiro em uma determinada data é interpretado como o valor pelo qual ele poderia

ser comprado e vendido naquela data por duas partes bem informadas, em uma transação não forçada, em condições regulares de mercado. Ainda de acordo com a norma, a referência mais objetiva e comum para o valor justo de um instrumento financeiro é o preço que seria pago por ele em um mercado ativo, transparente e significativo ("preço cotado" ou "preço de mercado") (CPC, 2012).

O Pronunciamento Técnico CPC 46 também estabelece que o objetivo da mensuração do valor justo é “estimar o preço pelo qual uma transação não forçada para vender o ativo ou para transferir o passivo ocorreria entre participantes do mercado na data de mensuração sob condições correntes de mercado, ou seja, um preço de saída na data de mensuração do ponto de vista de participante do mercado que detenha o ativo ou o passivo” (CPC, 2012, item 2).

Para um melhor entendimento quanto às propriedades mantidas para investimentos nos FIIs, Gelbcke et al. (2018) falam que a norma contábil de propriedade para investimento permite que a entidade dê tratamento diferenciado para as propriedades que suportem passivos, que pagam retorno diretamente relacionado ou ao valor justo das propriedades ou aos retornos de um conjunto de ativos especificados, que inclua essa propriedade. Este entendimento pode ser aplicado aos FIIs com uma carteira de ativos cujo retorno a ser pago aos cotistas está diretamente relacionado com o valor justo das propriedades e com o retorno dos ativos (se incluem as propriedades) gerados pelo seu arrendamento operacional.

Na medida em que as cotas de tais fundos são continuamente negociadas, é necessária a “determinação periódica do valor de seu patrimônio. Com base na informação fidedigna sobre os ativos [detidos], o investidor pode regularmente identificar o quanto foi auferido de ganhos ou perdas para a negociação de cotas ou avaliação dos riscos associados ao papel” (Martins & Galdi, 2022, 4º parágrafo).

## 2.2 Distribuição de Dividendos nos FIIs

Os dividendos correspondem a uma parcela do lucro líquido das entidades que é destinada aos investidores (acionistas, cotistas e afins) como forma de remuneração. No caso dos FIIs, como fruto das aplicações realizadas pelos fundos de investimentos, os cotistas têm direito legal de receber parte desses rendimentos na proporcionalidade das suas participações. Isto significa que os rendimentos dos FIIs são os valores pagos aos cotistas pelo retorno de seus investimentos.

Nos termos do art. 10º, parágrafo único, da Lei n.º 8.668 de 25 de junho de 1993, o fundo “deverá distribuir aos seus cotistas, no mínimo, 95% 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”. Além disso, depreende-se que a distribuição desses lucros auferidos, ou seja, a sobra depois de pagar as despesas administrativas e operacionais do fundo, deve ser feita trimestralmente ou semestralmente (Lei n.º 8.668, 1993).

O Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 expõe que o administrador do fundo deverá partir do resultado contábil e que quando este “optar por distribuir o resultado mensalmente aos cotistas deverá observar que, ao final do semestre, no mínimo 95% dos resultados auferidos, apurados com base em regime de caixa, sejam distribuídos”, para fins de atendimento ao disposto no art. 10º, parágrafo único, da Lei n.º 8.668/93 (CVM, 2014).

Segundo Carvalho (2012), embora diversos FIIs distribuam os seus rendimentos mensalmente, não se pode considerar esse tipo de investimento como de renda fixa. Isso se deve ao fato de que existem os riscos do empreendimento, bem como a circunstância de que o valor das cotas dos fundos varia. Com a aquisição dos imóveis, o fundo obtém renda com a sua locação, venda ou arrendamento. Caso o FII aplique em títulos e valores mobiliários, a renda provém dos rendimentos distribuídos por esses ativos ou pela diferença entre o seu preço de compra e de venda.

A questão que gerou discussão e intervenção da CVM é quanto à forma de distribuição desses rendimentos para os cotistas: se por regime de caixa, por meio do caixa gerado pelos fundos,

ou, se por regime de competência, por meio dos resultados contábeis que são impactados por efeitos econômicos e não imediatamente financeiros.

Em análise quanto à esse descasamento entre a distribuição por regime de caixa e a distribuição por regime de competência, Tres (2016) concluiu que há diferenças significativas entre os dois modelos de distribuição e que os principais componentes que conduziram à diferença na base de cálculo, em virtude da mudança do regime introduzido pelo Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014, foram as receitas de juros, os ajustes ao valor justo e os resultados na venda, todos referentes aos ativos imobiliários do fundo.

A forma de mensurar os ativos dos FIIs e os consequentes resultados de suas variações pode implicar em um descasamento entre o momento do reconhecimento de ganhos e perdas, a exemplo dos resultados de variações do valor justo dos ativos, com a sua efetiva realização em caixa, o que retorna à questão quanto à melhor métrica para a realização da distribuição do rendimento aos cotistas dos fundos.

Neste sentido, na opinião de Martins e Galdi (2022, 25º parágrafo), “não é a distribuição do caixa gerado pelo fundo que causa problemas, mas a informação de que essa distribuição é integralmente formada pelo lucro quando, parte dela, é devolução de capital”. Continuam afirmando que “essa informação imprecisa pode levar à decisão incorreta por parte do investidor e, [nesse contexto], a contabilidade deixa de cumprir o seu objetivo mais fundamental, que é o de prestar informação adequadamente aos seus usuários a respeito da realidade econômica [das entidades]”.

### 2.3 Teoria da Regulação

As informações produzidas pela contabilidade devem ser úteis para subsidiar a tomada de decisão dos usuários, especialmente sobre a alocação de seus recursos. No entanto, os investidores que estão interessados nas condições econômicas e financeiras de uma entidade podem ter interesses diversos, conforme menciona Almeida e França (2021).

Como há possibilidade de existência de assimetria informacional entre os preparadores das demonstrações contábeis ou usuários internos da entidade e os usuários externos, e que somente as forças do mercado não são suficientes para controlar os problemas de risco e seleção adversa, há necessidade de regulação na produção dessas informações com a finalidade de proteger os investidores (Almeida & França, 2021).

Hendriksen e Van Breda (1999) afirmam que o argumento clássico para a regulação é de que o mercado é falho de algum modo e não é capaz de oferecer uma quantidade ótima de informação e, dessa forma, a regulamentação é necessária para proteger o “interesse público”. Esse entendimento pode ser complementado com a visão de Pohlmann e Alves (2004), de que a regulação no ambiente contábil pode ser explicada por meio de uma visão econômica para se estudar o processo político e quais as razões ou incentivos estariam por trás desse processo. Recorrendo-se ao estudo seminal de Stigler (1971), tem-se que, dentre os objetivos da teoria da regulação, busca-se explicar os “beneficiados” e “prejudicados” pela regulação e seus efeitos sobre a alocação dos recursos.

Assim, Almeida e França (2021) esclarecem que a teoria da regulação contábil seria resultado da aplicação das teorias que estudam a regulação da atividade econômica e a elaboração e divulgação da informação contábil. Nesse contexto, a CVM é um dos órgãos competentes no processo de regulamentação e tem, como uma de suas atribuições, proteger os titulares de valores mobiliários e investidores e assegurar o acesso do público às informações sobre os valores mobiliários negociados, conforme determina a Lei n.º 6.385 de 7 de dezembro de 1976 (Lei n.º 6.385, 1976). Com base no exposto, pode-se verificar a aplicação da teoria da regulação nas decisões a respeito da regulamentação de normas pela CVM.

A teoria da regulação, conforme Viscusi et al. (2005), pode ser vista sob três prismas: teoria do interesse público, teoria da captura e teoria econômica da regulação ou teoria dos grupos de interesse.

### 2.3.1 Teoria do Interesse Público

A assimetria informacional, que ocorre em uma divulgação de informação aquém do ótimo aos usuários, pode causar uma distribuição de riqueza entre os agentes econômicos de forma desproporcional, conforme Almeida e França (2021). Assim, sob o aspecto do interesse público, a teoria da regulação, também conhecida como teoria positiva da regulação, teria como função corrigir essa ineficiente alocação de recursos, maximizar o bem-estar social e zelar pelo interesse público, em que se verifica uma prevalência deste último sobre o interesse dos agentes econômicos (Lima et al., 2014).

Argumentam Almeida e França (2021) que o agente regulador não deveria estar sujeito à corrupção ou à influência de *lobby*, na medida em que deve agir em prol do bem-estar social, isso porque, geralmente, a sua atuação é resultado de uma demanda pública. Conforme Araujo (2020), os benefícios sociais gerados pela norma devem suplantar seus custos, com a viabilidade e validade do processo normativo, onde o alvo deve ser a sociedade como um todo e não grupos ou entidades específicas. Beaver (1998) advoga, com base nessa teoria, que, implicitamente, a atuação do regulador deve estar de acordo com o interesse público e que esse é bem definido.

No entanto, para Mitnick (1980, como citado em Almeida & França, 2021), alguns aspectos fazem com que a teoria do interesse público falhe como estrutura teórica robusta, como, por exemplo, a falta de clareza do que seria o interesse público, o fato de desconsiderar a realidade econômica e de ignorar que os agentes reguladores são compostos por grupos de interesse com motivações próprias.

Dentre as pesquisas que se utilizaram da teoria da regulação nos seus estudos, destaca-se a de Araujo (2020), que buscou investigar quais grupos exerceram influência em audiências públicas da CVM. Como resultado, obteve-se que a opinião mais considerada pela CVM na promulgação de instruções foi a dos auditores e normatizadores, o que sugere *lobbying* desses agentes, com possível priorização do interesse de determinados grupos em detrimento do interesse público.

### 2.3.2 Teoria da Captura

Beaver (1998) explica que, com base na teoria da captura, o principal beneficiário da regulação não é a sociedade ou o público em geral, mas, sim, os regulados. Hendriksen e Van Breda (1999) argumentam que após a regulamentação, os grupos que a demandaram acabam por se afastar e deixam somente o regulador envolvido, que é “capturado” pelas próprias forças a que se destinava a regular. Assim, o regulador, agora, atenderia aos interesses dos próprios regulamentados, pois se tornaria passivo e burocrático, posto que estaria estabilizado, e voltaria a agir somente quando ocorressem escândalos de corrupção e crises que demandassem a sua reestruturação, conforme expõem Lima et al. (2014).

Neto (2015) menciona que a teoria da captura sugere que a maioria dos benefícios de uma política de regulamentação seja atribuída a um pequeno grupo, enquanto, em contrapartida, os custos sejam arcados por um grande grupo, neste contexto, a sociedade. Entende, além disso, que a captura é um fenômeno quase que inevitável entre o regulador e o regulado, pelo alto poder que as entidades reguladas têm, em que ocorre uma espécie de acordo com benefício para as entidades e não para a sociedade.

Por outro lado, a pesquisa de Torres (2007), que procurou investigar se a CVM tem promovido melhoria no mercado, concluiu uma relevante vinculação entre a atuação normativa desse órgão regulador e a eficiência do mercado de capitais, em que a CVM tem contribuído positivamente ao longo das últimas décadas.

### 2.3.3 Teoria dos Grupos de Interesse

Igualmente conhecida como teoria econômica da regulação ou teoria da competição, a teoria dos grupos de interesse considera a possibilidade de influência do *lobby* na regulação. Para Almeida e França (2021), os reguladores estariam entre a benevolência da teoria do interesse público e o egoísmo da teoria da captura, porque os reguladores sofrem pressões exercidas por grupos de interesse distintos.

Almeida e França (2021) explicam, ainda, que a regulação é vista como uma *commodity*, regida pelas leis da demanda dos grupos de interesse e da oferta das forças do mercado, em consonância com Posner, 1974. Neste caso, o regulador acaba por atender as necessidades dos grupos com maior poder político de convencimento. Watts e Zimmerman (1978) assumem que os indivíduos agem para maximizar sua própria utilidade e, assim, o processo de regulação (normatização) contábil é resultado de um processo político em que os indivíduos e grupos competem entre si por transferência de riqueza em seu próprio interesse. Com isso, “a regulação é feita de acordo com os interesses dos grupos que forem mais politicamente efetivos em convencer o regulador/normatizador a agir em benefício deles” (Santos & Santos, 2014, p. 126).

Estudo como o de Carmo et al. (2014), que investigou a influência dos grupos de interesse (*lobby*) no processo de normatização contábil internacional do *International Accounting Standards Board* (IASB), obteve resultados que sugerem que apenas as opiniões de profissionais contábeis, normatizadores nacionais e acadêmicos exerceram influência nas decisões do normatizador, no caso específico do estudo, voltado ao *Leasing*.

Matos et al. (2018) também verificaram a influência de grupos de interesse em processos de consultas públicas no desenvolvimento de normas de auditoria pelo *International Auditing and Assurance Standards Board* (IAASB) e concluíram que é possível que o órgão tenha sofrido pressões de determinados grupos de interesse ou tenha sido capturado pelos regulados, o que demonstra a aplicabilidade da teoria dos grupos de interesse sobre o órgão regulador.

## 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia utilizada em um primeiro momento, foi a simulação. Vicente (2005, p. 5) diz que “o uso dessa metodologia é empregada como forma de alcançar um modelo, confirmá-lo ou fazer uma projeção de eventos futuros”. Posteriormente, foi realizada análise de conteúdo, técnica de Laurence Bardin que, segundo Sousa e Santos (2020), visa obter por procedimentos sistemáticos e objetivos de descrição do conteúdo das mensagens, indicadores (quantitativos ou não) que permitam a inferência de conhecimentos relativos às condições de produção/recepção (variáveis inferidas) dessas mensagens. Utilizou-se como caso de estudo o fundo Maxi Renda Fundo de Investimento Imobiliário (MXRF11), em que se simulou os impactos econômicos decorrentes das metodologias de cálculo de distribuição de dividendos, além da análise dos documentos do processo aberto pela CVM.

### 3.1 Coleta dos Dados

Os dados contábeis do Fundo Maxi Renda (MXRF11) foram obtidos das demonstrações financeiras divulgadas pelo fundo, coletadas no site da XP, para o período de 2015 a 2021.

Para a análise dos fatos que podem ter influenciado no entendimento divergente do colegiado da CVM a respeito do modelo de distribuição de rendimentos em fundos imobiliários, foram utilizadas as decisões e recursos recentes que envolveram o caso do Fundo Maxi Renda obtidas no site da CVM, com a coleta dos seguintes documentos: (i) Recurso contra a decisão da SSE - Distribuição de rendimentos em fundo de investimento imobiliário - BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM - PROC. SEI 19957.006102/2020-10; (ii) Decisão do Colegiado de 21/12/2021; (iii) Pedido de reconsideração de decisão do Colegiado - Distribuição de rendimentos

em fundo de investimento imobiliário - BTG Pactual Serviços S.A. DTVM - PROC. SEI 19957.006102/2020-10; e (iv) Decisão do Colegiado de 17/05/2022.

### 3.2 Simulação

Inicialmente, foi realizado o cálculo dos rendimentos apropriados e distribuídos, bem como o excesso de distribuição do lucro contábil realizado pelo fundo, com base no regime de competência, ou seja, com base no lucro líquido do exercício contábil, de acordo com a metodologia da CVM, que considera nos cálculos, também, o lucro ou prejuízo acumulado do ano anterior para obtenção da base de cálculo sobre a qual foi aplicado o limite de 95% para distribuição mínima, conforme determina a Lei n.º 8.668/93.

Em seguida, foi efetuada a simulação dos rendimentos mínimos a distribuir, com base do regime de competência, bem como foi calculado o percentual de apropriação realizada pelo fundo com relação ao lucro líquido contábil ajustado (regime de caixa), ou seja, com a exclusão de receitas por competência não transitadas pelo caixa e inclusão de despesas por competência não transitadas pelo caixa.

A identificação dos impactos econômicos foi realizada por meio da comparação entre os rendimentos mínimos distribuídos pelo fundo e calculados com base em caixa e aqueles que seriam distribuídos com base em competência, conforme a visão da CVM. Para avaliar se o posicionamento do colegiado da CVM, de 21 de dezembro de 2021, ocasionou alguma distorção no preço de mercado das cotas, foi obtido, no site da Investing, o valor da cota do fundo no último dia de cada ano objeto do estudo.

### 3.3 Análise de Conteúdo

A partir da leitura dos materiais coletados no site da CVM, foi elaborado um resumo dos principais argumentos e entendimentos de cada parte, Fundo Maxi Renda e CVM, que foi analisado sob o aspecto da teoria da regulação, com base nos elementos que podem representar a ação do agente regulador em prol do interesse público (teoria do interesse público), a favor dos grupos regulados (teoria da captura) ou no atendimento das necessidades de algum grupo específico (teoria dos grupos de interesse).

Para identificar os elementos das teorias que podem estar presentes nas decisões da CVM, a Tabela 1 apresenta os aspectos que podem significar a ação do agente regulador em prol do interesse público (por exemplo, melhoria da informação contábil, redução da assimetria informacional, melhor perspectiva de risco, proteção ao investidor etc.), elementos que podem representar a captura do regulador para conceber a regulação desejada pelos regulados (por exemplo, o atendimento dos interesses específicos dos regulados, entre outros), além de outros aspectos que possam indicar a interferência de outros grupos de interesse (por exemplo, *lobby*). Esses elementos foram listados com base na leitura de estudos anteriores (Araújo & Dias Filho, 2020, Cardoso et al., 2009, Carmo et al., 2016, Cortese & Irvine, 2010, Lima et al., 2014, Matos et al., 2018) que utilizaram as teorias da regulação para o desenvolvimento das pesquisas, bem como aquelas apresentadas no referencial teórico.

**Tabela 1**

*Elementos que podem representar a influência das teorias da regulação*

<b>Interesse público</b>	<b>Captura do regulador</b>	<b>Grupos de interesse</b>
Melhoria da informação contábil e redução da assimetria informacional (Araújo & Dias Filho, 2020, Cardoso et al., 2009)	Atendimento do interesse dos regulamentados/regulados (Araújo & Dias Filho, 2020)	Lobby (Araújo & Dias Filho, 2020; Carmo et al., 2016; Lima et al., 2014; Matos et al., 2018)
Melhor perspectiva do risco e proteção ao investidor (Cortese & Irvine, 2010)	Benefícios da regulamentação são atribuídos a um pequeno grupo em detrimento dos custos arcados por um grande grupo (Cardoso et al., 2009; Lima et al., 2014)	Atendimento das necessidades dos grupos específicos, com maior poder político de convencimento e pela pressão exercida no órgão regulador (Araújo & Dias Filho, 2020, Cardoso et al., 2009, Carmo et al., 2016, Lima et al., 2014, Matos et al., 2018)
Demanda pública de correção ou mitigação de falhas de mercado, como por exemplo, monopólios naturais e externalidades negativas (Lima, et al., 2014)	Troca de profissionais entre a indústria e órgãos reguladores e a relação entre estes profissionais, além da indicação de membros do corpo diretor de agências reguladoras por grandes players do setor regulado (Lima, et al., 2014)	Opinião de profissionais contábeis, normatizadores, acadêmicos exercem influência nas decisões (Araújo & Dias Filho, 2020)

Fonte: Elaboração própria.

## 4 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

### 4.1 Simulação: Dividendos pelos Regime de Caixa x Regime de Competência

Na Tabela 2 estão apresentados os cálculos, realizados com base nas Demonstrações Financeiras do Fundo Maxi Renda de 2015 a 2021, da distribuição mínima de resultados (95%), com base no lucro líquido contábil ajustado para a base “caixa”, com o expurgo das operações (receitas e despesas) que não transitaram pelo caixa do fundo no período, com destaque para os ajustes da mensuração ao valor justo de CRIs, FIIs e ações de companhias fechadas, cujos lançamentos foram detalhados, pelo fundo, nas notas explicativas a partir do ano de 2019.

**Tabela 2**

*Cálculo da distribuição mínima de rendimentos com base no lucro líquido contábil ajustado - base caixa (Em milhares de Reais)*

<b>Conta / Exercício</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>
<b>Lucro líquido do exercício</b>	25.915	32.714	211	22.049	42.865	85.545	256.929
(-) Receitas por competência não transitadas pelo caixa	(410)	(8.331)	-	-	-	-	-
(+) Despesas por competência não transitadas pelo caixa	248	-	24.312	4.135	-	-	-
Ajuste a valor justo de certificados de recebíveis imobiliários	-	-	-	-	7.773	985	(30.895)
Reversão de provisão sobre valores a receber	-	-	-	-	(7.679)	-	-
Ajuste a valor justo de aplicações em contas de FIIs	-	-	-	-	(5.239)	4.328	4.684
Ajuste a valor justo com ações de companhias fechadas	-	-	-	-	1.074	(4.618)	(44.059)
Ajuste de distribuição com certificados de recebíveis imobiliários	-	-	-	-	(2.275)	20.076	7.038
Outras obrigações	-	-	-	-	184	2.394	8.268
<b>(=) Lucro Base Caixa</b>	<b>25.753</b>	<b>24.383</b>	<b>24.523</b>	<b>26.184</b>	<b>36.703</b>	<b>108.710</b>	<b>201.965</b>
Reserva para contingências	-	-	-	-	(686)	561	125

(=) Lucro líquido ajustado para Base de Cálculo de Distribuição	25.753	24.383	24.523	26.184	36.017	109.271	202.090
Resultado mínimo a distribuir (95%) - Base CAIXA	<b>24.465</b>	<b>23.164</b>	<b>23.297</b>	<b>24.875</b>	<b>34.216</b>	<b>103.807</b>	<b>191.986</b>
Rendimentos apropriados e distribuídos	<b>25.849</b>	<b>24.101</b>	<b>24.620</b>	<b>26.130</b>	<b>36.017</b>	<b>109.271</b>	<b>202.090</b>
% de apropriação com relação ao lucro líquido ajustado	100,37%	98,84%	100,40%	99,79%	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: Dados da pesquisa.

Depreende-se que a média do percentual de apropriação com relação ao lucro líquido ajustado para a base “caixa”, no período, aos cotistas do fundo, foi de 99,92%, superando os 95% estimados como mínimo para distribuição conforme apresentado na Tabela 2.

Na Tabela 3, a seguir, estão apresentados os cálculos de acordo com o entendimento da CVM, que considera como lucro passível para distribuição o somatório dos lucros ou prejuízos acumulados do ano anterior e o lucro ou prejuízo apurado no exercício. Na ocorrência de resultado negativo, não seria possível realizar a distribuição de rendimentos aos cotistas ou essa distribuição seria considerada como devolução do capital investido.

**Tabela 3**

*Cálculo da distribuição mínima de rendimentos na visão da CVM – base lucro líquido do exercício contábil (Em milhares de Reais).*

Conta / Exercício	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
(A) (Prejuízos) / lucros acumulados do ano anterior	(16.459)	(16.393)	(7.780)	(32.189)	(36.270)	(30.108)	(53.273)
(B) Lucro líquido do exercício	25.915	32.714	211	22.049	42.865	85.545	256.929
(C = A + B) Lucro passível de distribuição (entendimento CVM)	9.456	16.321	(7.569)	(10.140)	6.595	55.437	203.656
<b>(D = C x 95%) Distribuição mínima (95%) = Lei n.º 8.668/93</b>	<b>8.983</b>	<b>15.505</b>	-	-	<b>6.265</b>	<b>52.665</b>	<b>193.473</b>
<b>(E) Rendimentos apropriados e distribuídos</b>	<b>25.849</b>	<b>24.101</b>	<b>24.620</b>	<b>26.130</b>	<b>36.017</b>	<b>109.271</b>	<b>202.090</b>
(F = E - C) Excesso de distribuição do lucro do exercício contábil	16.393	7.780	32.189	36.270	29.422	53.834	(1.566)

Fonte: Dados da pesquisa.

Nessa simulação, percebe-se que o fundo apresentou prejuízo acumulado de anos anteriores no período estudado, de 2015 até 2021, ainda que tenha apresentado lucro líquido contábil nestes exercícios. Conforme se verifica nos cálculos, neste caso, comparando-se os montantes de rendimentos apropriados e distribuídos (E) calculados com base no método de caixa em relação ao lucro passível de distribuição no entendimento da CVM (C), pelo método de competência, o fundo teria distribuído rendimentos em excesso com relação ao lucro do exercício contábil (F), o que configuraria, na visão da CVM, devolução ao cotista de parte do seu capital investido. Isso traria consequências práticas, como por exemplo, impacto para as pessoas físicas (Tres, 2016), uma vez que a distribuição de rendimentos é isenta de imposto de renda, ao passo que a devolução de capital é tributada (Ferreira et al., 2020). Destaca-se ainda o risco de descapitalização do fundo e da possibilidade de questionamento pelos cotistas e pelo mercado com a possível desvalorização do fundo, bem como a alteração na regularidade da distribuição dos dividendos.

A Tabela 4 apresenta o comparativo dos valores de rendimentos mínimos calculados com base no lucro líquido contábil ajustado para a base caixa como referencial para o fundo distribuir aos cotistas e o lucro líquido do exercício contábil (competência), em que se percebe, que até o

período de 2020, os rendimentos distribuídos se o fossem por competência seriam em montantes menores em relação aos calculados com base no lucro líquido ajustado para a base caixa.

**Tabela 4**

*Comparativo dos valores de rendimentos mínimos com base no lucro líquido: caixa versus competência (Em milhares de Reais)*

Caixa x Competência	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Rendimento mínimo Base Caixa	24.465	23.164	23.297	24.875	34.216	103.807	191.986
Rendimento mínimo Base Competência	8.983	15.505	-	-	6.265	52.665	193.473
Valor de mercado da cota (em R\$) no último dia de cada ano (Fonte Investing)	4,42	5,28	6,21	7,26	11,31	8,71	9,10

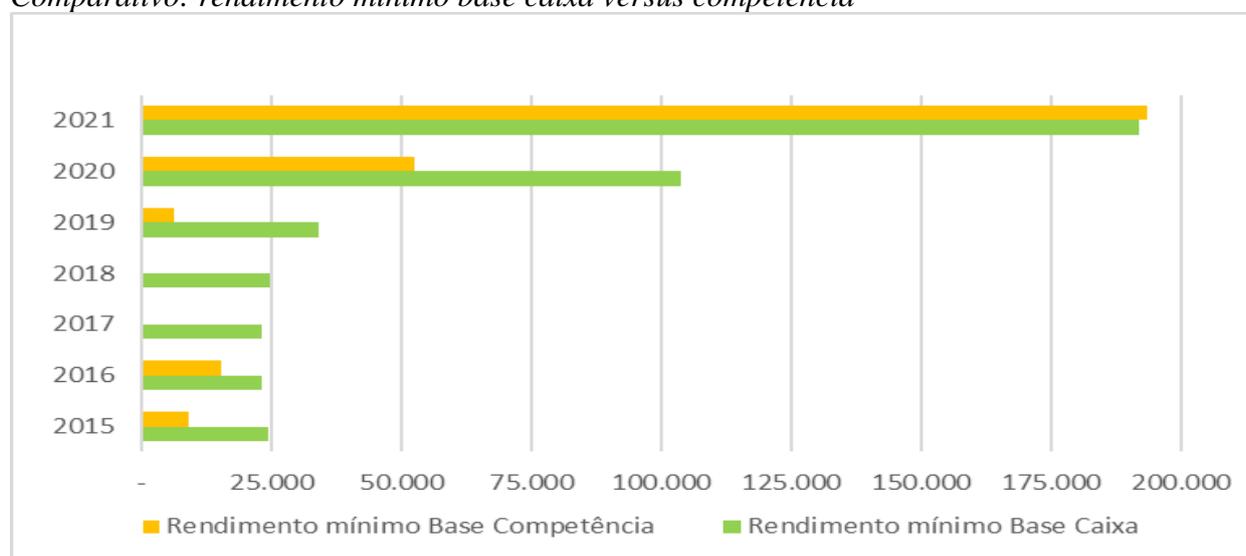
Fonte: Dados da pesquisa.

Na Figura 1, demonstra-se o descasamento entre os dois cálculos, o que viabiliza a resposta da primeira questão dessa pesquisa, quanto ao impacto econômico na distribuição dos rendimentos do fundo decorrente dos ajustes ou não no lucro líquido do exercício contábil do fundo, face, principalmente, aos lançamentos contábeis relativos à mensuração do valor justo, à luz das decisões recentes da CVM.

Esse resultado corrobora os achados de Tres (2016), que concluiu que esse descasamento entre a distribuição por regime de caixa e por regime de competência gera diferenças significativas na distribuição de rendimentos e que um dos principais componentes que causa tal descasamento são os ajustes relativos à mensuração ao valor justo.

**Figura 1**

*Comparativo: rendimento mínimo base caixa versus competência*

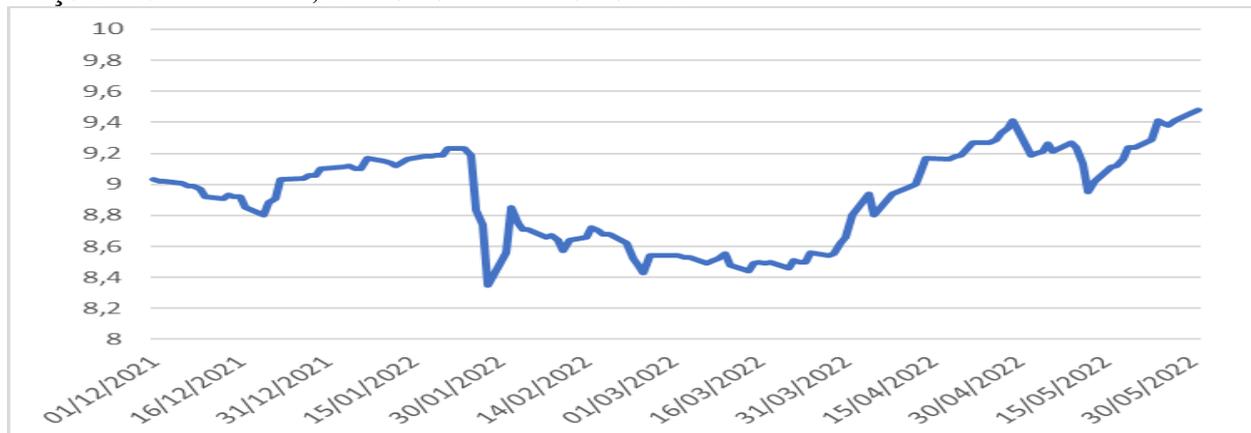


Fonte: Dados da pesquisa.

Na Figura 2 é demonstrada a evolução do preço da cota do Fundo Maxi Renda para o período entre 01/12/2021 e 31/05/2022. Pode-se observar que no período em que ocorreu a decisão da CVM (21/12/2021), a cota não apresentou queda, mas sim estava em discreta alta até o final de janeiro de 2022, quando atingiu o preço máximo de R\$ 9,23, em 24/01/2022. A partir dessa data, teve queda no valor da cota que atingiu R\$ 8,35 em 28/01/2022 e então nova alta, mantendo seu preço até o final de março de 2022 em torno de R\$ 8,50. Após, iniciou novo período de alta e atingiu seu pico em 31/05/2022, com o valor de R\$ 9,48. Assim, as quedas, aparentemente, não estão relacionadas com as decisões da CVM.

**Figura 2**

Preço da cota MXRF11, de 01/12/2021 a 31/05/2022



Fonte: Dados da pesquisa.

#### 4.2 Análise dos Recursos e Decisões à Luz da Teoria da Regulação

Com suporte do referencial teórico e dos estudos anteriores que utilizaram a teoria da regulação como base teórica, foram levantados elementos que podem indicar a intenção ou direcionamento do órgão regulador em prol do interesse público, ou de ter sido capturado pelo regulado para atender a regulação que este almejava, ou além disso, ter sofrido a interferência de outros grupos de interesse, conforme definido anteriormente na Tabela 1.

Após a análise das decisões da CVM e recursos do BTG Pactual, foram identificados alguns pontos que podem estar associados com os aspectos das teorias da regulação. Esses pontos estão demonstrados na Tabela 5, que se refere aos elementos identificados nas manifestações do BTG Pactual e nas Tabelas 6 e 7, que se referem aos aspectos levantados nas decisões da CVM.

**Tabela 5**

*Elementos identificados nas manifestações do BTG Pactual*

Interesse Público	Melhoria da informação contábil e redução da assimetria informacional	O propósito do plano contábil de um fundo de investimento é padronizar os demonstrativos e prestar informações aos cotistas sobre o patrimônio detido pelos fundos [...]
Interesse Público	Proteção ao investidor	A adoção de regime de caixa para distribuição dos resultados é forma de proteção do cotista, visando garantir-lhe um rendimento justo, não afetado por provisões/despesas futuras que ainda não transitaram no caixa.
Interesse Público	Proteção ao investidor	Há expectativa dos cotistas de que os fundos que tenham gerado Lucro/Caixa façam a distribuição de dividendos e qualquer tratativa em sentido adverso pode frustrar as expectativas e a percepção efetiva do valor das cotas do fundo.
Interesse Público	Proteção ao investidor	Acatar o entendimento da SSE importaria em afrontar o entendimento manifestado anteriormente e corroborado pelo Colegiado e corresponde ao risco de ser questionado pelos cotistas, com a adoção de um procedimento que não se coaduna com o mercado.
Grupos de Interesse	Opinião de profissionais	O pedido de reconsideração foi apresentado acompanhado de Parecer Técnico Contábil elaborado por professor de contabilidade e outros dois pareceres jurídicos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nas manifestações do BTG Pactual, foram identificados elementos, na sua maior parte, que podem representar a intenção do fundo de agir em prol do interesse público, com argumentos que defendem especialmente a proteção do investidor. Esse posicionamento fica evidente quando o BTG Pactual coloca que a adoção do regime de distribuição de resultados por caixa é uma forma de proteção ao cotista e que qualquer tratativa diversa poderia frustrar expectativas e percepções do valor da cota do fundo. Também é relatado que o fundo poderia vir a ser questionado pelos cotistas com a adoção de um procedimento que não se coaduna com o mercado.

Baseado nos elementos da teoria do interesse público, pode-se citar que o BTG Pactual argumenta quanto ao propósito contábil de um fundo de investimento, quanto à padronização dos demonstrativos e a prestação de informações aos cotistas sobre o patrimônio dos fundos, em linha com a melhoria da informação contábil e redução da assimetria informacional.

Por outro lado, o pedido de reconsideração protocolado pelo fundo, a respeito da decisão da CVM de 21/12/2021, desfavorável ao seu pleito, junta parecer técnico contábil elaborado por professor de contabilidade, além de pareceres jurídicos, o que pode demonstrar certa pressão exercida pelos grupos de interesse.

**Tabela 6**

*Elementos identificados na Decisão da CVM de 21/12/2021*

Interesse Público	Proteção ao investidor	O fundo apresenta prejuízos acumulados crescentes, apesar de registrar lucro líquido nos exercícios, devido ao montante de rendimentos distribuídos exceder ao somatório do lucro líquido do exercício com os lucros/prejuízos acumulados, o que diminui o PL. Assim, entende-se que há distribuição de capital aplicado pelos cotistas e não resultados de renda. Isso impacta o custo de aquisição do investidor e afeta o ganho de capital no momento da alienação.
Interesse Público	Melhor perspectiva de risco e proteção ao investidor	Generosas distribuições de rendimentos aos cotistas têm o condão de induzir a erro cotistas e novos investidores e afetar significativamente a avaliação a valor de mercado das cotas de fundos.

Fonte: Dados da pesquisa.

Nas decisões da CVM, tanto na proferida em 21/12/2021, quanto na de 17/05/2022, que reformou o entendimento anterior, somente foram identificados elementos que pudessem se comparar com ações em prol do interesse público, com vistas a proteger o investidor e fornecer uma melhor perspectiva de risco.

**Tabela 7**

*Elementos identificados na Decisão da CVM de 17/05/2022*

Interesse Público	Proteção ao investidor	O Colegiado entendeu, por unanimidade, conhecer o pedido de reconsideração. Reconheceu a existência de obscuridade e contradição a serem tratadas no mérito, no que se refere ao tratamento que deveria ser conferido ao lucro de caixa superior ao lucro contábil ter efeitos retroativos ou não, como republicação de DFs, correção de informes de rendimentos aos milhares de cotistas que implicaria em ajustes nas suas situações patrimoniais e de renda ou outras medidas igualmente desafiadoras. Também não apontou de que forma seria operacionalizado o tratamento do montante de lucro por caixa que seria amortizado das cotas e se este se trataria de matéria do gestor ou de assembleia do fundo.
-------------------	------------------------	---

Fonte: Dados da pesquisa.

Restou evidente na posição da CVM de 17/05/2022, que reconsiderou a sua decisão inicial, que o Colegiado entendeu que houve falta de clareza e contradição na decisão de 21/12/2021, especialmente quanto a operacionalização e demais consequências práticas do entendimento inicial, que trariam relevantes impactos aos fundos de investimentos, cotistas e demais *stakeholders*.

Destaca-se, no entanto, que houve alteração na composição do Colegiado que emitiu a primeira decisão por unanimidade em 21/12/2021, em relação ao Colegiado que emitiu a segunda decisão de 17/05/2022, o que pode ter influenciado na reconsideração do pedido do BTG Pactual.

Assim, a segunda questão desta pesquisa, que se refere a como a teoria da regulação pode explicar as decisões da CVM, verifica-se que o órgão regulador agiu, a princípio, em prol do interesse público, representado neste momento pelos cotistas. Contudo, pode ter sofrido algum tipo de pressão por grupos de interesse diversos ou inclusive ter sido capturado pelos regulados. Porém, cabe enfatizar, com base nas simulações realizadas, que não é possível observar elementos que pudessem diretamente ser associados a esses aspectos da teoria da regulação.

## **5 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

A mensuração ao valor justo é um dos componentes da Demonstração de Resultado que mais tem corroborado para o descasamento entre o lucro contábil e o resultado de caixa dos FIIs, face às oscilações de valorização e de desvalorização que esse tipo de investimento apresentou nos últimos anos, especialmente a partir do final do ano de 2019, com o aumento da inflação no Brasil e da taxa Selic, além da crise causada pela pandemia de Covid-19.

Nesse contexto, em dezembro de 2021 e maio de 2022, a CVM apresentou decisões contraditórias que envolveram o Fundo Maxi Renda em relação ao limite para a distribuição de rendimentos: com base no lucro contábil (competência) ou com base no lucro contábil ajustado para a base caixa.

Os resultados encontrados neste estudo indicam que há impacto econômico nos valores mínimos a serem distribuídos aos cotistas considerando os dois métodos distintos, fruto dos dois entendimentos emanados nas decisões contraditórias da CVM. Os achados demonstram que, caso os rendimentos mínimos sejam calculados com base no regime de competência, haveria períodos em que sequer ocorreria a distribuição de rendimentos aos cotistas, uma vez que o lucro passível de distribuição, pelo entendimento da CVM, ou seja, o somatório do lucro do exercício e dos lucros acumulados do período anterior, apresentou resultado negativo.

Os achados confirmam as pesquisas anteriores, como a da Tres (2016), que indicou que a mensuração ao valor justo de FIIs é um dos principais componentes das diferenças entre os dois métodos (caixa e competência) e, que, de acordo com Martins e Galdi (2022), traz impactos econômicos na distribuição de rendimentos, verificados nas simulações realizadas neste trabalho face as decisões recentes da CVM relacionadas ao objeto de estudo, o Fundo Maxi Renda.

No entanto, não foram identificados efeitos significativos entre as variações de preços das ações do Fundo Maxi Renda que pudessem estar associados com os impactos das decisões de 21/12/2021 e de 17/05/2022 do órgão regulador.

Com relação à possibilidade de a teoria da regulação explicar a mudança de entendimento do órgão, foram identificados elementos que podem indicar a ação do órgão regulador em prol da defesa dos interesses públicos, neste caso representado pelos cotistas dos fundos, tanto na primeira decisão, quando deixa clara a intenção de proteção ao investidor e de proporcionar uma melhor perspectiva de risco, quanto na revisão do entendimento, que também tem a intenção de proteção ao investidor, contudo no sentido de evitar os efeitos que a mudança causaria, como a descapitalização do fundo e o impacto para as pessoas físicas, maior público investidor dos fundos imobiliários, uma vez que a distribuição de rendimentos é isenta de imposto de renda, no entanto, a devolução de capital é tributada.

Além disso, poderia ocorrer a interpretação do mercado no sentido de descapitalização do fundo aliada à possibilidade de questionamento pelos cotistas e pelo próprio mercado quanto à desvalorização do fundo e a alteração na regularidade da distribuição de dividendos, como mencionado por Martins e Galdi (2022).

Pode-se verificar que a atuação da CVM no caso estudado, como órgão regulador, no intuito de proteção aos investidores, está em linha com a sua própria atribuição legal e com os resultados de pesquisas anteriores, como a de Torres (2007), que concluiu relevante e positiva vinculação entre a atuação do órgão e a eficiência do mercado de capitais.

Ainda com relação à posição reformada pela CVM, após a manifestação da BTG Pactual, reforçada com pareceres jurídicos e contábeis, o órgão regulador reconheceu que a decisão inicial carecia de clareza quanto aos aspectos operacionais e demais consequências práticas de tal entendimento, o que pode representar ter atuado por pressão exercida pelos grupos de interesse ou ter sido capturada pelos regulados, com destaque a alteração da composição do Colegiado entre a primeira e a segunda decisões emitidas.

A pesquisa buscou contribuir para a compreensão dos impactos econômicos da mensuração pelo valor justo nos fundos de investimento imobiliário, uma vez que demonstrou que a escolha da metodologia de mensuração (caixa ou competência) pode afetar os rendimentos mínimos distribuídos pelos FIIs. Isso pode ter implicações importantes para investidores desses fundos, bem como para as instituições que regulamentam o setor.

O presente estudo não está isento de limitações. Uma delas está relacionada ao estudo de um único fundo de investimento imobiliário, o qual foi objeto das recentes discussões e decisões da CVM. A outra refere-se às inferências dos autores realizadas com base na análise das decisões da CVM acerca do caso e as manifestações da BTG Pactual, quanto à possibilidade de a teoria da regulação explicar as decisões contraditórias do órgão regulador.

Para pesquisas futuras, recomenda-se expandir o trabalho para uma base maior de fundos de investimentos e avaliar o comportamento da distribuição de rendimentos nos dois cenários simulados nesta pesquisa.

## REFERÊNCIAS

- Almeida, K. K. N., & França, R. D. (2021). *Teorias aplicadas à pesquisa em contabilidade: uma introdução às teorias econômicas, organizacionais e comportamentais*. Editora UFPB.
- Almeida, H. J. F., Feltrin, R. J., Haas, G. P., & Nunes, M. S. (2021). Existe value premium para os fundos imobiliários brasileiros? Uma análise para o período 2013 a 2018. *Revista Brasileira de Economia de Empresas*, 21(1), 117-130. <https://portalrevistas.ucb.br/index.php/rbee/article/view/11687>
- Araújo, E. F., & Dias Filho, J. M. (2020). Lobbying na regulação da atividade de auditoria, no âmbito do mercado de valores mobiliários: quem dá as cartas? Uma análise das audiências públicas da instrução CVM 308/99, sob a perspectiva da Teoria da Regulação. In C. R. M. Silva (Org.). *Ensino, pesquisa e inovação em contabilidade*. Atena Editora. <https://dx.doi.org/10.22533/at.ed.9742010023>
- Beaver, W. H. (1998). *Financial reporting: an accounting revolution*. Prentice Hall.
- Cardoso, R. L., Saravia, E., Tenório, F. G., & Silva, M. A. (2009). Regulação da contabilidade: teorias e análise da convergência dos padrões contábeis brasileiros ao IFRS. *Revista de Administração Pública - RAP*, 43(4), 773-799. <https://doi.org/10.1590/S0034-76122009000400003>
- Carmo, C. H. S., Ribeiro, A. M., & Carvalho, L. N. G. (2014). Influência dos grupos de interesse no processo de normatização contábil internacional: o caso do Discussion Paper sobre Leasing. *Contabilidade Vista & Revista*, 25(2), 99-118. <https://www.redalyc.org/pdf/1970/197037785006.pdf>

- Carmo, C. H. S., Ribeiro, A. M., & Carvalho, L. N. G. (2016). Lobbying na regulação contábil: desenvolvimentos teóricos e pesquisas empíricas. *Revista Universo Contábil*, 12(2), 59-79. <https://doi.org/10.4270/ruc.2016214>
- Carvalho, T. L. D. (2012). *Fundo de investimento imobiliário: análise jurídica e econômica do sistema de publicidade de informações, das restrições operacionais e dos fatores de risco* [Tese de doutorado, Universidade FUMEC]. [https://repositorio.fumec.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/794/tomas\\_carvalho\\_mes\\_dir\\_2012.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://repositorio.fumec.br/xmlui/bitstream/handle/123456789/794/tomas_carvalho_mes_dir_2012.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Cortese, C., & Irvine, H. (2010). Investigating international accounting standard setting: the black box of IFRS 6. *Research in Accounting Regulation*, 22, 87-95. <https://doi.org/10.1016/j.racreg.2010.07.003>
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2012). *Pronunciamento Técnico CPC 46 - Mensuração ao Valor Justo*.
- Comitê de Pronunciamentos Contábeis. (2019). *Pronunciamento Técnico - CPC 00 (R2) Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro*.
- Comissão de Valores Mobiliários. (2008). *Instrução Normativa 472, de 31 de outubro de 2008*. 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. <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst472consolid.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2011). *Instrução Normativa 516, de 29 de dezembro de 2011*. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário, regidos pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008. <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst516.pdf>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2014). *Ofício-Circular/CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014*. <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin-snc/oc-sin-snc-0114.html>
- Comissão de Valores Mobiliários. (2021). *Decisão do Colegiado de 21/12/2021. Recurso contra decisão da SSE - Distribuição de rendimentos em fundo de investimento imobiliário - BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM - Proc. SEI 19957.006102/2020-10*. [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211221\\_R1/20211221\\_D2388.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20211221_R1/20211221_D2388.html)
- Comissão de Valores Mobiliários. (2022). *Decisão do Colegiado de 17/05/2022. Pedido de reconsideração de decisão do colegiado - Distribuição de rendimentos em fundo de investimento imobiliário - BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM - Proc. SEI 19957.006102/2020-10*. [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20220517\\_R1/20220517\\_D2388.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2022/20220517_R1/20220517_D2388.html)
- Dias, E. I., & Silva, A. C. M. (2021). Análise do desempenho dos Fundos Imobiliários no Brasil de 2017 a pandemia Covid-19. *Revista Vianna Sapiens*, 12(2), 56-77. <https://doi.org/10.31994/rvs.v12i2.813>
-

- Diniz, G. S. (2021). Montagem de portfólios: estudo de fundos imobiliários no Brasil. *Boletim Economia Empírica*, 1(5), 1-3. <https://www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/bee/article/view/5506>
- Ferreira, A. P., Gonzales, A., & Santos, F. A. (2020). Efeitos de eventual término da isenção do imposto de renda dentro de fundos de investimento imobiliário. *Revista Fatec Zona Sul*, 6(3), 27-49. <https://www.revistarefas.com.br/RevFATECZS/article/view/390>
- Gelbcke, E. R., Santos, A., Iudícibus, S. & Martins, E. (2018). *Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC*. São Paulo: Editora Atlas.
- Hendriksen, E. S., & Van Breda, M. F. (1999). *Teoria da contabilidade*. São Paulo: Editora Atlas.
- Kastner, T. (2022, fevereiro 11). A ruína dos fundos imobiliários - e como reerguer a sua carteira. *Você S/A*. <https://vocesa.abril.com.br/mercado-financeiro/a-ruina-dos-fundos-imobiliarios-e-como-reerguer-a-sua-carreira/>
- Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (1976). Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.
- Lei n.º 8.668, de 25 de junho de 1993. (1993). 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.
- Lima, M. (2023, fevereiro 12). Fundos imobiliários atingem 2 milhões de investidores; veja os mais populares. *Forbes Money*. <https://forbes.com.br/forbes-money/2023/02/fundos-imobiliarios-atingem-2-milhoes-de-investidores-veja-os-mais-populares/>
- Lima, S. H. D. O., Oliveira, F. D., & Coelho, A. C. D. (2014). *Regulação e regulamentação na perspectiva da contabilidade* [Apresentação de Trabalho]. 14º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade, São Paulo, SP, Brasil. <https://congressosp.fipecafi.org/anais/artigos142014/156.pdf>
- Martin, E. (2021, fevereiro 25). Os fundos imobiliários desvalorizaram. O que fazer? *Você S/A*. <https://vocesa.abril.com.br/dinheiro/os-fundos-imobiliarios-desvalorizaram-o-que-fazer>
- Martins, E. A., & Galdi, F. C. (2022, maio 10). Opinião: a relevância do regime de competência e do valor justo nos FIIs. *Valor Investe*. <https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos-imobiliarios/coluna/opiniao-a-relevancia-do-regime-de-competencia-e-do-valor-justo-nos-fiis.ghtml>
- Matos, T. M. P. D., Santos, O. M. D., Rodrigues, A., & Leite, R. D. O. (2018). Lobbying na regulação de auditoria no âmbito do IAASB. *Revista Contabilidade & Finanças*, 29, 246-265. <https://doi.org/10.1590/1808-057x201804330>
- Nakama, V. (2021). A instrumentalização financeira do espaço: fundos de investimento imobiliário como estruturas de capital fixo. *Revista INVI*, 36(103), 194-214. <https://revistas.uchile.cl/index.php/INVI/article/view/63808>

- Neto, A. O. (2015). *Fundos de investimento imobiliário e suas características de hedge contra inflação no Brasil*. [Dissertação de mestrado, Fundação Getúlio Vargas]. <https://repositorio.fgv.br/server/api/core/bitstreams/a2589ff4-6c5b-4f72-86e8-fae93f8ae715/content>
- Nogueira Jr, E. (2008). *Fundos de investimento imobiliário: uma contribuição ao estudo das práticas contábeis adotadas no Brasil*. [Dissertação de mestrado, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo]. <https://repositorio.pucsp.br/bitstream/handle/1693/1/Edgard%20Nogueira%20Junior.pdf>
- Oliveira, J., & Milani, B. (2020). Variáveis que explicam o retorno dos fundos imobiliários brasileiros. *Revista Visão: Gestão Organizacional*, 9(1), 17-33. <http://dx.doi.org/10.33362/visao.v9i1.2051>
- Pohlmann, M. C., & Alves, F. J. S. (2004). *Regulamentação*. In S. D. Iudícibus, & A. B. Lopes (Orgs.). *Teoria avançada da contabilidade*. Editora Atlas.
- Posner, R. A. (1974). Theories of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(5), 335-358. <https://doi.org/10.2307/3003113>
- Santos, O. M., & Santos, A. (2014). Lobbying na regulação contábil: Evidências do setor petrolífero. *Revista Contabilidade & Finanças*, 25(65), 124-144. <https://doi.org/10.1590/S1519-70772014000200004>
- Sousa, J. R., & Santos, S. C. M. (2020). Análise de conteúdo em pesquisa qualitativa: modo de pensar e de fazer. *Pesquisa e Debate em Educação*, 10(2), 1396-1416. <https://doi.org/10.34019/2237-9444.2020.v10.31559>
- Stigler, G. J. (1971). The theory of economic regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 3-21. <https://doi.org/10.2307/3003113>
- Takoi, S. M. (2022). Breves comentários sobre fundos de investimento imobiliário e o FIAGRO (Fundo de Investimento nas Cadeias Produtivas Agroindustriais) e seu tratamento tributário. *Revista Tributária e de Finanças Públicas*, 152(30), 275-289. <https://rtrib.abdt.org.br/index.php/rtfp/article/view/560/263>
- Torres, M. de L. (2007). *Regulação e eficiência no mercado de capitais: a informação como alvo central da atuação regulatória da CVM. 2007*. [Dissertação de mestrado, Universidade Federal de Pernambuco]. [https://repositorio.ufpe.br/bitstream/123456789/889/1/arquivo1196\\_1.pdf](https://repositorio.ufpe.br/bitstream/123456789/889/1/arquivo1196_1.pdf)
- Tres, T. P. (2016). *Regime de caixa ou competência: uma análise do impacto do Ofício-Circular CVM/SIN/SNC/Nº 01/2014 na distribuição de rendimentos de um fundo de investimento imobiliário*. [Trabalho de conclusão de curso, Universidade Federal do Rio Grande do Sul]. <http://hdl.handle.net/10183/148638>
- Vicente, P. (2005). O uso de simulação como metodologia de pesquisa em ciências sociais. *Cadernos EBAPE.BR*, 3(1), 1-9. <https://periodicos.fgv.br/cadernosebape/article/view/4908>

Watts, R. L., & Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards, *The Accounting Review*, 53(1), 112-134.

### CONTRIBUIÇÕES DOS AUTORES

Funções	1ª autora	2ª autora	3º autor	4ª autora
Conceituação	♦	♦		
Curadoria de dados	♦	♦		
Análise Formal	♦	♦	♦	♦
Obtenção de financiamento			♦	
Investigação	♦	♦		♦
Metodologia	♦	♦	♦	
Administração do projeto			♦	
Recursos	♦	♦		
Software	♦	♦		
Supervisão			♦	
Validação			♦	♦
Visualização	♦	♦		
Escrita – primeira redação	♦	♦		
Escrita – revisão e edição			♦	♦

### CONFLITO DE INTERESSES

Os autores afirmam não haver conflito de interesses com relação a este trabalho submetido.