

São Paulo, fevereiro de 2022

**DISTRIBUIÇÃO DE RENDA E
AMORTIZAÇÃO DE COTAS DE FII**
Prof. Dr. João da Rocha Lima Jr.

1. O investimento conservador em imóveis para renda é tradicional no mercado e segue princípios consolidados. Atrativo para um investidor é aquele imóvel que: (i) - explorado, produz uma renda mensal, cuja relação com o valor estiver em um patamar aceitável e que, (ii) - seguindo mais a sensibilidade do investidor do que análise de atributos, tende a preservar valor por um período longo. Quando se faz menção a preservação de valor, o que está em julgamento é a capacidade de inserção do imóvel no mercado competitivo que o permita manter, pelo menos, crescimento de preço de referência nesse mercado ao par da evolução da inflação.

O advento dos fundos de investimento imobiliário - FII, à imagem dos REIT norte americanos, formato hoje espalhado pelo mundo, vem trazendo parte desse investimento conservador para o seu ambiente, considerando atributos superiores na comparação com o investimento isolado em um imóvel:

(i) – investir em um portfólio, em vez de um único imóvel, apresenta a vantagem da diluição de riscos, mas exige do investidor grande capacidade de investimento. Se o investimento é partilhado por meio da estrutura do FII (as cotas), este abriga o portfólio e, até mesmo o pequeno investidor, que não teria capacidade para entrar nem mesmo em um pequeno imóvel para renda, acessa esse investimento. E mais, no investimento direto, imóvel vazio representa um custo, enquanto imóvel vazio dentro do portfólio

do FII, para o investidor representa uma queda de renda;

(ii) - a velocidade de transação de uma cota de FII na B3 é muito superior à de um imóvel isolado;

(iii) - os custos de transação de um imóvel isolado são sensivelmente mais elevados do que os custos de transação de uma cota de FII;

(iv) - a evidência de valor de uma cota de FII é diária e informação de fácil acesso, enquanto para um imóvel isolado valor só pode ser verificado por meio de avaliação. Ou seja, o investidor em cota de FII está sempre informado sobre valor para decidir se convém vender ou comprar. Por sua vez, no imóvel isolado, o investidor pode perder o momento oportuno de transação, por não ter informação disponível, com a velocidade adequada para encontrar quem compra ou quem vende e ao preço que convém;

(v) - a partição do portfólio - a cota, em vez de o imóvel - permite ao investidor entrar na proporção da sua capacidade de investimento e sair na fração para a qual necessita de liquidez. No imóvel, a entrada no investimento implica em pagar a totalidade do preço (valor), de modo que exige acumulação de poupança, que tenderá a ser feita em instrumento de renda inferior à do imóvel. Para sair do investimento, necessitando parte do valor (preço), o investidor tem que alienar a totalidade do imóvel e buscar destino para o saldo;

(vi) - quanto à qualidade, o investidor em FII pode acessar imóveis de maior qualidade que a sua capacidade isolada de investimento permitiria, o que significa proteção ao risco, particularmente no longo prazo.

2. Sob a lógica de que o investidor em FII é aquele que já aplica recursos em imóveis para renda, a legislação local, também ao espelho dos REIT, marcou uma regra de distribuição de renda, com mínimo semestral (95%), que a maioria dos administradores de FII pratica em regime mensal. Ou seja, operamos do mesmo modo que o investidor

no seu imóvel isolado, apurando, em regime de caixa, mensalmente: (i) - o total da receita de exploração do imóvel; (ii) - as despesas operacionais; (iii) - uma eventual reserva para usar adiante quando o imóvel exigir intervenções para revitalização (no limite legal os 5% não obrigatórios para distribuir); (iv) - chegando ao resultado operacional disponível - RODI, expressão cunhada para fugir da terminologia da contabilidade, já que o FII é obrigado a manter registros contábeis e resultado contábil, se tratado sob as normas aplicáveis para empresas, tem definição afetada não só pelos movimentos de caixa, mas também por variações de valor do portfólio.

Os FII não são empresas, mas comunidade de investidores com uma estratégia de aplicação de recursos, que deveria refletir como o investidor trata o investimento direto no imóvel para renda, cuja leitura compreende: (i) - medir a renda mensal pelo regime de caixa e (ii) - registrar em separado e sem qualquer interferência na medida da renda, as variações de valor do imóvel.

E assim, até a última semana de janeiro-22 tudo vinha funcionando com a calma adequada e os regimes de apuração de RODI consolidados, inclusive acompanhando ofício editado pela CVM, esclarecedor da rotina de cálculo.

3. De há alguns anos, apareceram no mercado os Fundos de Fundos e os Fundos para Aplicações Financeiras (créditos e CRIs particularmente). Estão no ambiente dos fundos imobiliários, mas são instrumentos muito diferentes de “adquirir um portfólio de imóveis” e explorar por arrendamento. Simplificando:

(i) - os FII que aplicam em cotas de outros FIIs (chamados de FOF) deveriam cumprir uma diretriz de investimento baseada em levar os seus investidores a participar dos diferentes tipos de imóveis para renda, porque os FIIs tendem a especializar a sua estratégia de formação do portfólio. Assim, em um FOF a carteira deveria estar balanceada, por exemplo, entre escritórios de várias qualidades, shopping-centers, hotéis, galpões, produtos de rentabilidade e perfil diferentes, em razão da sua inserção na economia. Mas, o administrador pode aplicar recursos com base em arbitragens

especulativas. Essa posição pode prevalecer, caso contrário o FOF conservador será um produto de investimento marcado por dois custos, o dos fundos investidos e os próprios. Para ser competitivo, o FOF tem que ser agressivo na formação do RODI, o que induz a estratégias de arbitrar compra e venda de cotas em giro curto.

Um FOF aplica em instrumentos de investimento que circulam na B3 e não em imóveis. E aí aparece o tema de que o valor do portfólio de cotas oscila diariamente. Surge então a questão da marcação contínua do valor patrimonial do portfólio, que é “relevada” nos fundos de investimento em imóveis para ser tratada anualmente, caso seja necessária uma reavaliação, por alguma razão evidenciada. O adequado no FOF é marcar o portfólio mensalmente a mercado e aí aparece um assunto que não está à vista do investidor em imóveis, mas que, se aplicada a regra contábil para empresas, provoca e acentua. Tratando o fundo como empresa, o PL do FII se altera a cada mês pela marcação a mercado, gerando lucros ou prejuízos contábeis, sem contrapartida de caixa.

(ii) - No caso dos fundos de aplicação financeira, quando o seu portfólio é formado por títulos de investimento, CRIs por exemplo, do mesmo modo aparece o tema da marcação a mercado.

4. Nos FOFs e nos fundos de CRIs (FCRI), com a aceleração da taxa de juros no mercado local, a marcação a mercado no período recente provocou quebra do valor patrimonial, ainda que os fundos continuem gerando RODI com seus movimentos de caixa estabilizados.

Nos FOF, mesmo que o RODI dos fundos investidos estivesse estabilizado (vamos excluir dessa discussão o efeito pandemia), os preços das cotas caíram por conta de especulação e arbitragem da renda gerada (RODI x preço da cota) contra a taxa referencial de juros, baliza para aplicações financeiras puras, a nosso ver, erroneamente

usadas como benchmark¹, até pela questão tributária que alguns, ingenuamente, não levam em conta nas comparações.

Os FCRI, com portfolio de títulos de dívida emitidos a taxas de juros no patamar de 5 a 7% acima do Ipca, vêm o mercado no intervalo 8 a 10%, logo, marcando a mercado, devem considerar o deságio virtual dos seus ativos, mesmo que a renda gerada esteja estabilizada. Logo, o PL desses fundos cai, mas o RODI está estabilizado. Importante realçar que, se o FCRI for até o final de cada título investido, essa perda contabilizada não se realizará, porque será compensada adiante no recebimento do principal da dívida.

5. Acentuando: nos FOFs e nos fundos de CRIs (FCRI), com a aceleração da taxa de juros no mercado local, a marcação a mercado provocou o registro de quebra do valor patrimonial, ainda que os fundos continuem gerando RODI com seus movimentos de caixa estabilizados. Essa quebra de valor patrimonial significa perda virtual, não de RODI, mas de valor do ativo e pode ser compensada adiante.

E aí se levanta o princípio contábil para as empresas aplicado aos FII e a CVM exige que um determinado fundo desqualifique suas distribuições como sendo renda e mande separar parte do RODI em RENDA e outra em AMORTIZAÇÃO DE COTAS. A maioria dos atores do mercado discorda da decisão, que está sob recurso, por entender que a regra do RODI é uma determinação que deriva de lei, não se revestindo de regra contábil. E mais, a regra da lei respeita a lógica segundo a qual se investe no ambiente do real estate. A perda patrimonial estará sempre registrada no PL, ainda que virtual e tende a flutuar entre perdas e ganhos.

Segundo comunicado da CVM, naquele caso particular e nos equivalentes, a distribuição de recursos pode se dar pelo regime de caixa, mas rubricando parte do valor distribuído como amortização de cotas. No início de fevereiro-22, em outro comunicado, a CVM suspendeu o efeito da decisão, à espera de avaliar a petição de recurso do administrador

¹ Para discussão desse assunto particular referimo-nos a Cartas do NRE-Poli e a artigo neste mesmo Real Estate em Foco, que podem ser consultados em www.realestate.br

do fundo.

Se esse procedimento for confirmado, provocará distorção do equilíbrio entre o cotista atual e o futuro de um mesmo fundo, admitindo que o fundo mantenha em carteira os ativos financeiros até o seu vencimento (nos FCRI), ou mantenha o portfólio de cotas de FII por prazo longo até uma eventual recuperação dos valores de mercado, com a mudança da curva da taxa referencial de juros (nos FCRI e nos FOF).

6. A nosso ver o assunto é incontroverso, tendo em vista que a lei se superpõe a uma interpretação da CVM, mas o prejuízo para o mercado é marginal. Ou seja, nada muda para os investidores, a não ser em situações particulares e nesses tipos de fundo.

Argumentar que isso pode se estender para os fundos de imóveis, na sua rotina de reavaliação anual é impor uma condição que afasta os FII do princípio histórico do investimento em imóveis para renda. E mais, criará regras complexas que ferem o equilíbrio entre investidores de uma data no FII, que serão afetados por situações que ocorreram em data anterior e que não impactaram os investidores daquele momento passado.

Entretanto, tão logo a decisão da CVM foi divulgada e, ainda que tópica em relação a um fundo e estendida por meio de um comunicado a situações equivalentes, a mídia expôs manchetes do seguinte teor: (i) - “CVM joga uma bomba no mercado de FIIs”, ou (ii) - “Após a decisão da CVM, investir em FII continua sendo uma alternativa?”.

7. Mesmo que venha a prevalecer a decisão original e que venha a ser estendida, para os fundos cujo portfólio é constituído por imóveis, que são os FII originais e nos quais se fundamenta o mercado, pois oferecem aos investidores em imóveis para renda a alternativa moderna para aplicar recursos conservadores, o efeito não tende a provocar turbulência que respalde as manchetes “bombásticas”. Mas, se a exigência vier a prevalecer, impasses deverão ser resolvidos.

Vejamos um exemplo, em linguagem coloquial e sem usar termos eruditos da

contabilidade:

(i) - constitui-se em janeiro de um ano fiscal um FII com capital 1.000 e portfólio de imóveis 1.000, que, nos 12 meses do ano, produz um RODI mensal de 10. Para simplificar, admitamos que o RODI é apurado e distribuído dentro do mês. Todo o resultado dos 11 primeiros meses foi distribuído, logo, o balanço de dezembro, antes do pagamento do RODI, deveria apresentar o equilíbrio de 1.010 entre ativo (o valor dos imóveis mais o caixa de 10) e o passivo (investimento mais a obrigação de pagar os 10 de RODI);

(ii) - o administrador manda avaliar o portfólio pelo método comparativo e aparece uma desvalorização, figurando o valor do portfólio em 900. Ainda estão no caixa do FII os 10 de RODI de dezembro, porque a distribuição ainda será feita. A desvalorização foi de 100 e o RODI gerado no exercício foi de 120. Desse modo, pelo critério em discussão, a renda deveria ser contabilizada em 20. 110 já foram distribuídos como renda e os 10 estão no caixa. Como podemos registrar 20 de renda e 100 de amortização? Só temos 10 em caixa, só agora registramos a desvalorização de 100 e, mais importante, os investidores de dezembro não são os mesmos dos meses anteriores. Vamos registrar 10 de amortização em dezembro, afetando exclusivamente os investidores que estiverem no fundo nesse momento? E o saldo de 90? Valores já distribuídos a um título não poderão ser revertidos para amortização. Para que a regra seja implementada na forma discutida, esse impasse deverá ser objeto de solução;

(iii) - quanto aos investidores: (a) - aqueles que estiverem em dezembro terão seu investimento amortizado em 10 e receberão o caixa? (b) - os que receberam o RODI durante os demais 11 meses, deverão reverter seus registros considerando parte recebida como amortização? (c) - e os investidores que já saíram do fundo? Outro impasse. Caso a regra seja implementada e impuser que a amortização deve ser feita adiante, depois de a desvalorização ter se verificado, também não parece adequado, porque imporá sobre investidores do futuro situações que afetaram os do passado.

8. Como conclusão.

Caso se insista em espelhar regras para empresas nos FII, para os fundos de aplicação financeira ou os FOF, a marcação mensal a mercado pode levar à combinação de renda com amortização no mês seguinte, sem que isso represente nenhum dano ao mercado de modo a “bombardeá-lo”.

Quanto aos investidores haverá prejuízo tributário, porque receberão uma parte do provento mensal na forma de renda isenta e devolução de parte do seu investimento, sem tributação a nosso ver. Mas, adiante, quando saírem de suas posições, vendendo cotas, o custo de aquisição para imposição dos 20% de tributação sobre ganho de capital terá diminuído, pelo efeito das amortizações. Mas aí aparece outro impasse: a parte entregue como amortização permanecerá nos registros do investidor, de modo que ao vender implicará na tributação dos 20%, mas como seria tratada uma reversão da desvalorização?

Para os FII de portfólios de imóveis é evidente que a marcação mensal a mercado não é razoável, nem aplicável. Por essa razão, o ajuste de eventual desvalorização contra amortização e RODIS distribuídos não parece de solução simples e equilibrada, especialmente ao se considerar que o investidor de uma data não será necessariamente o da data seguinte.

Talvez o caminho prudente seja considerar o desenho original dos FII, como sendo instrumentos destinados a desenvolvimento e renda no ambiente do real estate, mantendo a regra de apuração do RODI, sempre tratado como renda.

Os FOF e os fundos de aplicação financeira poderiam migrar para regras compatíveis com a dinâmica de movimento dos seus portfólios de investimento.

Mas, o que parece mais razoável é a CVM voltar atrás na decisão, aceitando o recurso do administrador, e manter pacificados os procedimentos na orientação anteriormente emanada.