

**PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE ESTUDOS DE PÓS-GRADUADOS
EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS**

Edgard Nogueira Junior

**Fundos de investimento imobiliário:
uma contribuição ao estudo das práticas contábeis
adotadas no Brasil**

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

SÃO PAULO

2008

**PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE ESTUDOS DE PÓS-GRADUADOS
EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS**

Edgard Nogueira Junior

**Fundos de investimento imobiliário:
uma contribuição ao estudo das práticas contábeis
adotadas no Brasil**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Ciências Contábeis pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, sob a orientação do Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus.

SÃO PAULO

2008

**PONTÍFICA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO E CONTABILIDADE
PROGRAMA DE ESTUDOS DE PÓS-GRADUADOS
EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E FINANCEIRAS**

Banca Examinadora

Orientador

Membro

Membro

**À Mara, minha amada esposa,
aos meus filhos, João Pedro e Anna Beatriz,
aos meus pais, Esperança e Edgard,
e ao meu irmão, Alexandre.**

AGRADECIMENTOS

A Deus, por ter me concebido a vida.

Aos meus adorados filhos, João Pedro e Anna Beatriz, que em seus poucos anos de vida não imaginam a imensidão de orgulho e felicidades que me proporcionam.

Aos meus pais, Edgard e Esperança, pela educação recebida e pelo carinho de sempre. Um especial agradecimento ao meu pai por ter me iniciado na profissão contábil.

Ao meu irmão, Alexandre, por ser um grande companheiro e estar sempre disposto a me ajudar.

Ao Prof. Dr. Sérgio de Iudícibus pela orientação recebida nesta dissertação; por ter tido enorme compreensão e confiança e pelo aprendizado nas ricas aulas de Teoria da Contabilidade.

Aos Professores da banca de defesa: Prof. Dr. Roberto Fernandes dos Santos e Prof. Dr. Edmundo Bonini, cujas críticas foram muito importantes para este trabalho.

A todos os companheiros do curso de mestrado, em especial ao Evandro Rezera, grande amigo e referência de esforço acadêmico e dedicação profissional.

Aos Professores Doutores: Eliseu Martins, Nelson Carvalho e Welington Rocha, os quais são para mim exemplos de conduta e profissionalismo e com os quais tenho a honra de trabalhar.

Por fim, um agradecimento muito especial à Mara, minha querida e amada esposa, pela sua dedicação incondicional à nossa família, por ser mãe e, muitas vezes, também pai, por ser minha grande incentivadora; enfim, por dar sentido à minha vida.

**“Devemos aprender durante toda a vida,
sem imaginar que a sabedoria
vem com a velhice.”**

Platão

RESUMO

Apresentar informações que permitam compreender a atual situação econômica e financeira de uma entidade e inferir a respeito das tendências de seus fluxos futuros de caixa, é um dos principais objetivos da contabilidade. No caso da contabilidade dos fundos de investimentos e, em específico, dos fundos imobiliários (FII), não é diferente. As demonstrações financeiras representam, para investidores em geral, importante meio de avaliação e comparação de diferentes alternativas de investimentos. Dessa forma, esta dissertação dedica-se a analisar se as demonstrações financeiras desses fundos possuem um padrão de práticas contábeis e de divulgação, que permite a comparação de seus diferentes elementos. No presente estudo, desenvolveu-se uma pesquisa documental, representada por um diagnóstico, orientada a verificar a existência do mencionado padrão. Os objetivos deste trabalho contemplam: 1) verificar se os FIIs com cotas negociadas na BOVESPA ou em seu mercado de balcão adotam um padrão na elaboração e divulgação de suas demonstrações financeiras; 2) verificar se os FIIs atendem às práticas contábeis e de divulgação mínimas requeridas pela CVM e 3) verificar se os FIIs adotam práticas contábeis e de divulgação diferentes daquelas previstas e orientadas pela CVM, porém comuns entre os fundos. O diagnóstico realizado revelou que: 1) a mutação do patrimônio líquido foi por 56% dos fundos da amostra divulgada como uma demonstração financeira, apesar de não ser requerida pela legislação; 2) 43% dos fundos não divulgaram o critério adotado para determinar o valor de mercado de seu principal ativo, os imóveis; 3) não há um padrão na estrutura de divulgação do balanço patrimonial e da demonstração do resultado; 4) os mesmos administradores não adotam práticas contábeis e de divulgação comuns; 5) existência de desvios de práticas contábeis e de divulgação em relação à legislação aplicável; 6) informações de natureza semelhante são tratadas por diferentes fundos, ora como nota explicativa, ora como parte do relatório dos administradores, entre outras. Assim, como resultado deste trabalho não se pode, efetivamente, afirmar que exista um padrão de práticas contábeis e de divulgação das demonstrações financeiras dos FIIs. Adicionalmente, esta dissertação apresenta uma reflexão a respeito da aderência de determinadas práticas contábeis adotadas pelos FIIs em relação àquelas orientadas pela doutrina contábil e previstas em importantes normas contábeis nacionais e internacionais a respeito.

ABSTRACT

Provide information that allows for the understanding of the current economical and financial situation of an entity and infer about the trends of its future cash flows, is one of accounting main objectives. Regarding to accounting investment funds, and specifically, real state funds (FII), it is not different. Financial statements represent for investors in general an important mean of evaluation and comparison of different investments alternatives. So, this dissertation is focused on analyzing if the financial statements of these funds have a standard for accounting and reporting practices which provides for the comparison of different elements. In the study herein, a documental research was developed, represented by a diagnostic, and aimed at verifying the existence of the so-called standard. The objectives of this study are: 1) verify if FIIs with quotas negotiated at BOVESPA or in its over-the-counter market adopt a standard to prepare and report their financial statements; 2) verify if FIIs meet minimum accounting and reporting practices required by CVM², and 3) verify if FIIs adopt accounting and reporting practices other than those foreseen and determined by CVM, in spite of being common practices among funds. The diagnostics carried out revealed that: 1) changes in the net equity were per 56% of the sample funds reported as financial statement, despite of not being requested by legislation; 2) 43% of the funds did not report the adopted criteria to determine the market value of their real state; 3) there is not a standard in the reporting structure of the balance sheet and income statement; 4) the same administrators do not adopt common accounting and reporting practices; 5) there are deviations from accounting and reporting practices in relation to the applicable legislation; 6) information of similar nature are treated by different funds, either as an explanatory note or as part of the administrator's report, among other formats. Therefore, as the result of this study, it is not possible to declare effectively that there is a standard of accounting and reporting of financial statements for FIIs. In addition to that, this dissertation presents some thoughts on the adherence of certain accounting practices adopted by FIIs in relation to those guided by the accounting doctrine and foreseen in different national and international standards.

SUMÁRIO

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS.....	3
LISTA DE TABELAS.....	4
1 INTRODUÇÃO.....	5
1.1 Apresentação.....	5
1.2 Situação-problema.....	6
1.3 Objetivo.....	7
1.4 Justificativas.....	8
1.5 Delimitação do estudo.....	11
1.6 Metodologia.....	11
1.7 Seleção e Coleta de dados.....	12
1.8 O diferencial do presente estudo.....	13
1.9 Estrutura do trabalho.....	14
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	15
2.1 Fundo de Investimento Imobiliário: O Surgimento.....	15
2.2 A origem no mercado brasileiro.....	16
2.3 Dimensão do mercado nacional.....	16
2.4 O FII no Brasil.....	18
2.4.1 Definições.....	18
2.4.2 Características do FII.....	20
2.4.3 A administração do fundo.....	21
2.4.4 Tributação dos fundos imobiliários.....	22
2.4.5 A divulgação das informações financeiras e operacionais.....	24
2.4.5.1 Informações de natureza contábil.....	24
2.4.5.2 Outras informações financeiras.....	26
2.4.6 Vantagens dos fundos imobiliários.....	26
2.4.7 Fatores de risco.....	26
2.5 A legislação contábil do FII no Brasil.....	27
3 CONSIDERAÇÕES SOBRE A LEGISLAÇÃO CONTÁBIL BRASILEIRA.....	32
3.1 Ativo imobilizado.....	32
3.2 A mensuração do imóvel a preços de mercado.....	35
3.3 Propriedade para investimento (IAS 40).....	43

3.4 Previsão do <i>Impairment</i>	44
3.5 Essência sobre a forma.....	47
3.6 Outras considerações.....	48
4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	51
4.1 Tratamento dos dados.....	51
5 RESULTADO DO DIAGNÓSTICO.....	54
5.1 As demonstrações financeiras.....	54
5.2 O ativo imobilizado do fundo: O imóvel.....	56
5.3 Outras considerações sobre os imóveis.....	62
5.4 O parecer do auditor independente.....	63
5.5 Aspectos gerais diagnosticados.....	65
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	69
REFERÊNCIAS.....	73
ANEXOS.....	77
ANEXO A: Questionário de verificação para aplicação do diagnóstico.....	78
ANEXO B: Exceções identificadas no diagnóstico.....	82
ANEXO C: Normas emitidas pela CVM para os fundos de investimento imobiliário.....	86

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ANBID - Associação Nacional dos Bancos de Investimento
ABNT - Associação Brasileira de Normas Técnicas
BACEN - Banco Central do Brasil
BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo
BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEF - Caixa Econômica Federal
COSIF - Plano Contábil das Instituições Financeiras do Sistema Financeiro Nacional
COFI - Plano Contábil dos Fundos de Investimento
COFINS - Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
CSSL - Contribuição Social Sobre o Lucro
CFC - Conselho Federal de Contabilidade
CVM - Comissão de Valores Mobiliários
CVM/SNC - Superintendência de Normas Contábeis
CVM/SEP - Superintendência de Relações com Empresas
DFs - Demonstrações Financeiras
FII - Fundo de Investimento Imobiliário
FASB - Financial Accounting Standards Boards
FFO - Funds From Operations
IAS - International Accounting Standard
IBRACON - Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
IPECAFI - Instituto Brasileiro de Pesquisas Contábeis Atuárias e Financeiras
IRPJ - Imposto de Renda da Pessoa Jurídica
NAREIT - National Association of Real Estate Investment Trust
NIC - Norma Internacional de Contabilidade
NPC- Normas e Procedimentos Contábeis
PIS - Programa de Integração Social
REIT – Real State Investment Trust
SOMA - Mercado de Balcão Organizado, da BOVESPA
SFAS - Statement of Financial Accounting Standard

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Histórico anual de emissões	17
Tabela 2 - Representatividade da amostra selecionada de fundos imobiliários.....	51
Tabela 3 - Relação dos fundos imobiliários selecionados	52
Tabela 4 - Composição dos FIIs selecionados por instituição administradora de recursos.....	53
Tabela 5 - Composição dos FIIs selecionados por auditor independente.....	53
Tabela 6 - Sumário das principais práticas diagnosticadas.....	56
Tabela 6.1 - Divulgação dos critérios adotados para a mensuração do valor de mercado dos imóveis.....	58
Tabela 6.2 - Vida útil econômica dos imóveis divulgada.....	60
Tabela 7 - Forma de divulgação dos serviços contratados do auditor independente.....	65
Tabela 8 - Forma de divulgação dos encargos debitados ao fundo.....	66

1 INTRODUÇÃO

1.1 Apresentação

O setor de construção civil tem significativa importância na economia do país e em seu desenvolvimento, pois contribui de forma direta e indireta na geração de empregos e, conseqüentemente, no aumento da renda, assim como, através da contratação de mão-de-obra pouco qualificada, promove a inclusão social.

Para que esse setor possa apresentar um nível crescente de atividade, há necessidade da contratação de fontes de financiamento em prazos compatíveis com a produção e a conclusão do empreendimento imobiliário, os quais usualmente são de longo prazo. Essa característica de obtenção de financiamentos de longo prazo representa um desafio constante às construtoras e incorporadoras, pois a taxa de juros dos financiamentos é uma das variáveis sensíveis à decisão de se iniciar ou abandonar um novo empreendimento imobiliário.

Outro aspecto é o fato de que, culturalmente no Brasil, as pessoas atribuem aos imóveis uma alternativa de investimento segura e com razoável rentabilidade, que permite, inclusive, uma renda satisfatória para a aposentadoria.

Como parte desse contexto, uma das alternativas de captação/aplicação de recursos de longo prazo, que surgiu no Brasil, em termos legais, a partir de 1993, foi o Fundo de Investimento Imobiliário (o FII), inspirado no modelo norte-americano.

Para garantir uma fonte de financiamento de longo prazo, os FIIs são constituídos sob a forma de fundos fechados, ou seja, não há possibilidade de o investidor resgatar suas cotas. Contudo, visando a agregar liquidez a esse investimento, foi permitido que as cotas dos FIIs fossem negociadas em mercado secundário por meio de transações particulares, ou, quando aplicável, por intermédio de bolsa de valores ou mercado organizado.

Apesar de não ser exatamente uma modalidade de captação/aplicação de recursos recente, o FII vem, de forma gradativa, ganhando força e popularidade no Brasil entre os pequenos e médios investidores. A baixa inflação e a contínua redução da taxa de juros têm despertado o interesse de investidores por outras alternativas de investimento, inclusive as de longo prazo.

Adicionalmente, a redução dos valores mínimos¹ de aplicação dos FIIs, também, contribuiu para a popularização do investimento.

À medida que há a popularização de um investimento, há também um número maior de investidores interessados em ter acesso a informações públicas em nível suficiente e de maneira que permita sua comparabilidade para a tomada de decisões.

Assim, este trabalho, visa a estudar se as demonstrações financeiras dos FIIs possuem um padrão de práticas contábeis e de divulgação que permitam ao usuário interessado (investidor ou potencial investidor), identificar e comparar, entre diferentes fundos, informações de mesma natureza.

1.2 Situação-problema

A legislação contábil vigente para os Fundos Imobiliários, basicamente representada pela Instrução CVM nº. 206, foi emitida no ano de 1994. Essa Instrução, que ainda prevê a aplicação da sistemática da correção monetária de balanço² para os itens não monetários, não sofreu até hoje nenhuma modificação.

Essa mesma Instrução prevê que os FIIs devem também observar, em sua contabilidade, outras normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM aplicáveis às companhias abertas. Ao incluir essa previsão de forma genérica, que pode ser entendida como a admissão de que essa norma não possui todas as orientações contábeis necessárias, existe a possibilidade de que diferentes FIIs utilizem como referência, para definição de suas práticas contábeis e de divulgação, diferentes normas contábeis, e, portanto, critérios, o que pode resultar na adoção de práticas que não sejam similares.

Outro aspecto relevante se refere ao fato de os fundos imobiliários, diferentemente de outros fundos de investimento, não possuírem legislação contábil que defina o uso de um plano de

¹ Um exemplo foi o lançamento do Fundo de Investimento Imobiliário do Hospital Nossa Senhora de Lurdes, em outubro de 2006. Esse fundo, cujas cotas integralizadas totalizaram R\$ 30 milhões, tinha seu valor mínimo de aplicação determinado em R\$ 5.000 (cinco mil reais). Suas cotas foram adquiridas em sua quase totalidade (99%), por pessoas físicas, no prazo de apenas 5 dias após o início da distribuição (Valor Econômico, 2006, *online*).

² Essa menção não representa, de forma alguma, uma opinião em relação à sistemática, mas sim, exclusivamente um exemplo de **defasagem** da única norma contábil específica existente.

contas-padrão, como é o caso do Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional - COSIF e do Plano Contábil dos Fundos de Investimento - COFI³.

Adicionalmente, a Instrução CVM n°. 206/94 não apresenta detalhes específicos sobre o uso de determinados critérios contábeis que podem ser significativos para os FIIs, como, por exemplo, a possibilidade da adoção do registro da reavaliação sobre ativos imobilizados. Esse é um exemplo de situação em que as práticas contábeis podem não ser similares.

Por outro lado, o FII faz parte da indústria dos fundos de investimentos que, no Brasil, é bastante regulamentada e desenvolvida, tanto em termos de gestores como de produtos. Há, igualmente, nessa indústria, uma forte presença da ANBID, entidade de classe que, também, tem a atribuição de auto-regulação e cujas normas, geralmente, são mais rígidas do que a própria legislação dos fundos.

Assim, o presente estudo tem como objetivo responder à seguinte pergunta:

As práticas contábeis e de divulgação adotadas pelos Fundos Imobiliários no Brasil para a elaboração e a apresentação de suas demonstrações financeiras possuem um padrão que permita a um usuário comparar, entre diferentes fundos, elementos de mesma natureza?

Ressalte-se, também, que, trabalhos já desenvolvidos por Martins e Lima Jr., adiante citados, apresentam importantes considerações a respeito das práticas contábeis que são adotadas por esses fundos.

1.3 Objetivo

O objetivo desta pesquisa é verificar se as práticas contábeis e de divulgação adotadas pelos Fundos Imobiliários no Brasil, para a elaboração e a apresentação de suas demonstrações financeiras, possuem um padrão, ou seja, aspectos comuns, que permitam a um leitor comparar, entre diferentes FIIs, informações de natureza econômica e financeira.

³ Esse plano de contas aplica-se, exclusivamente, aos fundos que são regidos pela Instrução n°. 409, da qual o FII não faz parte.

Dessa forma, pretende-se:

- Verificar se os FIIs adotam práticas contábeis e de divulgação comuns;
- Verificar se esses FIIs adotam práticas contábeis e de divulgação diferentes daquelas previstas na Instrução CVM nº. 206/94;
- Verificar se os FIIs com cotas negociadas em bolsa de valores, no caso a BOVESPA, ou em seu mercado de balcão organizado (SOMA⁴), atendem às práticas contábeis e as divulgações mínimas previstas na referida Instrução CVM. A essa verificação, pode-se indicar a intenção de confirmar o atendimento de requisitos mínimos normativos;
- Verificar se, eventualmente, os FIIs adotam práticas não previstas na Instrução CVM, mas que representam práticas comuns do setor.

Adicionalmente, em razão de a elaboração de um diagnóstico requerer, obrigatoriamente, o entendimento e a reflexão sobre as práticas contábeis relevantes que são adotadas pelos FIIs, este trabalho contempla a apresentação de determinadas considerações a respeito da doutrina contábil e da legislação contábil aplicável.

1.4 Justificativas

As demonstrações financeiras dos Fundos Imobiliários, preparadas substancialmente com base na legislação contábil oriunda da CVM, representam importante fonte de informações, tanto para os atuais cotistas do fundo, como também para seus potenciais investidores.

A mesma CVM, em estudo próprio, considera que: “A completa e justa divulgação de informações por parte da empresa [neste caso o FII] é essencial para a eficiente alocação do capital num mercado livre. Em um mercado livre, os investidores que têm acesso à completa e justa divulgação de informações determinam como o capital deve ser alocado.”

Contudo, observa-se para essa indústria, como uma das primeiras constatações, a inexistência de um plano de contas-padrão e, assim, a possibilidade de que diferentes FIIs utilizem

⁴ Refere-se a um segmento de negócio de ativos administrados pela BOVESPA e com regras específicas. Um exemplo é que, nesse mercado, além das Corretoras de Valores, atuam, também, bancos e distribuidoras de valores. [www.bovespa.com.br/mercado/rendavariavel/mercados/mercadosbalcao.asp]

diferentes normas contábeis como referência para a avaliação, o registro e a divulgação de transações similares. Esse contexto, analisado sob a ótica consolidada do setor, suscita dúvidas que comprometem o objetivo da contabilidade, pois poderia representar a impossibilidade de o usuário dessas demonstrações financeiras comparar, entre diferentes fundos, elementos de mesma natureza.

Fazendo referência ao objetivo da contabilidade, Iudícibus (2006, p. 25) menciona:

O objetivo básico da Contabilidade, portanto, pode ser resumido no fornecimento de informações econômicas para os vários usuários, de forma que propiciem decisões racionais.

Nessa mesma linha, Iudícibus, Martins e Gelbcke (2000, p. 42) mencionam, tomando-se por base estudo elaborado pelo IPECAFI, aprovado pelo IBRACON e referendado pela CVM, através da Deliberação CVM n.º. 29/86, que:

O objetivo principal da Contabilidade, portanto, é o de permitir, a cada grupo principal de usuários, a avaliação da situação econômica e financeira da entidade, num sentido estático, bem como fazer inferências sobre suas tendências futuras.

Já Hendriksen e Van Breda (1999, p. 192) ao se referirem ao FASB, indicam:

O objetivo primordial da contabilidade [...] é fornecer aos investidores e outros indivíduos informações que sejam úteis para a aferição do nível, da distribuição no tempo e da incerteza de fluxos de caixa futuros.

O sentido da expressão: **fornecer informações** justifica-se com a apresentação de informações completas e detalhadas das operações relevantes do FII. Apesar de o entendimento sobre a relevância admitir subjetividade, acredita-se que as transações classificadas como operacionais pelos FIIs sejam, substancialmente, as mesmas entre os diferentes fundos.

Como já dito, os FIIs, diferentemente, dos demais fundos de investimentos e das demais entidades financeiras, não adotam um plano de contas básico, como, por exemplo, o Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF).

Para a legislação que introduziu o COSIF (Circular BACEN n.º. 1213), o objetivo de existir de um plano de contas-padrão é:

[...] uniformizar os registros contábeis dos atos e fatos administrativos praticados, racionalizar a utilização de contas, **estabelecer regras, critérios e procedimentos necessários à obtenção e divulgação de dados**, possibilitar o acompanhamento do sistema financeiro, bem como a análise, a avaliação do Desempenho e o controle, de modo que as demonstrações financeiras elaboradas, expressem, com fidedignidade e clareza a real situação econômico-financeira da instituição e conglomerados financeiros.

Por sua vez, o Plano Contábil dos Fundos de Investimento - COFI, aprovado pela Instrução CVM nº. 438 de 12/07/2006, define seu objetivo de forma praticamente igual ao previsto no COSIF. Ressalte-se que o plano de contas dos fundos é específico para aquelas modalidades reguladas pela Instrução CVM nº. 409/04, dentre as quais não está o FII.

Nesse mesmo sentido de cumprimento de objetivo, porém, referindo-se às informações de uso do investidor, a Norma Internacional de Contabilidade - NIC⁵ nº. 01, Apresentação das Demonstrações Contábeis (2001, p. 72), menciona que:

O objetivo das demonstrações contábeis de uso geral é fornecer informações sobre a posição financeira, o desempenho e os fluxos de uma entidade, úteis para a tomada de decisões econômicas de uma extensa variedade de usuários.

Assim, torna-se essencial, neste trabalho, verificar se o resultado do diagnóstico contábil indica a existência de um padrão de práticas contábeis e de divulgação que são adotadas por essa indústria, ou, se em caso negativo, a política de divulgação adotada, supre a eventual inexistência de um padrão da informação contábil e permite ao usuário das demonstrações financeiras, comparar elementos similares.

Ressalte-se que a dúvida não está vinculada à possibilidade de se analisar, individualmente, as demonstrações financeiras, mas sim à impossibilidade de comparação de determinadas informações relevantes entre diferentes fundos.

Após a elaboração do diagnóstico contábil, acredita-se que essa pesquisa possa auxiliar, a partir de uma visão consolidada do setor, a outros trabalhos, como, por exemplo, uma avaliação das práticas contábeis adotadas no Brasil, em relação às práticas adotadas em outros países etc.

⁵ Refere-se à tradução da sigla em inglês IAS - *International Accounting Standards*.

1.5 Delimitação do estudo

No que diz respeito à análise de dados secundários, representados pelas demonstrações financeiras dos Fundos Imobiliários, este trabalho considera como amostra a ser analisada, os Fundos que admitem que suas cotas sejam negociadas na BOVESPA ou em seu mercado de balcão organizado, a SOMA. Dessa forma, este estudo não se propõe a analisar a totalidade das demonstrações financeiras dos FIIs registrados na CVM.

Cabe, igualmente, destacar que não foram consideradas, para fins deste estudo, a análise ou a comparação das demonstrações financeiras de fundos imobiliários estrangeiros, pois estas são elaboradas segundo práticas contábeis também estrangeiras.

As considerações relativas às práticas contábeis adotadas pelos FIIs, restringem-se àquelas adotadas no Brasil e consideradas relevantes. Este estudo, não contemplou uma avaliação das práticas contábeis adotadas no Brasil em relação àquelas adotadas em outros países.

1.6 Metodologia

Segundo Gil (2007, p. 41), as pesquisas, de acordo com seu objetivo, são classificadas em três tipos:

- a) Exploratórias: têm como objetivo principal o aprimoramento de idéias ou o descobrimento de intuições: proporcionam maior familiaridade com o problema, com vistas a torná-lo mais explícito ou a constituir hipóteses.
- b) Descritivas: têm como objetivo primordial a descrição de características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis.
- c) Explicativas: têm como preocupação central identificar os fatores que determinam ou que contribuem para a ocorrência dos fenômenos.

Considerando a questão de pesquisa e objetivos, o presente trabalho pode ser classificado quanto a seus objetivos, como uma pesquisa descritiva.

As pesquisas podem ser classificadas, quanto ao seu plano de execução, em dois grandes grupos delineados a partir do método de coleta e análise de dados: (1) “aqueles que se valem das chamadas fontes de papel e (2) aqueles cujos dados são fornecidos por pessoas.” (GIL, 2007, p. 43).

Para Gil (2007, p. 43), no primeiro grupo estão classificadas a pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental; no segundo, a pesquisa experimental, a pesquisa *ex post facto*, o levantamento, o estudo de caso, o estudo de campo, a pesquisa-ação e a pesquisa participante.

Para atingir os objetivos propostos e considerando o método de coleta e análise de dados, a presente pesquisa pode ser considerada bibliográfica, mas também documental. Bibliográfica, porque apresenta um levantamento e aponta pesquisas e publicações acerca do tema, e documental, porque recorre a “materiais que não receberam ainda um tratamento analítico, ou que podem ser reelaborados de acordo com os objetivos da pesquisa.” (GIL, 2007, p. 45).

1.7 Seleção e Coleta de dados

A verificação empírica foi realizada com base nos dados secundários dos fundos imobiliários brasileiros, que admitem que suas cotas sejam negociadas em bolsa de valores, a BOVESPA, ou em seu mercado de balcão organizado, a SOMA. Esses fundos, identificados na data-base de 30 de junho de 2007, representaram uma amostra ajustada de vinte e três (23) fundos imobiliários.

A seleção exclusiva desses fundos foi realizada considerando-se sua maior visibilidade e possibilidade de serem acessados por investidores.

As demonstrações financeiras desses fundos foram extraídas diretamente dos bancos de dados da BOVESPA e da CVM, disponíveis em seus respectivos *sites* na internet.

As informações utilizadas, representadas por dados secundários dos fundos, compreenderam: as demonstrações financeiras dos fundos, incluindo suas notas explicativas e o relatório elaborado pela instituição administradora do fundo.

Para fins do diagnóstico utilizaram-se as demonstrações financeiras relativas ao semestre encerrado em 30 de junho de 2007.

1.8 O diferencial do presente estudo

No Brasil, os estudos identificados a respeito dos Fundos de Investimento Imobiliário tratam, principalmente, da origem, do funcionamento e das características desse fundo como alternativa de investimento. Trabalhos desenvolvidos por Securato *et al.*, tanto em 2001 como em 2005, foram realizados exatamente nesse contexto; destacando-se que, em seu artigo mais recente, o autor aborda, de forma específica, a rentabilidade dos FIIs e a sua vinculação com outros indicadores financeiros. Já Lima Jr., estudioso dessa modalidade de fundo, tem divulgado freqüentes pesquisas a respeito do uso dos FIIs como instrumento de captação de recursos de longo prazo e de modelos de mensuração do valor de mercado dos imóveis que compõem o patrimônio desses fundos; modelos esses que não são elaborados com o enfoque contábil.

Na Área de Contabilidade, identifica-se, como estudo específico dos FIIs, artigo elaborado por Martins *et al.* (2004), não publicado, que analisa, entre outros temas, o critério de mensuração dos imóveis para fins contábeis.

Entre os estudos internacionais, destacam-se pesquisas realizadas nos Estados Unidos, onde o investimento fundo imobiliário, denominado *REIT*, é bastante difundido, inclusive entre pequenos investidores. Em consequência, os estudos de natureza contábil elaborados nesse ambiente desenvolvido, demonstram-se bastante específicos. Destacam-se: i) as pesquisas elaboradas pela *NAREIT*, a respeito da aplicação do pronunciamento sobre *Impairment* (SFAS - 144) na indústria de fundos imobiliários e o desenvolvimento de indicadores de *performance* para os FIIs, como é o caso do *FFO - Funds From Operation*, amplamente adotado pela indústria americana e adiante comentado; ii) a importância da demonstração do fluxo de caixa para os *REITs*, elaborado por Birmingham e Typpo, da Southern College e, ainda, iii) estudo elaborado por Lu e Shen (2003) que analisa a capacidade de distribuição de dividendos dos *REITs*.

No Brasil, diante do fato de que essa modalidade de fundo é ainda pouco expressiva, mas com boas expectativas de crescimento, os estudos de natureza econômica e financeira parecem acompanhar essa representatividade. Dessa forma, este trabalho busca a partir de dados reais,

apresentar uma fotografia das principais práticas contábeis que são adotadas no Brasil e, portanto, servir como uma referência para futuras pesquisas específicas sobre o tema, bem como para ampliar o conhecimento contábil sobre o assunto.

1.9 Estrutura do trabalho

O presente trabalho está subdividido em seis capítulos. O primeiro é esse, o qual apresenta as justificativas para a realização da pesquisa, a situação-problema norteadora da pesquisa, a metodologia para a seleção e a coleta de dados e o diferencial do presente estudo. No segundo capítulo são apresentados os aspectos operacionais e legais que caracterizam o FII. O capítulo 3 detalha, com base na legislação vigente, quais são as práticas contábeis aplicáveis aos FIIs no Brasil, as quais são analisadas em relação à doutrina contábil e aos pronunciamentos técnicos aplicáveis. O capítulo 4 expõe os procedimentos metodológicos adotados em relação à amostra e fornecem dados que a caracterizam. O quinto demonstra os resultados obtidos na análise dos dados. O último capítulo traz as conclusões e as recomendações para futuras pesquisas.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 Fundo de Investimento Imobiliário: O Surgimento

O conceito de Fundo de Investimento Imobiliário de acordo com Brueggman e Fisher, citado por Branco e Monteiro⁶ (2003, p. 262), surgiu nos Estados Unidos, na década de 1880.

Em 1930, o interesse por essa modalidade de investimento foi reduzido, quando a Suprema Corte americana decidiu revogar a isenção de tributação até então existente. Somente após a II Grande Guerra, quando surgiu a necessidade de reunir largas somas de recursos para financiar investimentos imobiliários, foi renovado o interesse pelos fundos imobiliários e, então, iniciada uma campanha para que essas entidades obtivessem alguns benefícios fiscais comparáveis, à época, aos fundos mútuos.

Em 1960, de acordo com a *National Association of Real Estate Investment Trusts - Nareit*, foi aprovado pelo Congresso americano a criação do *Reit – Real State Investment Trust* (que correspondem aos Fundos de Investimentos Imobiliários americanos). A criação do *Reit* teve por objetivo permitir que pequenos investidores aplicassem, de forma conjunta, suas poupanças em empreendimentos com um ou mais imóveis de significativo valor comercial destinados à renda, tais como *shopping centers*, escritórios, armazéns e residenciais.

Desde então, esse mercado tem crescido tanto de tamanho como importância, principalmente a partir da última década. Ainda de acordo com Branco e Monteiro e considerando-se os Reits listados em bolsa, a evolução foi de 119 *Reits*, com valor de mercado de US\$ 8,7 bilhões em 1990, para 183 *Reits* em 2006, cujo valor de mercado era de US\$ 438,1 bilhões⁷.

⁶ BRANCO, Carlos Eduardo Castello; MONTEIRO, Eliane de Mello Alves Rebouças, são, respectivamente, Engenheiro e Administradora do BNDES.

⁷ Informação atualizada com base nos dados disponíveis em <www.nareit.com/library/marketcap.cfm>. Os dados originais apresentados no trabalho do BNDES correspondem ao ano de 2002.

2.2 A origem no mercado brasileiro

No Brasil, o FII foi instituído, em termos legais, a partir de 1993, através da Lei Federal n.º 8.668 de 25 de junho de 1993. Esses fundos foram concebidos de forma semelhante a um fundo financeiro tradicional, sendo os recursos captados através da distribuição de valores mobiliários: as cotas.

Do ponto de vista jurídico, os fundos imobiliários são oriundos do conceito de *trust*⁸ e dão origem a um novo valor mobiliário que é representado por suas próprias cotas. Esse instrumento permite a securitização da propriedade imobiliária, com um fracionamento do imóvel distinto das regras do Código Civil e da Lei de Registros Públicos, ou seja, as frações dos imóveis são representadas por valores mobiliários. (PALERMO⁹, 2002).

Um dos motivadores para o surgimento do FII no Brasil, da mesma forma que no mercado americano, foi a possibilidade de que pequenos e médios investidores tivessem acesso a ativos imobiliários através do desembolso de valores mais próximos à sua capacidade de investimento. A redução do valor aplicado é exatamente consequência do comentado no parágrafo anterior, ou seja, do fato de os investidores adquirirem, na prática, frações de um imóvel, que são representados por cotas de um FII.

Fortuna (2005, p. 501), ao comentar sobre a intenção do FII, mencionou:

Esses fundos pretendem ser um agente formador de poupança estável e de longo prazo. Os recursos captados são utilizados para fins imobiliários, dando liquidez e diluindo riscos do mercado imobiliário, ao mesmo tempo em que ajudam a reduzir o preço final da obra, graças à administração de recursos em escala.

2.3 Dimensão do mercado nacional

Em 31 de agosto de 2007, o total de fundos imobiliários autorizados a operar pela CVM, de acordo com as informações disponíveis no *site* da entidade, era de 68 entidades. Esses fundos acumulavam, nessa mesma data, um patrimônio líquido da ordem de R\$ 3,1 bilhões.

⁸ *Trust* ou contrato é a forma jurídica dos negócios com características de investimento; consiste na divisão da propriedade entre o investidor, ou *settler*, e o administrador, ou *trustee*.

⁹ Palermo, Fernanda Keller de Oliveira é advogada que atua na Procuradoria Geral do Estado, mestre e especialista em Direito Administrativo.

Os fundos que admitem negociação de suas cotas na BOVESPA ou em seu mercado de balcão organizado, a SOMA, são em um total de 24 e acumulam patrimônio da ordem de R\$ 1,7 bilhão, em 30 de junho de 2007. Esse montante equivale a 35% do patrimônio consolidado do setor.

Sobre a evolução dessa modalidade de fundo no Brasil, identificam-se como histórico anual de emissão os seguintes valores:

Tabela 1 - Histórico anual de emissões

Data	Fundos de Investimento Imobiliário		
	Registros concedidos	Volume	
		R\$ milhões	US\$ milhões
1998	28	615,34	532,01
1999	15	232,33	121,12
2000	31	129,46	69,35
2001	22	511,72	202,31
2002	42	1.024,55	340,22
2003	8	280,96	97,10
2004	8	279,76	92,21
2005	7	35,31	15,33
2006	4	73,00	33,83

Fonte: CVM <www.cvm.gov.br/port/public/ASE>. Acesso em setembro de 2007

Em relação à administração dos fundos que compõem a amostra, observa-se que somente três gestores são responsáveis pela administração de 75,9% do patrimônio dos fundos imobiliários. São eles: Banco Ourinvest S/A com 44,4%, Rio Bravo Investimentos S/A DTVM com 15,3% e Banco Brascan S/A com 16,2%. O restante dos fundos, representado por 24,9% do patrimônio do setor, tem a administração distribuída entre outros quinze (15) diferentes administradores.

2.4. O FII no Brasil

2.4.1. Definições

Além da referida Lei Federal n.º. 8.668, o FII, em virtude de distribuir valores mobiliários, é regulado pela CVM, por meio das Instruções CVM n.º. 205 e n.º. 206, ambas de 14 de janeiro de 1994.

A lei federal n.º. 8.668/93, em seu art. 1º., apresenta a seguinte caracterização do FII:

[...] sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei n.º. 6.385 de 7 de dezembro de 1976, destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários.

A CVM, através de sua Instrução n.º. 205/94, definiu o FII de forma bastante similar à citada lei federal, acrescentando apenas que esses fundos operam na modalidade de condomínio fechado, o que não permite que o investidor resgate suas cotas. Em função dessa previsão, o FII, de certa forma, assemelha-se a um investimento em ações, uma vez que as cotas podem ser negociadas em mercado secundário, sendo transferidas diretamente entre os cotistas, através de instrumento particular, de bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

Já a CVM, ao elaborar a Cartilha do Investidor, definiu que:

O fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos, captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. É constituído sob a forma de condomínio fechado, onde o resgate de quotas não é permitido.

Para Fortuna (2005, p. 500), o FII pode ser, assim, definido:

[...] são carteiras fechadas, lastreadas em empreendimentos imobiliários, isto é, não existe resgate de cotas, que, para se transformarem em dinheiro antes do prazo previsto, devem ser comercializadas como uma ação.

O fundo imobiliário tem como objetivo a construção de empreendimentos imobiliários ou a aquisição de empreendimentos imobiliários prontos para posterior alienação, locação ou arrendamento.

O fundo imobiliário, sob a ótica de quem capta recursos, representa um instrumento de obtenção de recursos de longo prazo que são aplicados na construção ou na aquisição de empreendimentos imobiliários. Esses empreendimentos podem ser imóveis residenciais, hospitais, edifícios comerciais, flats, hotéis e outros empreendimentos da base imobiliária¹⁰.

Já para o investidor, essa modalidade de aplicação, pode ser vista como uma alternativa de aplicação para quem tem interesse em adquirir participação em empreendimentos imobiliários, mas não tem recursos suficientes, tempo e/ou experiência para administrá-los. Os recursos dos investidores são captados através da distribuição pública ou particular de valores mobiliários, ou seja, o que o investidor adquire são cotas de um fundo de investimento, o que indiretamente, como visto, corresponde a um ativo imobiliário.

Ao se referirem ao FII, Andrezo e Lima (2007, p. 192), inicialmente mencionam:

Qualquer pessoa pode investir em um fundo de investimento imobiliário. Trata-se, assim, de investimento imobiliário com recursos da poupança popular.

Ainda segundo Belleza¹¹ (2007), o FII pode ser dividido em dois tipos: os voltados para renda que equivalem a fundos financeiros de renda fixa, e os fundos imobiliários destinados à incorporação que poderiam ser comparados aos fundos de ações, pois esses apresentam possibilidades de rendimentos mais vantajosos para o investidor.

De forma geral, o FII pode ser entendido como uma modalidade de aplicação, que tem como principal característica o investimento em grupo sob a forma de condomínio fechado. É regulamentado por um estatuto, em que aplicadores com semelhantes objetivos de rentabilidade e de disposição a risco, entregam valores a um administrador de seus recursos, que será o responsável por atuar, em nome desses investidores, gerindo os investimentos imobiliários. Em função de o fundo utilizar para a aquisição de seus ativos recursos comuns aportados, cada aplicador é proprietário de uma fração do patrimônio do fundo. Essa fração do patrimônio é controlada e representada por meio de cotas, que são nominais e escriturais.

¹⁰ De acordo com Lima Jr. (1994), empreendimentos da base imobiliária podem ser entendidos como: “produzir para explorar uma certa atividade econômica baseada no imóvel, podendo esta se resumir meramente no seu arrendamento como nos edifícios de escritórios, ou então, se revestir de maior complexidade, como nos *shopping centers*, hotéis, complexos multifuncionais ou até hospitais.”

¹¹ BELLEZA, Sérgio Domingues de Oliveira, é profissional do mercado financeiro, especialista em operações que envolvam ativos imobiliários, principalmente a estruturação de fundos imobiliários.

2.4.2 Características do FII

A CVM é a entidade eleita pela Lei Federal n°. 8.668/93 para regular o mercado de FIIs no Brasil. Essa função reguladora da entidade engloba desde o início da operação do fundo, mediante a concessão de sua autorização de funcionamento, até a fiscalização de sua atuação no mercado.

De forma introdutória, Palermo (2002) relaciona as seguintes principais características do modelo de FII adotado no Brasil:

- A subscrição das cotas do fundo deve ser feita em moeda corrente, contudo, atendendo determinadas condições, admite-se a integralização de bens e direitos imobiliários;
- O fundo é obrigatoriamente administrado por uma instituição financeira;
- O fundo não tem personalidade jurídica própria. A instituição financeira que o administra “empresta” sua personalidade jurídica ao fundo, tornando-se proprietária fiduciária dos bens integrantes do patrimônio, os quais não se comunicam com o seu patrimônio;
- Em relação à política de investimentos, pelo menos 75% do patrimônio devem estar aplicados em bens e direitos imobiliários. O saldo em caixa deve ser aplicado em ativos de renda fixa e não poderá ultrapassar 25% das cotas integralizadas;
- Para os casos de fundos destinados a construir imóveis, as integralizações podem ser parceladas. Os fundos, também, podem efetuar aumento de capital mediante a emissão de novas cotas;
- Por ser um fundo fechado, em que não há previsão de resgate de cotas, o retorno do capital investido ocorre: quando há distribuição de resultados, ou, quando, se for o caso, houver a dissolução do fundo com a venda dos seus ativos e a distribuição dos valores arrecadados aos cotistas, de forma proporcional.

Poder-se-ia, ainda, de acordo com ato normativo da CVM, acrescentar as seguintes outras características:

- O FII pode ser constituído com prazo de duração determinado ou indeterminado;
- O fundo desenvolve empreendimentos imobiliários através da aquisição de imóveis prontos, imóveis que serão construídos ou ainda investimentos em

projetos que viabilizem o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais;

- A principal receita operacional do fundo é oriunda da alienação, locação ou arrendamento dos empreendimentos imobiliários.

Em relação à administração por instituição financeira, ressalte-se que os bens do FII são registrados como propriedade da instituição administradora, mas não fazem parte do seu patrimônio, estando protegidos de eventuais dificuldades que possam envolvê-la. Caso ocorram problemas com a entidade administradora, uma nova entidade é eleita para assumir a propriedade fiduciária e a gestão do patrimônio do FII.

Segundo Amato, Takaoka, Lima Jr. e Securato (2005), no Brasil, a prática predominante é o investimento do patrimônio total do fundo em um único bem imóvel (os administradores poderiam reduzir o risco através da diversificação; contudo há ainda grande dificuldade de os fundos, com necessidade de expressivo patrimônio, conseguirem venderem suas cotas).

Andrezo e Lima (2007, p. 194), ao se referirem ao FII, mencionam que: “Para os investidores, esses fundos podem proporcionar a segurança do investimento imobiliário e a liquidez do investimento mobiliário, [...]”

2.4.3 A administração do fundo

A atividade de administração tem papel significativo no cumprimento dos objetivos do fundo de investimento. Essa atividade é desenvolvida por profissional eleito pelos cotistas com capacidade para gerenciar os ativos do fundo. Nessa atividade, está implícita a confiança no administrador, pois esse é o proprietário fiduciário dos bens imóveis e dos direitos sobre os imóveis adquiridos com os recursos dos fundos. Em estudo sobre o papel do administrador, Rocha¹² (2003, p. 99) destaca exatamente essa característica de confiança.

¹² Rocha, Tatiana Nogueira, é advogada de instituição financeira, especializada no acompanhamento jurídico da área de administração de recursos de terceiros (*Asset Management*).

A relação entre os cotistas e o administrador do fundo é de confiança, uma vez que os primeiros aplicam seus recursos na intenção de que os administradores os empreguem conforme estipulado no regulamento.

Considerando-se a importância dessa atividade, a Instrução CVM nº. 205, apresenta de forma bastante detalhada, as competências requeridas de um administrador de FII e suas obrigações.

A atividade de administração do FII pode ser sumariada pela redação do art. 12 da mencionada Instrução, a qual é reproduzida a seguir:

Compete à instituição administradora a gestão do patrimônio do fundo, podendo realizar todas as operações, praticar todos os atos que se relacionem com seu objeto, e exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções, podendo abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao fundo.

A instituição administradora é remunerada pelo conjunto de serviços que presta para o funcionamento do fundo. Essa remuneração, denominada taxa de administração, varia usualmente em função da categoria do fundo e dos valores mínimos de aplicação. O regulamento do fundo pode, ainda, prever que o administrador seja remunerado por uma taxa baseada no resultado do fundo (taxa de *performance*) e/ou a cobrança de uma outra taxa que incida sobre a entrada (aplicação) ou a saída (resgate) de recursos do fundo.

No caso do FII, é usual que o administrador seja remunerado por percentual que incida sobre o valor das receitas do fundo ou sobre os lucros distribuídos.

2.4.4 Tributação dos fundos imobiliários

O FII, como entidade jurídica, tem, desde o ano de 1999, seus lucros isentos de tributação.

Para garantir essa isenção, a Lei Federal nº. 9.779¹³ de 19 de janeiro de 1999 requer que sejam atendidas duas condições: a primeira, é a de que o fundo distribua semestralmente, no mínimo, 95% de seus lucros semestrais, apurados de acordo com o regime de caixa, apresentados nos balanços de 30 de junho e de 31 de dezembro de cada ano; a segunda, que o

¹³ Essa condição legal é também prevista na Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal nº. 25 de 06/03/2001, Art. nº 9.

fundo não invista em empreendimentos imobiliários que tenham, como incorporador, construtor ou sócio, cotista que possua, isoladamente ou em conjunto com pessoa ligada, mais de 25% das cotas integralizadas.

Em relação aos rendimentos decorrentes de investimentos financeiros, oriundos de aplicações de renda fixa ou renda variável do FII, a legislação é clara em determinar a incidência do imposto de renda na fonte (Lei n.º. 9779, Art. 16-a).

Para o investidor pessoa física, a tributação dos rendimentos recebidos dos fundos imobiliários sofreu uma mudança bastante positiva no final de 2005. Com a entrada em vigor da Lei Federal n.º. 11.196 de 21 de dezembro de 2005, art. 125, os rendimentos distribuídos pelos FIIs passaram a ser isentos, desde que atendidas as seguintes condições:

- a) Que o fundo tenha suas cotas negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado;
- b) Que o fundo possua uma quantidade mínima de 50 cotistas;
- c) Que a pessoa física, titular das cotas não possua mais de 10% das cotas emitidas pelo fundo, ou cujas cotas que possua, não lhe proporcione o direito ao recebimento de um rendimento superior a 10% do total de rendimentos auferidos pelo fundo.

Apesar de existirem restrições, esse benefício fiscal foi interpretado pelo mercado como um efetivo incentivo à atração de novos recursos para essa modalidade de investimento, uma vez que sua remuneração passou a ser mais atrativa; principalmente em um contexto econômico de seguidas reduções da taxa de juros. Essa mudança, também passou a representar uma oportunidade de planejamento tributário para grandes conglomerados.

Para o investidor pessoa física que não se enquadrar nas hipóteses antes relacionadas ou para o investidor pessoa jurídica, a tributação sobre os rendimentos distribuídos pelo fundo será de 20%, conforme define a lei n.º. 9.779.

Essa mesma lei define que o ganho de capital apurado na alienação do investimento - das cotas - seja tributado à razão de 20%, tanto para investidores pessoa física como jurídica. Para a pessoa física, a tributação sobre o ganho de capital é considerada definitiva, enquanto para a

pessoa jurídica uma antecipação do IRPJ. Para a pessoa jurídica, esse ganho de capital, também, deve ser considerado nas bases de cálculo da CSSL, do PIS e da COFINS.

2.4.5 A divulgação das informações financeiras e operacionais

2.4.5.1 Informações de natureza contábil

Em relação às informações contábeis do fundo, é previsto na Instrução CVM n°. 205/94 que a escrituração contábil do FII seja efetuada de forma independente da escrituração contábil da entidade administradora. A comentada propriedade fiduciária, que a instituição administradora possui sobre os ativos do fundo, não significa que a sua escrituração e a do fundo possam ser realizadas de uma forma única, muito pelo contrário, pois se referem a entidades juridicamente distintas.

Outro aspecto normativo que se destaca é a previsão de que as demonstrações financeiras do FII sejam semestralmente examinadas por auditores independentes registrados na CVM.

Já a Instrução CVM n°. 206 representa o que há de mais específico em termos de legislação contábil brasileira sobre as práticas contábeis que devem ser observadas pelos FIIs.

A primeira previsão dessa Instrução não foi só estabelecer a periodicidade semestral para a elaboração das demonstrações financeiras do fundo, mas também, e principalmente, a de definir as informações mínimas que devem ser divulgadas. São elas:

- a) As demonstrações financeiras: no caso dos FIIs compreendem o Balanço Patrimonial, a Demonstração do Resultado, a Demonstração do Fluxo de Caixa e as notas explicativas. Prevê, ainda, que essas demonstrações sejam apresentadas de forma comparativa. É também definido que essas demonstrações sejam publicadas no prazo de até 60 dias após o encerramento de cada semestre;
- b) O Parecer do auditor independente: deve contemplar o exame das demonstrações indicadas no item anterior, ou seja, deve incluir em seu parecer também uma opinião sobre a Demonstração do Fluxo de Caixa;
- c) O Relatório da Instituição Administradora: equivale ao relatório de administração de uma sociedade anônima;

d) O Relatório de Representante dos Cotistas, quando aplicável.

Em relação a essas divulgações mínimas, vale comentar o fato de a Demonstração do Fluxo de Caixa, ao ser definida como parte das demonstrações financeira e, portanto, obrigatória, representar uma evolução em termos normativos contábeis no Brasil. Essa exigência é em parte justificada pela própria operação do fundo, que prevê uma distribuição de resultado baseada na geração de caixa de cada semestre. Interessante notar que essa Instrução não exige que o Fundo apresente uma demonstração sobre as movimentações do patrimônio líquido dos cotistas, apesar de verificar que a sua elaboração e divulgação são usuais.

Adicionalmente, merece destaque o fato de o parecer do auditor independente ter também que opinar sobre a demonstração do fluxo de caixa. Lembrando que, em outras entidades, essa demonstração foi classificada até 31/12/2007, como não obrigatória e, nesse contexto, examinada pelo auditor independente.

Em relação às notas explicativas, é prevista a divulgação das seguintes informações:

- a) Apresentação analítica dos investimentos imobiliários, com indicação do valor líquido aplicado nesse ativo, a movimentação do período e **o correspondente valor de mercado**, com a indicação dos critérios adotados;
- b) Valor de mercado dos demais ativos do fundo;
- c) Informações sobre gastos com a taxa de administração do fundo, detalhando percentuais e apropriação contábil;
- d) Demonstração do cálculo da distribuição de resultados aos cotistas.

Para a apuração do valor de mercado, a CVM orienta que o trabalho seja realizado através de análise técnica especializada e que se observem os critérios usualmente praticados para avaliação dos bens imóveis. Repare que a inexistência de uma indicação própria de critérios, naturalmente, remete ao uso de norma específica da CVM como referência, a qual corresponde à Deliberação CVM nº. 183/95, Reavaliação de Ativos ou a identificação de norma internacional de contabilidade que trate a respeito, no caso o IAS 40. Mais adiante esse tópico será retomado.

2.4.5.2 Outras informações financeiras

É requerido, ainda, pela Instrução CVM n°. 205/94, como outras informações financeiras, que o administrador do fundo divulgue mensalmente: (i) o valor do patrimônio do Fundo; (ii) o valor patrimonial da cota e (iii) a rentabilidade apurada no período.

2.4.6 Vantagens dos fundos imobiliários

A CVM, através de Cartilha do Investidor, relaciona e reconhece como vantagens do investimento em cotas de FII as seguintes:

- Possibilidade de investidores individuais, especialmente aqueles com menor capacidade financeira, participarem de empreendimentos imobiliários;
- Maior poder de barganha, pois os recursos aportados ao fundo, em conjunto com outros investidores, permitem a obtenção de uma remuneração semelhante a grandes investidores, bem como a diluição dos custos administrativos;
- Alternativa de diversificação dos investimentos, uma vez que a remuneração do investimento está vinculada ao empreendimento imobiliário;
- Simplificação do investimento imobiliário, pois as atividades usuais de obtenção de certidões, elaboração de escritura, recolhimento de tributos etc., são de responsabilidade do administrador do fundo;
- Possibilidade de o investimento ser alienado de forma parcial, uma vez que os valores investidos são representados por cotas do fundo e não por um imóvel.

2.4.7 Fatores de risco

A aquisição de cota de FII, como qualquer investimento, possui riscos. Esses riscos envolvem fatores que são comuns a outros investimentos, como também fatores que são específicos dessa aplicação.

Entre esses riscos específicos, considerando as informações contidas em prospecto definitivo de lançamento¹⁴, podem ser destacados os seguintes:

- a) Riscos relacionados à liquidez na venda de cotas do fundo no mercado secundário, em prazo desejado;
- b) Riscos relacionados à desvalorização do imóvel, pois fatores econômicos vinculados à região do imóvel, impactam diretamente em seu valor;
- c) Riscos relacionados à não conclusão do empreendimento e
- d) Riscos relativos aos resultados projetados do fundo não representarem os que efetivamente serão auferidos pelo fundo.

Em razão dos comentários anteriores, é perceptível que, nessa modalidade de investimento, os esforços de análise do investidor interessado não devam recair exclusivamente sobre o valor do imóvel, mas também sobre o quanto o negócio instalado no empreendimento poderá gerar de resultado no longo prazo. O que equivale dizer que o investidor também deve considerar a análise dos prováveis fluxos de caixa da operação.

2.5 A legislação contábil do FII no Brasil

Como já brevemente mencionado, a legislação contábil dos Fundos Imobiliários no Brasil é, basicamente, representada pela Instrução CVM nº. 206 de 14 de janeiro de 1994.

Essa Instrução, de forma geral, define:

- a) As informações mínimas a serem semestralmente publicadas;
- b) A estrutura a ser observada na elaboração do balanço patrimonial;
- c) A função de cada grupo contábil e
- d) Os critérios que, de forma geral, devem ser adotados para a avaliação de ativos e passivos.

¹⁴ Refere-se ao Prospecto Definitivo da distribuição das cotas do Fundo de Investimento Imobiliário Hospital Nossa Senhora de Lourdes de 27/12/2006.

Inicialmente, destaque-se que, de acordo com a referida norma contábil, o conjunto das demonstrações financeiras é referenciado como sendo representado pelo Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado, Demonstração do Fluxo de Caixa e notas explicativas.

Como também já comentado, a legislação contábil do FII não requer a elaboração da demonstração das mutações do patrimônio líquido ou de seus lucros acumulados. Mesmo sem a sua inclusão, o conjunto das demonstrações não tem sua denominação alterada e continuam sendo denominadas Demonstrações Financeiras.

Interessante notar a ausência dessa demonstração, uma vez que, usualmente, a legislação contábil e os próprios livros definem a mutação do patrimônio líquido (ou do cotista, no caso) como parte do mencionado conjunto.

Contudo, independente da definição normativa, essa questão é abordada no capítulo do diagnóstico contábil do FII, cuja intenção é identificar as práticas adotadas pela indústria.

Em relação ao Balanço Patrimonial, é requerida do fundo a adoção de uma estrutura contábil que parece não apresentar grandes novidades. Essa estrutura é representada pelos seguintes grupos contábeis: Ativo Circulante, Realizável a longo prazo, Ativo permanente, Passivo Circulante, Exigível a longo prazo, Resultado de exercícios futuros e Patrimônio líquido.

Vale mencionar que essa estrutura apresenta diferenças em relação à estrutura patrimonial proposta pela própria CVM para os fundos de investimentos financeiros. Para esses fundos, é proposto pelo órgão regulador (Instrução CVM nº. 438 de 12 de julho de 2006) o uso dos seguintes grupos contábeis: Realizável, Compensação, Exigível, Patrimônio líquido, Contas de resultado credora, Contas de resultado devedora e Compensação.

Com base na Instrução CVM nº. 206/94, apresentam-se, a seguir, os Quadros 1 e 2 que detalham os principais aspectos normativos requeridos para a elaboração do balanço patrimonial do FII. Na seqüência, são apresentadas considerações a respeito de determinados aspectos relevantes previstos nessa legislação, que, do ponto de vista da doutrina contábil, merecem ser discutidos de forma mais detalhada.

Quadro 1 - O Ativo do Fundo

Estrutura do Balanço Patrimonial	Natureza das transações	Critérios para a avaliação dos ativos
Ativo Circulante	Inclui disponibilidades, aplicações financeiras, aplicações imobiliárias ¹⁵ , despesas pagas antecipadamente e outros direitos a receber que sejam realizáveis em até 360 dias.	<ol style="list-style-type: none"> 1. As transações classificadas nesse grupo devem ser avaliadas pelo seu custo de aquisição e, quando aplicável, acrescidas dos rendimentos auferidos até a data; 2. O valor do custo de aquisição deve ser reduzido por uma provisão para perda, sempre que o valor de mercado do ativo for inferior ao seu valor contábil; 3. Se inexistir valor de mercado para o ativo analisado, seu valor referencial deve ser determinado com base em ativos com características similares ou com base no valor presente do fluxo de caixa esperado para o ativo; 4. As contas a receber da venda de imóveis deverão ser apresentadas pelo seu valor presente. 5. Os demais ativos monetários, quando aplicável, também deverão ser demonstrados por seu valor presente.
Realizável a longo prazo	Inclui aplicações financeiras, aplicações imobiliárias e outros direitos e valores realizáveis após 360 dias.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Os critérios de avaliação a serem adotados são os mesmos previstos para o Ativo Circulante.
Ativo Permanente	Inclui imóveis para renda (usualmente o principal ativo do fundo) e o ativo diferido (representado por resultados pré-operacionais).	<ol style="list-style-type: none"> 1. Considerando-se o fim da correção monetária de balanço, a partir de 1º/01/1996, os imóveis para renda devem ser avaliados pelo custo de aquisição e retificados por depreciação acumulada; 2. A depreciação deve ser calculada com base na vida útil econômica do bem; 3. É ainda prevista a possibilidade de o valor residual do bem ser retificado através de provisão para perda, quando a recuperação do capital aplicado no empreendimento, não puder ser prevista com base nos resultados operacionais do fundo; 4. O diferido também deverá ser avaliado pelo custo de aquisição e retificado por amortização acumulada; 5. A provisão para perda é também aplicável ao ativo diferido. Contudo, sua constituição é de caráter permanente.

Fonte: Instrução CVM nº. 206/94

¹⁵ Referem-se a saldos de imóveis à venda, contas a receber de locação, contas a receber da venda de direitos sobre imóveis e outras transações relacionadas.

Quadro 2 - As Contas do Passivo e do Patrimônio Líquido do Fundo

Estrutura do Balanço Patrimonial	Natureza das transações	Critérios para a avaliação dos passivos
Passivo Circulante	Inclui as obrigações do fundo, provisões para contingência e outras provisões constituídas de acordo com o regime de competência, com vencimento em até 360 dias.	<ol style="list-style-type: none"> 1. As obrigações devem ser registradas pelos valores conhecidos, acrescidas, quando aplicável, pelos encargos devidos; 2. Os valores recebidos da venda de unidades imobiliárias a entregar, que representam adiantamento de clientes, deverão ser registrados no passivo circulante e/ou exigível a longo prazo.
Exigível a longo prazo	Considera a mesma natureza de obrigações do passivo circulante, porém com vencimentos previstos em prazo superior a 360 dias.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Aplicam-se os mesmos critérios previstos para o passivo circulante.
Resultado de exercícios futuros	Valores recebidos antecipadamente, deduzidos dos custos e das despesas necessários à sua obtenção.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Receitas e despesas deverão ser avaliadas pelo valor presente da época em que as transações são realizadas.
Patrimônio líquido	Inclui as cotas dos investimentos integralizados, eventuais reservas e os lucros ou prejuízos acumulados.	<ol style="list-style-type: none"> 1. Em razão do fim da correção monetária de balanço a partir de 1º./01/1996, os itens do patrimônio líquido são avaliados pelo seu custo histórico; 2. As receitas relativas às vendas de imóveis devem ser reconhecidas com base no valor presente da transação. Os eventuais custos futuros também devem ser reconhecidos com base em seu valor presente; 3. Para as obras com preço estipulado, os custos provisionados deverão ser atualizados por índice próprio. Para as obras com custo orçado, os custos deverão ser revisados trimestralmente; 4. As receitas de comercialização de pontos de negócios em <i>shopping centers</i> ou similares deverão ser reconhecidas no resultado de acordo com o prazo contratual de locação; 5. Quando as transações de locação ou arrendamento de imóveis transferirem ao locatário, substancialmente, os benefícios e os riscos do ativo, deverão, para fins contábeis, ser equiparadas à venda do ativo, caso preencham uma das condições a seguir: a) o imóvel for automaticamente transferido ao locatário no final do contrato; b) o contrato de aluguel tenha previsão de uma opção de compra do imóvel por valor insignificante; c) o prazo do contrato de aluguel for igual ou superior a 75% da vida útil estimada do bem ou d) o valor presente dos aluguéis, no ato de sua contratação, for superior a 80% do valor de mercado do bem.

Fonte: Instrução CVM nº. 206/94

Adicionalmente à estrutura do balanço patrimonial, é pertinente mencionar, novamente, que, em termos de divulgação, as Instruções CVM n.º 205/94 e n.º 206/94 requerem que, além das informações usualmente requeridas, os FIIs divulguem em nota explicativa às demonstrações financeiras, no mínimo:

- a) Informações analíticas sobre as características dos investimentos imobiliários, incluindo o valor de mercado¹⁶;
- b) Informações a respeito do valor de mercado dos demais ativos, quando aplicável;
- c) Detalhes a respeito dos gastos com taxa de administração;
- d) Apresentação do cálculo de distribuição do resultado aos cotistas.

Durante a elaboração desta dissertação, a CVM colocou em audiência pública proposta de alteração de sua Instrução n.º 205/94. Entre as principais propostas de mudança estão: a) a possibilidade de os FIIs investirem seus recursos também em títulos com lastro imobiliários, como, por exemplo: Letras Hipotecárias - LH; Letras de Crédito Imobiliário - LCI; Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI; Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios - FIDC e ações do setor de construção civil; b) uma maior flexibilização na criação de fundos como, por exemplo: i) a abertura de novos fundos mesmo que não haja demanda para o volume total ofertado e ii) a possibilidade de a comunicação com os cotistas, inclusive para fins de votação em assembleias, ser eletrônica e c) a segregação dos FIIs na seguintes classes: i) Fundos de Propriedade Imobiliária; ii) Fundos de recebíveis imobiliários e iii) Fundos Híbridos. De acordo com a minuta da instrução apresentada pela CVM, as alterações propostas abrangem exclusivamente aspectos operacionais dos fundos.

¹⁶ Um detalhe sobre esse item é que a divulgação do critério de apuração do valor de mercado é parte das informações mínimas do relatório do administrador do fundo. Contudo, em razão da natureza dessa informação parece relevante que a sua divulgação também seja feita nas notas explicativas do fundo; em específico as notas explicativas sobre práticas contábeis e ativo imobilizado.

3 CONSIDERAÇÕES SOBRE A LEGISLAÇÃO CONTÁBIL BRASILEIRA

A seguir, são apresentadas algumas considerações sobre a estrutura de balanço e os principais critérios de avaliação de ativos e passivos previstos na Instrução CVM nº 206/94. A apresentação dessas considerações tem como intuito realizar uma reflexão dos critérios previstos nessa norma com outras normas, como também em relação a determinadas orientações da doutrina contábil.

As considerações seguintes dizem respeito à segregação das operações do fundo entre circulante e longo prazo. O prazo limite de doze meses definido para a segregação de valores a receber ou realizar segue conceito tradicional.

Com referência à adoção desse critério, cita-se, como exemplo, além da lei societária, a Norma e Procedimento Contábil do IBRACON - NPC 01 - Ativo circulante, a qual, em seu item 6, menciona:

Os itens são incluídos no ativo circulante conforme a expectativa de serem eles realizados dentro de um ano ou do ciclo operacional normal da entidade, **dos dois períodos o mais longo**.

O prazo para a segregação das obrigações do Fundo segue critério semelhante. Em termos legais, esse prazo de segregação pode também ser referenciado ao Art. 180 da Lei nº 6.404/76, o qual indica que obrigações com vencimento superior a 12 meses serão registradas no longo prazo. Pertinente notar, ainda que não seja aplicável aos FIIs, que o Plano de Contas - COFI - aplicável a outras modalidades de fundos de investimentos, não prevê segregação entre curto e longo prazo; mantém um único grupo contábil: o Realizável.

3.1 Ativo imobilizado

Em função da relevância que o ativo imobilizado possui para as operações do FII e, conseqüentemente, em sua posição patrimonial e financeira, especial atenção é dada à análise dos aspectos contábeis e de avaliação relacionados a esse elemento do ativo, mesmo que parte análise seja de natureza introdutória.

Como primeira referência à definição do ativo imobilizado, cita-se importante obra nacional de autoria da equipe de Professores da FEA/USP¹⁷, coordenada por Iudícibus (2006, p. 207), que assim o define:

O Ativo Imobilizado é a parcela do Ativo que **se compõe dos bens destinados ao uso [...] e à manutenção da atividade da empresa**, inclusive os de propriedade industrial ou comercial. São elementos que servem a vários ciclos operacionais da empresa, às vezes por sua vida toda.

Essa definição, ainda que introdutória, é fundamental para o entendimento da natureza do principal ativo do FII. Pode-se, também, citar a definição de ativo imobilizado proposta pelo IBRACON, na NPC 07 - Ativo imobilizado - item 06:

[...] **compreende os ativos tangíveis** que: a) **são mantidos por uma empresa para o uso na produção ou fornecimento de mercadorias ou serviços, para locação a terceiros ou para finalidades administrativas**, e b) conforme a expectativa deverão ser usados por mais de um período.

A definição proposta pelo IBRACON caminha em linha com a prevista na Norma Internacional de Contabilidade, no caso, o pronunciamento IAS n.º 16, o qual trata, especificamente do ativo imobilizado.

Como parte do entendimento da definição de ativo imobilizado é pertinente comentar suas características. Algumas das características gerais citadas na obra de Hendriksen e Van Breda (1999, p. 362) são as seguintes: 1. Os ativos representam bens físicos mantidos para facilitar a produção de outros bens e a prestação de serviços à empresa ou seus clientes, no decorrer normal das operações; 2. Todos esses ativos possuem vida útil limitada; 3. Esses ativos são de natureza não monetária, ou seja, seus benefícios decorrem de seu uso ou da venda de serviços, e não de sua transformação em recursos; 4. De forma geral, os benefícios são obtidos durante um período mais longo do que um ano ou um ciclo operacional da empresa.

Após breves comentários a respeito da natureza do ativo imobilizado, pode-se, agora, trabalhar na discussão de seu critério de mensuração, ou seja, no critério a ser adotado para se atribuir valor a esse ativo. De acordo com a Instrução CVM n.º 206/94, o critério de avaliação aplicável a esse ativo corresponde ao seu custo de aquisição.

¹⁷ Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

Para Martins *et al* (2001, p.28), o custo de aquisição, ou histórico, representa uma das opções de mensuração patrimonial compreendidas no conceito de valores de entrada, o qual, por sua vez, representa o sacrifício que a empresa fez, no passado, para adquirir um determinado recurso, disponível para venda ou para uso. Esse autor relaciona as seguintes outras opções de mensuração patrimonial compreendidas nesse conceito: custo histórico corrigido; custo corrente; custo corrente corrigido e custo de reposição futuro.

Uma outra opção de avaliação patrimonial refere-se ao conceito de valores de saída. Contudo, em função das restrições dessa abordagem de avaliação para a contabilidade financeira, sua conceituação não é, por ora, comentada; sua análise é retomada, de forma breve, ao se abordar a exigência de aplicação da análise de *impairment* sobre o ativo imobilizado do fundo.

Retornando ao conceito de valores de entrada, Iudicibus e Marion (2006, p. 146), definem custo de aquisição como:

É o valor original da transação, isto é, quanto custou à empresa adquirir um determinado ativo ou quanto custaram os insumos contidos no ativo, se foram fabricados.

Martins *et al* (2001, p. 29) acrescenta o comentário de que a ampla opção pelo uso de valores de entrada é, em geral, respaldada por três importantes conceitos: 1) o fato de o lucro ser visto como uma diferença entre o caixa advindo do negócio e o caixa que nele foi desembolsado ou investido; 2) a facilidade na obtenção da informação e 3) o fato de os valores estarem consignados em documentos e, portanto, serem de fácil verificação e comprovação.

Nesse mesmo tema, Iudícibus (2006, p. 149) menciona que a adoção de valores de entrada para a avaliação de ativos não monetários, é consequência das características de objetividade e verificabilidade desse critério.

Assim, a Instrução CVM dos FIIs parece ter sido concebida exatamente com base nesses conceitos, requerendo que os itens do ativo imobilizado sejam avaliados e registrados pelo seu custo de aquisição.

Em termos de norma, o IBRACON, através da NPC 07 (Ativo imobilizado), define custo de aquisição, como:

[...] o montante pago em dinheiro ou equivalente, ou o valor justo de outra forma de pagamento ou sacrifício econômico para adquirir o ativo na data de sua aquisição ou construção.

A definição de custo de aquisição proposta pelo IBRACON, acompanha a definição proposta pela Norma Internacional de Contabilidade.

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 306), ao tratarem da definição de custo histórico, mencionam:

O custo histórico é definido pelo preço agregado pago pela empresa para adquirir a propriedade e o uso de um ativo, incluindo todos os pagamentos necessários para colocar o ativo no local e nas condições que permitam prestar serviços na produção ou em outras atividades da empresa.

Entre as vantagens na adoção do custo histórico, Martins *et al* (2001, p. 33) apresenta argumenta semelhante à Iudícibus, afirmando que: “[...] é o valor de entrada que melhor atende aos conceitos de objetividade e praticabilidade [...].”

Por outro lado, é comum o entendimento desses renomados autores, nacionais e internacionais, de que o custo histórico apresenta desvantagens, podendo em determinadas situações, não representar a melhor opção de uma abordagem de avaliação.

Outro aspecto, previsto pela Instrução CVM dos FIIs, é o reconhecimento de que ativos imobilizados possuem uma limitada vida útil e, portanto, aplica-se o reconhecimento contábil da depreciação do bem, de acordo com sua vida útil estimada.

3.2 A mensuração do imóvel a preços de mercado

A legislação dos FIIs, (Instruções CVM n°. 205/94 e n°. 206/94), determina que o ativo imobilizado seja também avaliado a mercado e esse valor, divulgado, semestralmente, nas notas explicativas das demonstrações financeiras e no relatório do administrador do fundo¹⁸.

¹⁸ A Instrução CVM n°. 206, em seu Art. 1º., § 2º., inciso I, menciona: “**As seguintes notas explicativas serão objeto de divulgação** [...] I - Informação analítica da posição dos investimentos imobiliários, na data de encerramento do período, detalhando cada empreendimento, com endereço, metragem de área total/construída, estágio em que se encontra, suas características, valor líquido e **valor de mercado** [...], bem como sua movimentação no período.”

A obrigatoriedade da apresentação do valor do mercado para o principal ativo do fundo é a indicação de que uma divulgação, baseada exclusivamente no valor histórico do ativo imobilizado, não é suficiente para a tomada de decisões de administradores e investidores. De certa forma, pode-se inferir que é o reconhecimento da Instrução de que a abordagem do custo histórico possui imperfeições.

Nesse sentido, Martins *et al* (2001, p. 36), discorrendo a respeito das desvantagens da adoção do custo histórico, menciona:

O custo histórico, por desconsiderar as alterações no valor dos itens ao longo do tempo, pode acarretar a manutenção de registros sem qualquer significado, seja como uma medida da quantidade de recursos disponíveis ou potencial de geração de benefícios futuros.

Acrescente-se a esse respeito, citação de Iudicibus e Marion (2006, p. 102) que menciona:

Se o custo histórico (original), na data de uma transação, se aproxima bastante do valor econômico de um ativo [...], o mesmo não se pode afirmar, com o decurso do tempo, pelos seguintes fatores: a) desgaste físico e natural do ativo; b) flutuações específicas do preço do ativo em graduação diferenciada da variação do poder aquisitivo médio geral da moeda; e c) mudanças tecnológicas e obsolescência.

É, baseando-se nessas considerações, no fato de que o principal ativo do fundo, o imóvel, é de longo prazo, e de que a legislação brasileira não permite mais sua atualização (correção monetária), que as desvantagens, na adoção do custo histórico para a avaliação desse ativo, ficam evidentes. Esse contexto permite, em consequência, uma maior crítica à adoção dessa prática contábil de avaliação para essa modalidade de fundo de investimento.

Apesar de a legislação nacional não prever de forma específica a possibilidade de se considerar o valor de mercado dos imóveis como base de prática contábil, observe-se que não há para os FIIs proibição para sua adoção. Ao analisar determinados detalhes a respeito da legislação contábil antes referida (Instruções CVM), identificam-se aspectos que permitem a interpretação de que esses fundos poderiam escriturar seus imóveis a valor de mercado. Entre esses aspectos, podem-se exemplificar: i) o fato de a Instrução CVM 206/94 prever a existência de saldos de reservas no patrimônio líquido do fundo; ii) a previsão de que as demonstrações financeiras dos FIIs: “[...] obedecerão, ainda, no que couber e no que não conflitar com esta Instrução, as normas e disposições aplicáveis às companhias abertas.” e iii)

o fato de os ajustes decorrentes da avaliação dos ativos a mercado não acarretar reflexos na tributação da pessoa jurídica do fundo.

Na prática, o que se pode observar e a análise dos balanços patrimoniais dos FIIs realizada adiante confirma, é que determinados administradores, ainda que em minoria, optaram por escriturar o empreendimento imobiliário do fundo por seu valor de mercado, mediante o registro de uma reavaliação.¹⁹

Pode-se, também, considerar que o reconhecimento contábil dos imóveis, a valor de mercado, representa a adoção de prática consistente com: i) os outros elementos do ativo do FII e ii) com outras modalidades de fundos de investimentos, que adotam a prática de avaliar seus ativos a preços de mercado (marcação a mercado).

Nesse sentido e considerando-se que, no caso, o valor de mercado é referenciado na doutrina contábil pelo custo corrente, apresenta-se definição proposta por Hendriksen e Van Breda (1999, p. 308):

Os custos correntes representam o preço de troca que seria exigido hoje para obter o mesmo ativo ou um ativo equivalente. Se houver um mercado no qual ativos semelhantes sejam comprados e vendidos, um preço de troca poderá ser obtido e associado ao ativo possuído [...]. Deve ser observado, porém, que esse preço corrente de troca é um preço de custo somente quando é obtido a partir de cotações em um mercado no qual a empresa adquire seus ativos ou os serviços por eles proporcionados; não pode ser obtido a partir de cotações no mercado em que a empresa usualmente vende seus ativos ou seus serviços no curso normal de suas operações, a menos que os dois mercados coincidam.

A adoção do valor de mercado como prática contábil de qualidade superior pode ser fundamentada em citação de Iudícibus (2006, p. 150), que reconhece que o valor de mercado, representado pelo custo corrente, apresenta vantagens em relação ao custo histórico e a outros conceitos. Nesse sentido, comenta:

Para o usuário externo [o custo corrente] é uma medida que aumenta o poder preditivo do balanço, que melhor compara receita com despesa e representa uma aproximação de quanto deveria desembolsar para obter uma empresa parecida com a que está sendo avaliada.

Mais adiante Iudícibus (2006, p. 150) conclui que:

¹⁹ Relevante lembrar que a Lei 11.638/07 vetou a partir do exercício findo em 31/12/2008, a realização de novas reavaliações para as sociedades anônimas.

[...] o custo corrente de reposição na data, como base de avaliação de ativo, seja, provavelmente o mais completo.

A respeito do custo corrente, Martins (2001, p. 55) comenta:

[...] entendemos que a adoção do custo corrente na contabilidade financeira deve ser precedida de uma reflexão com muita profundidade, embora, teoricamente, ela deva melhorar a qualidade da informação em muitos aspectos.

No caso dos FIIs, considerando-se os comentários anteriores, bem como os objetivos e as características operacionais do fundo, é possível inferir que a representação contábil dos imóveis pelo valor de mercado (custo corrente), possui um conteúdo informacional superior ao de sua representação pelo custo histórico. Uma das razões que justifica essa superioridade, como dito, foi a extinção do reconhecimento dos efeitos inflacionários nas demonstrações contábeis a partir de 1º. de janeiro de 1996. Contudo, ainda que a legislação permitisse tal reconhecimento, haveria a possibilidade de as variações ocorridas no preço dos imóveis não acompanharem a inflação do período. Isso porque as variáveis que interferem no preço dos imóveis são também outras, como, por exemplo, a localização do empreendimento imobiliário, seu estado de conservação etc.

Uma forma simples para se perceber a superioridade do valor de mercado como critério de avaliação do ativo imobilizado, talvez seja considerar que o investimento no imóvel tenha sido realizado através de uma forma tradicional, ou seja, por meio de uma compra direta. Nessa situação, é razoável considerar que um parâmetro de avaliação relevante para o investidor decidir sobre a continuidade ou não de seu investimento, seja o valor de mercado de seu imóvel. Como parte dessa consideração ressalte-se que os FIIs admitem a negociação de suas cotas em mercado secundário.

Outro aspecto a se comentar é que a própria norma, ao requerer que o valor de mercado dos imóveis seja divulgado - mesmo que em nota explicativa - transmitiu a idéia de que essa informação é de fato relevante para o conhecimento de investidores e administradores.

Assim, assumindo a importância da divulgação do valor de mercado do imóvel, é pertinente, nesse estágio da discussão, analisar sua definição para fins contábeis. Como referência inicial, considerando que a legislação dos FIIs orienta que suas práticas contábeis sejam aquelas

aplicáveis às companhias abertas, é citada a definição de valor de mercado prevista na Deliberação CVM n.º. 183/95:

[...] é o valor de entrada, que a empresa despenderia no mercado para repor o ativo, considerando-se uma negociação normal entre partes independentes e isentas de outros interesses. Esse valor deve considerar o preço à vista de reposição do ativo, contemplando as condições de uso em que o bem se encontra.

Essa definição orienta que a mensuração do novo valor do bem deve considerar as condições físicas em que o bem se encontra. Portanto, o que se busca com a avaliação a mercado, de acordo com essa deliberação, não é a determinação de seu valor de novo, mas sim a do valor de mercado do bem no estado físico em que ele se encontra, ou seja, usado. E mais, a análise deve considerar sua utilização dentro das atividades normais da empresa e pressupor a continuidade operacional da entidade. Assim, a avaliação, do ponto de vista das normas da CVM, não deve considerar o valor futuro potencial do bem ou seu valor de venda ou liquidação.

Já a Instrução CVM dos FIIs, não apresenta sua definição de valor de mercado, parece estar mais preocupada com os elementos necessários de divulgação em nota explicativa (Art. 17, inciso III, letra c, da Instrução CVM 205 de 14/01/1994):

O valor de mercado dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período, com base em análise técnica especialmente realizada para esse fim, em observância dos critérios de orientação usualmente praticados para avaliação dos bens imóveis integrantes do patrimônio do Fundo, critérios estes que deverão estar devidamente indicados no relatório.

Ao abordar, novamente, a definição de valor de mercado do imóvel, no caso do FII, é pertinente apresentar algumas considerações de Lima Jr.²⁰.

Inicialmente, Lima Jr. (1997), baseando-se no propósito do FII, apresenta relevante observação que permite analisar o valor do imóvel do fundo de outra forma:

[...] a imagem do EMPREENDIMENTO é mais abrangente do que o imóvel em si, ou seja, trata-se de ser proprietário de um empreendimento, que corresponde ao desenvolvimento de um determinado negócio, tendo por base um imóvel, cuja exploração consiste na essência do negócio.

²⁰ Professor, Doutor, pela Escola Politécnica da Universidade de São Paulo - Departamento de Engenharia de Construção Civil.

Essa observação, de certa forma, representa uma equiparação da natureza do investimento imobiliário (FII) a um investimento em uma participação societária.

Outra importante consideração apresentada por Lima Jr. (1997) menciona: “[...] a análise de valor de empreendimentos da base imobiliária entra em conceitos muito mais ampliados do que a medida do valor de reprodução da edificação [...]”

Esse autor considera que a análise do valor do FII não deve se concentrar no imóvel dissociando-o do negócio, há que se considerar o empreendimento como um todo e, assim, contemplar, inclusive, a perspectiva de rentabilidade que o negócio proporcionará com suas operações.

Nesse contexto, Lima Jr. (1997) detalha que a análise do valor do FII é representada pelo conjunto dos seguintes componentes:

- a) Valor da terra: é determinado pelo método da comparação, quando é possível obter uma amostra qualificada de transações semelhantes. Os elementos fornecidos por essas transações são os que permitirão determinar o valor do bem;
- b) Valor da edificação: é baseado no critério de custo de reprodução, ou seja, estimativa do custo necessário para se reproduzir um bem similar. Para esse componente detalha: “[...] quando se fala em construção civil, o preço para comprar a obra pronta e operando e não somente a estimativa de custos para refazê-la, levando em consideração, portanto, as margens para cobertura de riscos e de resultado dos produtos.”²¹;
- c) Valor da oportunidade do investimento: consiste em contemplar, na avaliação, a rentabilidade esperada pelo investidor. Contudo, há, também, que se considerarem os riscos associados ao padrão de rentabilidade esperada.

²¹ Repare que são tratados pelo autor de forma segregada, o valor da terra e o valor da edificação; o que se pode pressupor que também devam ser tratados dessa forma, para fins contábeis. Contudo, a análise das demonstrações financeiras dos FIIs apresentada no capítulo 5 revela situação diferente.

Em razão desse entendimento, parece que os componentes relativos ao valor da terra e da edificação sejam similares àqueles considerados pela Deliberação CVM para a determinação do valor reavaliado de um bem.

Se for considerado o comentário anterior, de que, de certa forma, o investimento imobiliário é equiparado a um investimento societário, a adoção integral dos componentes de avaliação propostos por Lima Jr., para fins contábeis, poderia implicar no reconhecimento de uma mais valia do fundo, representada por sua própria rentabilidade futura. Em outras palavras, equivaleria ao registro contábil de um ágio gerado internamente, ou seja, um ágio que não foi adquirido.

Se do ponto de vista contábil essa prática é discutível, de outro, se considerada a indústria brasileira de fundos e os referenciais normativos da CVM, identifica-se prática contábil que admite o reconhecimento do ágio, oriundo de rentabilidade futura gerado internamente. É, por exemplo, o caso de determinados investimentos mantidos pelos Fundos de Investimento em Participações - FIP.

A Instrução CVM n°. 340/00, ao regular os critérios de avaliação da carteira de investimentos dessa modalidade de fundo, determinou:

§ 9º. - Os fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio fechado com prazo de duração igual ou superior a cinco anos poderão adotar, para efeito de avaliação do caput previsto deste artigo, o valor econômico determinado por empresa independente especializada, para a avaliação dos valores mobiliários de renda variável de companhias sem mercado ativo em bolsa ou em balcão organizado.

Não há como negar que essa previsão representa um precedente normativo em termos de avaliação dos imóveis que pertencem ao FII. Contudo, também não há como negar que, do ponto de vista econômico-contábil, é bastante discutível a possibilidade de adoção dessa prática, pois, por princípio, o registro do ágio gerado internamente, somente deveria ser reconhecido quando pago a partes não relacionadas.

A esse respeito é aplicável comentário de Martins²² que menciona: **o registro do imóvel por seu valor de mercado e sua periódica revisão, faz com que o valor da depreciação esteja**

²² MARTINS, Eliseu, *et al.* *Um estudo sobre as demonstrações contábeis dos fundos imobiliários.* (2004). (Artigo não publicado).

implícito em seu novo valor, e, portanto, o registro dessa despesa, por simplificação, poderia ser omitido.

Adicionalmente, a adoção do valor reavaliado e o não registro da despesa de depreciação, afastariam uma grande discussão existente nos Estados Unidos, a respeito da prática contábil de se reconhecer depreciação sobre o custo histórico dos imóveis.

Na opinião da *NAREIT*, o registro contábil dos imóveis a custo histórico e a sua redução através da despesa de depreciação, implica em assumir que o valor do imóvel é de forma preditiva reduzido com o passar do tempo, o que o passado não permite afirmar.

A *NAREIT* argumenta, também, que o registro da despesa de depreciação tem distorcido o resultado operacional dos fundos imobiliários e que analistas e investidores se vêm obrigados a desenvolver e a identificar novos indicadores de desempenho, como o caso do *FFO - Funds From Operations*²³. Para a apuração desse indicador, são excluídos do lucro contábil apresentado pelo fundo: a despesa de depreciação dos imóveis e os ganhos ou perdas com ativos depreciáveis. Esses últimos, são excluídos por se considerar que não são recorrentes e, portanto, não contribuem para avaliar a capacidade de distribuição de dividendos do fundo.

Diante do que foi comentado, parece adequado inicialmente afirmar que o valor de mercado do imóvel, apurado na forma orientada pela Deliberação CVM n°. 183/95, deveria ser adotado pelo FII como base de registro contábil. Esse registro, como já dito, poderia, inicialmente, se dar através do reconhecimento contábil de uma reavaliação, e, portanto, amparado pela norma do FII, uma vez que corresponderia a procedimento contábil aplicável a companhia aberta. Contudo, com a publicação da Lei n°. 11.638 de 28 de dezembro de 2007, a prática contábil da reavaliação de bens tangíveis deixou de existir e, portanto, desamparada pela nova lei societária. Restaria, então, utilizar, como referência contábil para o registro do valor de mercado do imóvel, a norma internacional de contabilidade que trata de propriedades para investimento (*IAS 40*). De acordo com esse pronunciamento, a diferença entre o valor de mercado e o custo de aquisição seria apropriada diretamente no resultado do exercício, e não

²³ Indicador específico da indústria de *Reits* nos EUA. A intenção da indústria é que esse indicador seja analisado em conjunto com os dividendos pagos por cada fundo imobiliário.

mais no patrimônio líquido em rubrica de reserva de reavaliação. Adiante, detalham-se comentários sobre esse pronunciamento.

E, como mencionado, a revisão periódica do valor de mercado permitiria que o registro da despesa de depreciação, por simplificação, fosse omitido. Obviamente, essa prática leva em consideração que sua adoção não acarretará prejuízos tributários ao fundo, ao deixar de registrar essa despesa, pois os lucros distribuídos aos cotistas do FII, conforme define sua legislação, são baseados no caixa gerado e distribuído no período e não em seu lucro contábil.

3.3 Propriedade para investimento (IAS 40)

Considerando-se os argumentos apresentados pela *NAREIT* a respeito das distorções que a adoção da depreciação contábil acarreta às demonstrações financeiras e as atuais características operacionais dos FIIs, parece muito apropriado o entendimento de Martins *et al* (2004, artigo não publicado), de que os imóveis do fundo devem ser mensurados pelo valor de mercado e periodicamente revisados.

Em termos normativos, com a mudança da lei societária em dezembro de 2007, identifica-se que essa proposta possui respaldo na *International Accounting Standard - IAS 40 - Propriedades para investimento*. Em razão da importância dessa norma como referência contábil para os FIIs, destacam-se, a seguir, determinados conceitos e orientações previstas nessa norma julgadas relevantes.

Os comentários relacionados abaixo foram obtidos da publicação ‘Normas Internacionais de Contabilidade’, elaborada pelo IBRACON (2002). São eles:

- a) Primeiramente, ressalte-se a definição de propriedade para investimento: “[...] **é a propriedade** (terreno ou um edifício - ou parte de um edifício - ou ambos) **mantida** (pelo proprietário ou pelo arrendatário sob um arrendamento financeiro) **para auferir aluguéis ou ganhos de capital, ou ambos [...]**” (p. 990). É exatamente a situação da maior parte dos FIIs analisados, por isso, sua aderência a essa norma;
- b) Em termos de mensuração, orienta essa norma que a avaliação inicial da propriedade consiste na adoção do método de custo até sua conclusão e que após

essa fase a entidade deverá escolher entre a manutenção do **modelo de custo** ou a adoção do **modelo de valor justo** (p. 994).

- c) Surge então, a necessidade de entender o significado da expressão ‘valor justo’. Mesmo que passível de discussão, o valor justo é definido por essa norma internacional de contabilidade como: “[...] o montante pelo qual um ativo poderia ser transacionado, entre partes conhecedoras do assunto e dispostas a negociar numa transação com isenção de interesses, como se fosse entre partes não relacionadas” (p. 990). Para melhor caracterização, pode-se acrescentar a essa definição a menção de que, normalmente, o valor justo corresponde ao valor de mercado do bem, entendendo-se esse como os preços correntes negociados em um mercado secundário ativo. Obviamente, trata-se de um mercado ativo para propriedades semelhantes (p. 996). Sobre esse tema pertinente destacar as considerações a respeito de preços correntes antes apresentadas;
- d) Ao optar pelo modelo do valor justo, uma entidade deixa de adotar a prática contábil da depreciação;
- e) Ao optar pelo modelo do valor justo, os ganhos ou as perdas que resultarem da mudança no valor da propriedade serão registrados no resultado do período em que forem identificados (p. 995);
- f) Ao adotar o modelo do valor justo, a entidade deverá continuar utilizando-o até a data da venda da propriedade (p. 998);

Com base nesses comentários, fica evidente que a proposição de Martins *et al.* (2004), para mensuração do valor de mercado dos imóveis do fundo, também encontra respaldo nas Normas Internacionais de Contabilidade. Já o entendimento de Lima Jr. de que os imóveis devem ser entendidos como um empreendimento imobiliário e avaliados como tal, ou seja, de forma equivalente a uma entidade, somente possui amparo na norma internacional em situação de exceção, ou seja, se inexistirem preços correntes comparáveis que possam ser utilizados como referência. Essa seria a única hipótese para se avaliar a propriedade para investimento com base em suas projeções de fluxos de caixa.

3.4 A previsão do *Impairment*

Considerando a discussão de valor de mercado do ativo imobilizado, um aspecto inovador dos normativos dos FIIs à época (1994) foi a introdução do conceito de *impairment*, ou seja, a

possibilidade de se constituir uma provisão para perda sobre a parcela do valor residual do ativo imobilizado, que não é recuperada com os fluxos de caixa futuros oriundos de seu uso na operação ou de sua venda. Considera-se inovador esse aspecto da norma, pois a CVM somente veio a fazer sua primeira referência específica sobre o assunto no ano seguinte, ou seja, em 1995, ao emitir a Deliberação CVM 183/95, que trata da Reavaliação de Imobilizados Tangíveis.

A legislação contábil nacional somente apresentou uma proposta ampla sobre o tema *impairment* no final do ano de 2006, com a norma ‘Redução no valor recuperável de ativos’, elaborada pelo recém-criado Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC)²⁴. Em termos normativos, pode-se, então, dizer que a Instrução CVM nº. 206/94, ainda que específica para a indústria dos FIIs, representou, nesse aspecto, uma evolução da legislação contábil.

A Instrução CVM nº. 206/94, também, previu a adoção desse critério ao valor residual do ativo diferido. Essa previsão, de fato, não poderia ser diferente, uma vez que todos os ativos e principalmente aqueles de longa maturação, estão sujeitos à perda da capacidade de recuperação de seu valor.

A particularidade da norma para o ativo diferido foi o fato de a provisão para perda ter caráter definitivo, o que, na prática, representa uma baixa de seu valor, e não o registro temporário de uma provisão passível de reversão. A norma sugere que, uma vez identificada a impossibilidade de recuperação do valor de um ativo diferido, essa situação não poderia ser mais revertida.

Contudo, o conceito de *impairment* não é exclusivo de ativos imobilizados tangíveis ou ativos diferidos. Seu conceito pressupõe que todos os ativos devem ser recuperáveis. É, nesse sentido, que o ativo circulante e o realizável a longo prazo, na hipótese em que o custo de aquisição for superior ao seu valor de mercado, também devem ser retificados por meio de provisões para perda.

O registro dessa provisão implica em reconhecer que o valor do ativo não é capaz de gerar ou se transformar em fluxos de caixa futuros suficientes para recuperar seu próprio valor

²⁴ Comitê constituído por 6 entidades: ABRASCA; APIMEC Nacional; BOVEPSA; Conselho Federal de Contabilidade; FIPECAFI e outras.

original. Nesse contexto, o valor de mercado representa uma alternativa de verificação do quanto o ativo em análise pode se transformar em caixa. Do ponto de vista da doutrina contábil, não há justificativa para denominar um elemento como ativo, caso não seja provável que ele proporcione benefícios futuros.

Como fundamento a esse tema e à origem dessa previsão normativa, há o conceito de ativo proposto pela doutrina contábil. Assim, é oportuna a referência a determinadas definições de ativo e de suas características, propostas por renomados autores nacionais e estrangeiros.

Iudícibus (2006,, p. 139) apresenta entre outras referências, a seguinte definição de ativo:

[...] são recursos controlados por uma entidade capazes de gerar, mediata ou imediatamente, fluxos de caixa.

Lopes e Martins (2005, p. 143), analisando a estrutura conceitual básica da contabilidade, citam:

Os ativos devem representar os benefícios futuros obtidos ou controlados por uma entidade como resultado de atividades passadas ou eventos. Cabe ressaltar a importância da consideração dos benefícios futuros da organização e da figura do controle na definição dos ativos. O foco deve ser nos benefícios futuros da organização.

Hendriksen e Van Breda (1999, p. 286) acreditam que: “[...] ativos devem ser definidos como potenciais de fluxos de serviço ou direitos a benefícios futuros sob o controle de uma organização.”

3.5 Essência sobre a forma

Um outro aspecto relevante a ser ressaltado sobre a Instrução CVM nº 206/94 e que representa diferencial qualitativo, está relacionado à previsão de que determinadas transações não podem ser registradas, exclusivamente, com base na sua aparente forma jurídica. Ao priorizar aspectos econômicos ao invés de jurídicos, essa norma representa uma referência a um dos maiores desafios da contabilidade atual: o de fazer com que as transações sejam registradas, prioritariamente, de acordo com sua essência econômica e não de acordo com seus aspectos formais e jurídicos.

A dificuldade em compatibilizar a forma da transação e sua essência econômica, como explicam Lopes e Martins (2005, p. 52 e p. 53), está baseada no conceito e no uso do direito romano²⁵, em que, “[...] as normas emanam do texto legal. Isto é, para que algo tenha valor é necessário que haja uma menção clara e específica na lei.”

Ainda sobre essa questão, a CVM, em seu ofício-circular anual (Ofício-circular CVM/SNC/SEP nº. 01/2007), preparado pela Superintendência de Normas Contábeis, assim justifica o atual cenário contábil brasileiro:

[...] nos países com base no Direito Romano, onde os usuários principais foram os credores e o FISCO, a referência principal baseou-se na conformidade com à lei, ou orientação pela norma (*rules oriented*). Temos, portanto, no ambiente contábil brasileiro a mudança feita pela lei sob a égide do direito romano, o que é de tramitação demora e não consegue acompanhar a evolução dos negócios.

A referência feita pela norma do FII diz respeito às transações de locação e arrendamentos de ativos do fundo imobiliário. Prevê a norma:

A locação ou arrendamento de ativos pertencentes ao Fundo, que transfiram substancialmente ao locatário os benefícios e os riscos inerentes à propriedade do bem devem ser contabilizados como venda de ativo [...].

Essa previsão é ainda complementada com as hipóteses que caracterizam essa transferência.

²⁵ Lopes e Martins (2005, p. 52) observam que: “O direito romano é normalmente praticado em países que estiveram sob influência do império romano inicialmente e posteriormente sob a influência francesa. [...] Os países que foram colônias ibéricas na América do Sul adotam, naturalmente, o regime de direito romano.”

É pertinente lembrar que a busca para se refletir na contabilidade a essência econômica das transações não é recente. A própria CVM, em 1986, ao aprovar o pronunciamento do IBRACON (à época Instituto Brasileiro de Contadores) sobre a 'Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade', já buscava alertar o mercado sobre esse tema. É nesse sentido, que a Deliberação n°. 29/86 destacava a essência como um dos objetivos da contabilidade:

A contabilidade possui um grande relacionamento com os aspectos jurídicos que cercam o patrimônio, mas, não raro, a forma jurídica pode deixar de retratar a essência econômica. **Nessas situações, deve a Contabilidade guiar-se pelos seus objetivos de bem informar, seguindo, se for necessário para tanto, a essência ao invés da forma.**

Dessa forma, apesar desse tema não ser uma novidade, a norma do FII veio retomar e reforçar a preocupação da essência sobre a forma das transações de modo específico, em Instrução que, do ponto de vista contábil, é relevante para o fundo.

3.6 Outras considerações

Há, ainda, um outro tema que, em função de sua relevância para o FII, se entende pertinente analisar. Diz respeito aos gastos que são incorridos pelo fundo a título de conservação e manutenção do imóvel.

Primeiramente, as Instruções da CVM de n°. 205/94 e n°. 206/94 não indicam o tratamento contábil a ser adotado para esses gastos, o que pressupõe que se sejam aplicáveis as práticas contábeis da CVM adotadas por companhias abertas, conforme a própria norma orienta.

Se esse for de fato o entendimento, considera-se como norma contábil aplicável ao registro dos gastos incorridos com a conservação e a manutenção dos imóveis do FII, a Norma e Procedimento de Contabilidade - NPC n°. 07 - Ativo Imobilizado, editada pelo IBRACON em 18/01/2001.

Em relação a esses gastos, a norma do IBRACON menciona que: “O dispêndio com reparos ou manutenção de ativo imobilizado é incorrido **para restaurar ou manter os benefícios econômicos futuros** que a empresa pode esperar do padrão originalmente avaliado no desempenho do ativo. **Como tal, é usualmente reconhecido como despesa quando incorrido [...].**”

Repare que o aspecto relevante dessa prática contábil está centrado no fato de que não há aumento nos benefícios econômicos futuros do ativo. Contudo, ainda de acordo com a norma, caso se verifique que o dispêndio realizado aumenta esses benefícios futuros e esses dispêndios sejam recuperáveis, então, a prática contábil deveria ser a de registrar tais gastos como parte do ativo imobilizado.

Sobre esse tema, Lima Jr. (1994) argumenta que o valor do ativo imobiliário está relacionado à sua capacidade de geração de receita de uma maneira estabilizada, o que somente ocorre com: a **manutenção contínua** do empreendimento; dispêndios, de tempos em tempos, para a **adequação e atualização funcional** do imóvel e, em determinado momento da vida do imóvel, dispêndios para **reciclá-lo**.

Esse autor, em estudo sobre a depreciação do ativo do FII, faz determinadas considerações, abaixo reproduzidas, que, do ponto de vista contábil, não parecem muito apropriadas.

A primeira delas diz:

Relativamente, então, ao edifício, o que se tende a registrar são despesas de conservação e manutenção e a **“despesa” correspondente ao desgaste no ativo, no conceito de depreciação**.

Primeiramente, em termos contábeis, é difícil compartilhar da interpretação de que a despesa de depreciação representa o desgaste do bem. De fato essa afirmação, novamente do ponto de vista contábil, prejudica a concordância com as outras afirmações do autor que virão a seguir. Mas, ainda em relação a essa primeira, cabe mencionar o comentário de Iudicibus (2006, p. 212), que, contribui para o entendimento do conceito da depreciação:

[...] não se trata, assim, de um processo valorativo, mas meramente alocativo de custos passados para despesas dos períodos futuros...de forma sistemática e racional...Entretanto, podemos talvez assegurar muito mais a sistemacidade do que a racionalidade.

Essa obra ressalta, também, que a natureza da depreciação sob o aspecto contábil é frequentemente mal interpretada. O que se acredita seja o caso desse estudo analisado.

Já em relação à segunda consideração de Lima Jr. (1997), tem-se:

Então, em todo recurso que se aplica, a qualquer título, no ativo, deverá ser representado como contrapartida do seu desgaste **não havendo sentido em que se admita associar conservação e manutenção a despesas e, acima delas, ainda agregar o desgaste.** [...]. Desta forma, sem num FII se registrar o desgaste, [...] deve-se a ele agregar os recursos aplicados à conta de qualquer aplicação que se tenha feito na edificação, **seja para conservação, manutenção, atualização ou adequação funcional, pois trata-se evidentemente, de reposição do próprio desgaste.**

Quanto a essa segunda consideração, que já está prejudicada pelo comentado anteriormente, também não se identifica respaldo contábil, pois dá a entender que o autor desconsiderou os aspectos econômicos do gasto, ou seja, o fato de que o gasto incorrido, para fins contábeis, pode manter ou aumentar os benefícios econômicos do ativo. E essa segregação é fundamental para a definição de seu registro contábil. De certa forma, é como se Lima Jr. estivesse olhando unicamente para os atributos físicos do imóvel. Se, para fins contábeis, fosse tomada como certa sua consideração, seria admitir, por exemplo, que não existem diferenças entre gastos de capital e gastos atribuíveis ao período. E isso, contabilmente, representaria um grande equívoco.

Por fim, utilizando-se da própria segregação de dispêndios proposta por Lima Jr. e considerando a norma contábil do IBRACON sobre ativo imobilizado, pode-se, de maneira geral, orientar que: os gastos com manutenção contínua têm a natureza de gastos atribuíveis ao período, portanto, são despesas. Já aqueles incorridos com a adequação, a atualização funcional e a reciclagem do imóvel, têm a natureza de gastos de capital, portanto, poderiam ser tratados como ativos.²⁶

²⁶ Ressaltando que sempre existirão particularidades em cada situação que precisam ser analisadas de forma detalhada.

4 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

4.1 Tratamento dos dados

Nesse capítulo, é apresentado o resultado do diagnóstico de verificação da existência ou não de um padrão na elaboração e na divulgação das demonstrações financeiras dos FIIs. Adicionalmente, são também incluídas considerações a respeito do cumprimento dos aspectos contábeis e financeiros mínimos, requeridos pelas Instruções CVM n.º. 205/94 e 206/94.

Esse diagnóstico foi realizado a partir de um questionário de verificação²⁷, preparado com base nas mencionadas instruções CVM.

Considerando-se aspectos de acesso a essa modalidade de investimento e, portanto, de maior visibilidade ao investidor, os fundos imobiliários que fizeram parte da amostra correspondem àqueles cujas cotas são negociadas em bolsa de valores, no caso a BOVESPA, ou em seu mercado de balcão organizado, a SOMA. Esses fundos foram identificados através de consulta ao *site* da BOVESPA <www.bovespa.com.br/Principal.asp>, em 19/09/2007.

Essa amostra foi, inicialmente, composta por um total de 24 fundos, cuja somatória de seus patrimônios líquidos totalizou R\$ 1.733.077 mil, em 31 de agosto de 2007.

A representatividade da amostra analisada, em relação à totalidade dos FIIs cadastrados na CVM, é demonstrada a seguir.

Tabela 2 - Representatividade da amostra selecionada de fundos imobiliários

Descrição	Em 31 de agosto de 2007 ²⁸		
	Amostra selecionada	Total de FIIs cadastrados na CVM	Proporção da amostra selecionada (%)
Quantidade de fundos	24	68	35%
Somatória dos patrimônios líquidos dos FIIs (em milhares de reais)	\$ 1.733.077	\$ 3.089.856	56%

²⁷ Esse documento é apresentado como Anexo A.

²⁸ Os valores que deram origem a essa tabela foram obtidos através de consulta ao *site* da CVM <www.cvm.gov.br> em 19/09/2007.

Contudo, a amostra, inicialmente selecionada, requereu a exclusão do fundo FII Geo Guararapes, em razão de suas demonstrações financeiras não estarem disponíveis no *site* da CVM. Dessa forma, a amostra com esse ajuste totalizou 23 FIIs, tendo sido utilizadas como base as demonstrações financeiras, referentes ao semestre encerrado em 30/06/2007 (“data-base”).

Os fundos selecionados, seus respectivos administradores e auditores independentes foram os seguintes:

Tabela 3 - Relação dos fundos imobiliários selecionados

Fundo de investimento imobiliário	Instituição administradora	Auditor independente
FII Hospital Nossa Senhora de Lourdes	Banco Ouroinvest	BDO Trevisan
FII Torre Almirante	Banco Ouroinvest	Ernst & Young
FII Fashion Mall	Banco Ouroinvest	BDO Trevisan
FII Hospital da Criança	Banco Ouroinvest	BDO Trevisan
FII Torre Norte	Banco Ouroinvest	BDO Trevisan
FII Premier Realty	Banco Ouroinvest	BDO Trevisan
FII Hotel Maxinvest	Banco Ouroinvest	BDO Trevisan
FII Ancar IC	Banco Ouroinvest	Ernst & Young
FII Comercial Progressivo II	Banco Ouroinvest	Ernst & Young
FII ABC Plaza Shopping	Rio Bravo DTVM	Terço Grant Thornton
Fundo JK de Investimento Imobiliário	Rio Bravo DTVM	Terço Grant Thornton
FII Shopping Pátio Higienópolis	Rio Bravo DTVM	BDO Trevisan
Fundo Sigma de Investimento Imobiliário	Rio Bravo DTVM	BDO Trevisan
FII Via Parque Shopping	Rio Bravo DTVM	BDO Trevisan
FII Edifício Ouroinvest	Oliveira Trust	Ernst & Young
BB FII Progressivo	Caixa Econômica Federal	PricewaterhouseCoopers
FII Europar	Banco Banif	BDO Trevisan
FII Projeto Água Branca	Coin DTVM	BDO Trevisan
FII Panamby	Banco Brascan	PricewaterhouseCoopers
SCP - FII	Unitas DTVM	Horwath Tufani
FII Continental Square Faria Lima	Unitas DTVM	BDO Trevisan
FII Trade Center	Banco Opportunity	Walter Heuer
Fundo Financial Center	Unibanco	Deloitte

A seguir, são apresentadas composições dos FIIs, por administradores e auditores, as quais contribuem para a caracterização da amostra selecionada para o diagnóstico:

Tabela 4 - Composição dos FIIs selecionados por instituição administradora de recursos

Instituição Administradora	Fundos		Somatória dos patrimônios líquidos administrados	
	Quantidade	Percentual (%)	Em milhares de reais	Percentual (%)
Banco Ouroinvest	09	39,3%	767.914	44,4%
Rio Bravo DTVM	05	21,8%	264.410	15,3%
CEF	01	4,3%	126.060	7,3%
Banco Banif	01	4,3%	30.696	1,8%
Coin DTVM	01	4,3%	82.432	4,8%
Banco Brascan	01	4,3%	279.913	16,2%
Unitas DTVM	02	8,8%	87.366	5,0%
Banco Opportunity	01	4,3%	42.582	2,5%
Unibanco	01	4,3%	23.875	1,4%
Oliveira Trust	01	4,3%	21.981	1,3%
	23	100,0%	1.727.229	100,0%

Tabela 5 - Composição dos FIIs selecionados por auditor independente

Auditor independente	Fundos		Somatória dos patrimônios líquidos auditados	
	Quantidade	Percentual (%)	Em milhares de reais	Percentual (%)
BDO Trevisan	12	52,2%	906.510	52,5%
Ernst & Young	04	17,3%	246.562	14,3%
Terco Grant Thornton	02	8,8%	76.899	4,4%
PriceWaterhouseCoopers	02	8,8%	405.973	23,5%
Deloitte	01	4,3%	23.875	1,4%
Howarth Tufani	01	4,3%	24.828	1,4%
Walter Heuer	01	4,3%	42.582	2,5%
	23	100%	1.727.229	100%

A caracterização da amostra em relação às instituições administradoras e a seus auditores independentes justifica-se pelo fato de esses agentes de mercado serem os principais responsáveis pela interpretação da legislação contábil aplicável e pela definição das práticas contábeis e de divulgação que são adotadas para a elaboração das demonstrações financeiras dos fundos.

5 RESULTADO DO DIAGNÓSTICO

Logo de início, ainda que pertinente à conclusão, ressalte-se que o diagnóstico revelou que, apesar de existirem critérios e procedimentos de natureza geral que são comuns, vários outros não são semelhantes entre os FIIs. Ademais, identificou-se que os próprios administradores ou auditores independentes não adotam ou observam entre si práticas comuns. Também, foi verificada a existência de vários procedimentos que representam exceções em relação à legislação contábil aplicável.

5.1 As demonstrações financeiras

Uma primeira constatação observada, sem exceção na amostra analisada, foi a publicação por todos os FIIs, do conjunto mínimo de informações requeridas pela Instrução CVM n°. 206/94. Esse conjunto, como já dito, é representado: pelo balanço patrimonial, pela demonstração do resultado, pela demonstração do fluxo de caixa, pelo parecer do auditor independente e pelo relatório da instituição administradora.

Contudo, o que se destaca com relação a essas informações mínimas é o fato de 13 FIIs (equivalentes a 56% da amostra) terem incorporado a mutação do patrimônio como uma de suas demonstrações, apesar de não ser requerida pela norma. Para o restante dos FIIs (10) observou-se que a divulgação dessa demonstração foi realizada através de dois distintos procedimentos:

- Nove (9) fundos (equivalentes a 39% da amostra) divulgaram a mutação do patrimônio líquido em nota explicativa;
- Um (1) único FII divulgou, de forma alternativa, essa mutação através da apresentação da movimentação da rubrica de lucros acumulados, em nota explicativa.

Sobre esses diferentes tratamentos adotados pelos administradores dos fundos para a divulgação da mutação do patrimônio líquido, os auditores independentes, à exceção da Deloitte, não fizeram qualquer consideração em seus pareceres.

A exceção à Deloitte justifica-se em razão de esse auditor opinar²⁹, de forma específica, a respeito dessa demonstração opcional. Foi o caso do Fundo Financial Center. A Deloitte, em seu parecer, de forma bastante apropriada, dispensou à mutação do patrimônio líquido tratamento equivalente ao que é adotado no exame da demonstração do fluxo de caixa das companhias abertas, que também representava na data-base uma demonstração opcional³⁰.

Outra constatação foi a de que a divulgação da mutação do patrimônio líquido, ora como demonstração financeira, ora como nota explicativa, independe de administrador ou auditor. Essa situação é consequência de ter sido identificado que os próprios administradores e auditores adotaram diferentes procedimentos para a divulgação dessa demonstração em diferentes FIIs. Um exemplo foi a divulgação da mutação do patrimônio líquido pelo Fundo JK de Investimento Imobiliário e pelo FII Shopping Pátio Higienópolis. Apesar de ambos os fundos serem administrados pela Rio Bravo DTVM, o primeiro divulgou essa demonstração em nota explicativa, enquanto o segundo como uma de suas demonstrações financeiras.

Já, quando se leva em consideração o auditor independente, observa-se situação similar à anterior. Como exemplo, cita-se, novamente, o FII Shopping Pátio Higienópolis e o FII Europar, ambos auditados pela BDO Trevisan. No primeiro fundo, a mutação do patrimônio líquido foi divulgada como parte das demonstrações financeiras, enquanto, no segundo, como nota explicativa.

Portanto, como se verifica, não há uma padronização dos fundos imobiliários para a divulgação e para a elaboração da demonstração das mutações do patrimônio líquido. Uma possível razão para essa falta de padronização, pode ser atribuída ao fato de a legislação contábil dos FIIs ser omissa a respeito da necessidade de divulgação dessa demonstração.

²⁹ Para melhor benefício do leitor é reproduzido a seguir o parágrafo de opinião do auditor independente a respeito da mutação do patrimônio líquido: “**Adicionalmente, examinamos as demonstrações do patrimônio líquido** correspondentes aos semestres findos em 30 de junho de 2007 e de 2006, **apresentadas como nota explicativa n.º 04 às demonstrações financeiras**, aplicando os mesmos procedimentos descritos no parágrafo 2. **Essas demonstrações, não requeridas pelas Instruções CVM n.ºs 205/94 e 206/94, foram elaboradas para propiciar informações adicionais.** Em nossa opinião, essas demonstrações financeiras representam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, as mutações do patrimônio líquido do Fundo Financial Center de Investimento Imobiliário correspondentes aos semestres findos em 30 de junho de 2007 e de 2006t, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil.”

³⁰ Com a promulgação da lei n.º 11.638/07, a demonstração do fluxo de caixa passou a ser obrigatória para as sociedades anônimas a partir do exercício social findo em 31/12/2008.

Como mencionado anteriormente, a demonstração do fluxo de caixa foi divulgada pela totalidade dos FIIs que compõem a amostra. A essa constatação acrescenta-se o comentário de que todos os fundos da amostra optaram por elaborar essa demonstração pelo método direto. Vale lembrar que as normas da CVM, relacionadas aos FIIs, não especificam o método a ser adotado.

5.2 O ativo imobilizado do fundo: O imóvel

A seguir, é apresentado o resultado do diagnóstico sobre as principais práticas contábeis e de divulgação adotadas para o ativo mais relevante dos FIIs: os imóveis.

Inicialmente, apresenta-se uma tabela sumária das principais práticas adotadas em 30 de junho de 2007, para o registro contábil e para a divulgação das informações de seus imóveis para renda:

Tabela 6 - Sumário das principais práticas diagnosticadas

Descrição	Quantidade de fundos	Percentual % ³¹
a. Adotaram o custo histórico como prática contábil de mensuração do valor dos imóveis.	20	86,9%
b. Divulgaram a vida útil dos imóveis.	21 ³²	91,3%
c. Divulgaram a composição do valor contábil dos imóveis do fundo, por natureza de bem (terreno, edificação etc.).	11	47,8%
d. Divulgaram a movimentação do ativo imobilizado em nota explicativa ³³ .	0	0,0%
e. Divulgaram a prática contábil adotada para o registro dos gastos com benfeitorias, manutenções e reparos dos imóveis.	0	0,0%
f. Divulgaram a política de contratação de seguro e os respectivos valores segurados.	0	0,0%

A análise dessa tabela permite a elaboração de determinadas considerações e interpretações apresentadas a seguir:

A primeira consideração relevante é que a maior parte dos FIIs da amostra (20 fundos) adota a prática de mensurar o valor contábil de seus imóveis com base no custo histórico de aquisição. Já a menor parte, representada por três fundos, optou por registrar seus imóveis

³¹ Percentual calculado em relação à amostra de vinte e três (23) fundos.

³² Para dois (2) dos fundos que compõem a amostra, não se aplica à divulgação da vida útil, uma vez que seus imóveis se destinam à venda.

³³ A mencionada movimentação diz respeito a: aquisições, vendas e outras movimentações do ativo imobilizado.

para renda com base no valor reavaliado. Essa é uma das constatações que chama a atenção, pois apesar de o valor de mercado dos imóveis possuir um maior conteúdo informacional, como discutido no capítulo 3, somente uma menor parte da amostra optou por adotá-lo. Nesse contexto, entende-se que a norma deveria orientar exatamente o contrário, ou seja, que os imóveis fossem avaliados pelo valor de mercado e que o seu custo de aquisição fosse apresentada em nota explicativa.

Se por um lado o registro do imóvel pelo valor de mercado não é uma prática comum entre os FIIs, por outro, não há uma completa omissão da informação para o leitor. A maioria dos fundos analisados, representada por vinte e duas (22) entidades, equivalentes a 95,6% da amostra, divulgaram o valor de mercado de seus imóveis em suas demonstrações financeiras³⁴, conforme orienta a Instrução CVM n°. 206/94.

Para os 22 FIIs observou-se, na data-base de 30/06/2007, que: i) em quatorze (14) fundos o valor de mercado foi determinado por laudo de avaliação elaborado por terceiros; ii) em outros três (3) o valor de mercado foi determinado mediante estimativas do próprio administrador do fundo e iii) em outros cinco (5) não havia indicação do responsável pela avaliação.

Essa constatação novamente evidencia a falta de padronização na adoção de critérios e na divulgação de informações pelos FIIs. Assim, observou-se que os oito (8) fundos que compõem as situações (ii) e (iii), indicadas no parágrafo anterior, equivalentes a 35% da amostra, representam exceção de critérios ou de forma de divulgação; primeiramente, porque precificar imóveis, no caso do FII, pressupõe uma atividade com independência na avaliação e depois, porque a não indicação do responsável representa uma omissão de informação.

Pertinente comentar que dos quatorze (14) fundos a que se referem à situação (i), quatro (4) informaram que o laudo de avaliação, utilizado como base, é anterior a 31/12/2006. Para esses quatro (4) casos, não há divulgação do administrador do fundo no sentido de garantir que não existam em 30/06/2007, diferenças significativas em relação à última avaliação.

³⁴ Verificou-se que vinte e um (21) fundos divulgaram o valor mercado em nota explicativa, enquanto apenas um (1), no relatório da instituição administradora.

Em relação à mensuração do valor de mercado dos imóveis, chama a atenção o fato de que os critérios de avaliação divulgados não demonstrarem equivalência com aqueles usualmente utilizados por companhias abertas para a reavaliação de bens do ativo imobilizado (Deliberação CVM n.º. 183/95) ou, em termos internacionais, com o IAS 40.

Nesse sentido, a tabela a seguir detalha aspectos gerais da divulgação dos critérios de avaliação adotados pelos FIIs para a apresentação ou o registro do valor de mercado de seus imóveis:

Tabela 6.1 - Divulgação dos critérios adotados para a mensuração do valor de mercado dos imóveis

Descrição	Quantidade de fundos	Percentual %
a. Não divulgaram o critério de mensuração do valor de mercado.	10	43,4%
b. Mensuraram o valor de mercado com base no fluxo de caixa esperado do empreendimento descontado a valor presente.	11	47,8%
c. Adotaram critério comparativo para a apuração do valor de mercado.	01	4,4%
d. Não divulgaram o valor de mercado de seus imóveis.	01	4,4%
	23	100,0%

Em relação à primeira constatação, item (a) da Tabela 6.1, percebe-se que a quantidade de fundos que não divulgaram o critério de mensuração do valor de mercado é, em relação à amostra, significativa. A divulgação insuficiente da informação é uma grave constatação, pois, na medida em que não é permitido o entendimento do critério adotado, há limitação na comparabilidade de informações entre diferentes fundos. Adicionalmente, essa insuficiência contraria o disposto na própria Instrução CVM n.º. 205/94³⁵.

Já o critério de mensuração indicado no item (b) dessa tabela, preferido por 47,8% da amostra, não mantém semelhança com o previsto na Deliberação CVM n.º. 183/95³⁶. O critério de se utilizar o fluxo de caixa do empreendimento para determinação do valor de mercado, representa, de certa forma, a equiparação da avaliação do imóvel à avaliação econômica de uma entidade. É como se estivesse apurando o valor do intangível do empreendimento. Percebe-se que esse critério é compatível com o entendimento de Lima Jr.,

³⁵ Conforme especificado no inciso III, alínea “C”, do artigo 17.

³⁶ Lembrando que o conceito de valor de mercado dessa deliberação, em seu item 27, objetiva: “[...] avaliar os ativos em função de seu valor de utilidade ou valor de uso nas condições em que se encontram, voltados à continuidade operacional da entidade. É aplicável, assim, como valor de entrada, o custo corrente de reposição computado seu desgaste físico e técnico considerando o seu valor opcional para a empresa.”

antes comentado. E, nesse sentido vale lembrar que o IAS 40 prevê a adoção desse critério exclusivamente em situações de exceção, ou seja, quando for impossível determinar o valor de mercado do imóvel com base nos preços correntes de mercado.

Independentemente do que orienta a norma internacional de contabilidade, essas considerações anteriores não representam posicionamento contrário à divulgação de valores intangíveis, mas, sim, a ausência de um padrão de mensuração do valor dos imóveis desses fundos, bem como a inexistência de uma composição de seus valores de mercado, por natureza de ativo: tangível (terrenos, edificações etc.) e intangível.

Quanto às práticas serem idênticas no caso de mesmo administrador, mais uma vez identificou-se exceção. Enquanto no FII Torre Almirante, o administrador Banco Ouroinvest, detalhou o critério de apuração do valor de mercado, em outro, o FII Torre Norte, isso não ocorreu; resultando na omissão do critério de avaliação utilizado.

Cabe um outro comentário sobre essa tabela: o relativo ao item (d). Esse item diz respeito ao fato de um dos fundos da amostra, no caso o BB FII Progressivo, não ter divulgado o valor de mercado de seus imóveis. A não divulgação dessa informação contraria de forma direta o que é requerido no artigo 1º da Instrução CVM 206/94. Mais uma vez uma nova exceção.

Sobre a movimentação do ativo imobilizado dos fundos, observou-se que as informações divulgadas em nota explicativa não detalham a movimentação do período, conforme requer a Instrução CVM nº. 206/94 (Art. 1º., § 2º., inciso I). A movimentação do período só é possível ser identificada por meio da conjugação de outros dados das demonstrações financeiras publicadas, como, por exemplo, a depreciação registrada na demonstração do resultado, as aquisições e baixas indicadas na demonstração do fluxo de caixa etc.

Um aspecto que também chamou a atenção foi o fato de somente onze (11) fundos segregarem o valor dos imóveis por natureza de bem (terrenos, edificações etc.). A consequência direta da não adoção integral desse procedimento, é a possibilidade de que a despesa de depreciação seja de forma incorreta apurada, uma vez que o valor do terreno pode, por exemplo, ser considerado parte da edificação.

Em continuidade às considerações sobre os critérios de mensuração do valor de mercado, apresenta-se, a seguir, o resultado do diagnóstico da vida útil econômica estimada dos imóveis para renda dos fundos:

Tabela 6.2 - Vida útil econômica dos imóveis divulgada

Descrição	Quantidade de fundos	Percentual %
a. 25 anos	14	60,8%
b. 35 a 45 anos	04	17,4%
c. Acima de 45 anos	03	13,1%
d. Não se aplica a divulgação	02	8,7%
	23	100,0%

Sobre essa tabela, destacam-se os seguintes principais aspectos:

- i. Nenhum dos fundos informou se as estimativas de vida útil indicadas na tabela estão amparadas por laudo técnico de avaliação;
- ii. Quatorze (14) fundos, equivalentes a 60,8% da amostra, adotaram o prazo de 25 anos de vida útil para os imóveis, o que corresponde a uma taxa anual de depreciação de 4%. Essa vida útil corresponde a que é admitida pela legislação fiscal brasileira e que usualmente é adotada; independente de ser adequada para o bem;
- iii. Identificou-se que a distribuição da vida útil dos imóveis varia entre um mínimo de 25 anos e um máximo de 70 anos, ou seja, prazos bastante diferentes. Sobre essa distribuição, verificou-se exemplo extremo em que o BB FII Progressivo, administrado pela CEF, adotou, para um de seus imóveis, um centro administrativo, vida útil econômica de 70 anos. Essa estimativa equivale a uma taxa anual de depreciação de 1,43%;
- iv. Verificou-se, também, que há uma tendência de imóveis que são administrados pela mesma entidade, possuírem vida útil semelhante. Como exemplo dessa tendência, pode-se citar o fato de o Banco Ouroinvest atribuir aos imóveis de nove (9) fundos que administra, vida útil econômica de 25 anos. Já no caso da Rio Bravo, verificou-se que a vida útil dos imóveis que pertencem aos fundos que administra, variou de 35 a 49 anos, o que corresponde a uma taxa anual de depreciação de 2,04% a 2,86%;

- v. A situação em que não se aplica a divulgação da vida útil dos imóveis diz respeito aos fundos cujos imóveis se destinam à venda, portanto, não estão classificados no ativo imobilizado como imóveis para renda.

Como anteriormente comentado, a despesa de depreciação não afeta a distribuição de resultados aos cotistas, pois está baseada no fluxo de caixa gerado no fundo. Contudo, uma maior ou menor despesa afeta a valorização da cota do fundo e, portanto, parâmetro de decisão do investidor.

Identifica-se que as descrições dos imóveis apresentadas às notas explicativas não parecem distintas a ponto de as vidas úteis variarem tanto. Essa situação não seria relevante se fosse adotada a alternativa de se avaliar o imóvel com base em seu valor de mercado revisado periodicamente. Ao adotar essa prática não seria mais aplicável o registro da depreciação, pois esta estaria implícita no novo valor de mercado.

Foi também verificado que não houve uniformidade na classificação contábil da despesa de depreciação. Dois critérios distintos de classificação contábil³⁷ foram identificados:

- a. No primeiro, onze (11) fundos apropriaram esse gasto como uma despesa operacional;
- b. Já no segundo, dez (10) fundos apropriaram esse gasto em rubrica específica de custo dos imóveis locados.

Uma provável justificativa para essa situação é o fato de os fundos indicados na situação (b) terem apresentado sua demonstração do resultado, na forma dedutiva, ou seja, detalhando a formação do lucro bruto, do lucro operacional e do lucro líquido. Os outros dez (10) fundos apresentaram essa demonstração agrupando primeiramente as receitas, e depois as despesas.

³⁷ Complementa-se o comentário com a informação de que não se aplica o registro da depreciação para o FII Panamby e o Fundo Sigma de Investimentos Imobiliários, os quais, como já mencionado, somente possuem imóveis à venda;

5.3 Outras considerações sobre os imóveis

Observou-se, também, que a prática contábil adotada pelos fundos para os gastos com benfeitorias, manutenções e reparos, não foi divulgada por nenhum dos fundos da amostra, em nota explicativa. Em razão da relevância dos imóveis para a atividade, considera-se, no mínimo razoável, que a divulgação dessa prática fosse integralmente atendida pelos FIIs. Ressalte-se que o IBRACON, através da NPC 07 - Imobilizado³⁸, requer essa divulgação.

Sobre essa consideração, foi observado para o FII Torre Almirante que a natureza dos gastos incorporados ao ativo imobilizado do fundo, somente é identificada no relatório da instituição administradora. Contudo, apesar de detalhar a natureza, esse relatório não detalha a prática contábil adotada.

Uma outra prática contábil diagnosticada refere-se ao reconhecimento de provisão para compromissos futuros com benfeitorias nos imóveis. Essa prática, que diante da divulgação feita, parece pouco comum, consistiu no reconhecimento de uma provisão passiva, em contrapartida a uma imobilização em andamento. Esse procedimento foi constatado nos fundos: BB FII Progressivo e FII Panamby.

O que chama a atenção, nesses casos, é o fato de o registro contábil do passivo ter sido feito, aparentemente, baseado em um **compromisso futuro de desembolso** e não em uma obrigação incorrida. Essa prática contábil, à luz da divulgação realizada representa um procedimento discutível.

Como aspecto positivo, observou-se entre as práticas contábeis de avaliação dos imóveis, o uso da provisão para perda ou *impairment*. Como mencionado anteriormente, a previsão dessa prática contábil na Instrução CVM n.º. 206/94, representou para o Brasil inovação normativa à época.

Verificou-se o uso dessa prática contábil nos imóveis para renda do FII Via Parque Shopping, administrado pela Rio Bravo, e do FII Trade Center, administrado pelo Banco Opportunity.

³⁸ IBRACON, NPC 07, “54. As demonstrações contábeis devem também divulgar: [...] c. a política contábil para custos de manutenção e reparos relativos a bens do imobilizado [...].”

Em ambos os fundos, a provisão foi motivada pelo fato de o valor de mercado desses imóveis ser inferior ao custo histórico de aquisição. Os administradores informaram, também, em nota explicativa, que novas avaliações serão realizadas no sentido de confirmar as provisões constituídas. Observou-se, igualmente, de forma bastante apropriada que tanto a constituição dessa provisão como sua reversão parcial foram apropriadas no resultado do exercício.

Um outro aspecto é o fato de nenhum dos FIIs analisados divulgar, em suas demonstrações financeiras, a política de contratação de seguro de seus imóveis. Observou-se que nem sequer foi possível identificar no balanço patrimonial os eventuais saldos de prêmios de seguro a pagar ou respectivas despesas a apropriar. Vale lembrar que essa é uma prática de divulgação bastante comum adotada por companhias abertas, cujo requerimento é previsto no Parecer de Orientação CVM n°. 15/87 e no Ofício Circular CVM/SNC/SEP 01/2007, item 28.2.6 - Seguros. Não há dúvida de que essa divulgação é relevante, já que diz respeito ao principal ativo do fundo.

5.4 O parecer do auditor independente

Quanto ao parecer do auditor independente, exceto para o Fundo Sigma de Investimento Imobiliário³⁹, nenhum dos outros 22 fundos que compõem a amostra apresentou ressalva em relação às práticas contábeis por eles adotadas. Contudo, identificou-se sobre esse documento dos auditores, a seguinte situação particular:

- a. Os pareceres de auditoria emitidos para 2 fundos, no caso, pelo mesmo auditor, a Terco Grant Thornton, indicaram, em suas conclusões, que as demonstrações financeiras estão adequadas: “[...] **de acordo com as práticas contábeis previstas nas instruções CVM n°. 205/94 e 206/94.**”;
- b. Já para os demais 21 fundos, os auditores independentes mencionaram no parágrafo de conclusão de seu parecer, que as demonstrações financeiras estão adequadas: “[...] **de acordo as práticas contábeis adotadas no Brasil.**”

Essa é outra situação que representa uma exceção à padronização contábil dos fundos, só que agora em relação ao parecer dos auditores independentes. A adoção de diferente expressão

³⁹ Nesse caso, a ressalva do auditor menciona: “O fundo contabiliza os juros contratuais embutidos nos valores de venda de imóveis a prazo juntamente com as receitas de venda de imóveis. Devido às limitações dos controles internos não foi possível apurar o efeito desses juros futuros sobre o patrimônio líquido e os resultados dos semestres [...]”

quanto à representação da posição patrimonial e financeira das demonstrações financeiras, pode representar que não há consenso entre esses profissionais a respeito de quais práticas devem ser utilizadas como referência, ou seja, se as demonstrações financeiras devem ser elaboradas considerando-se exclusivamente o que é requerido pelas referidas instruções ou se devem observar, de forma ampla, também outras práticas usualmente adotadas no Brasil. A respeito desse tema, a situação (b) indicada acima, cujos fundos foram examinados por seis empresas de auditoria, demonstra, em função de sua abrangência, ser a que melhor representa os interesses de investidores e de órgãos reguladores.

Quanto à data de emissão dos pareceres de auditoria, observou-se que todos, à exceção do FII Continental Square Faria Lima⁴⁰, foram emitidos em data anterior ao relatório do administrador. Esse fato, do ponto de vista formal, permite a inferência de que nenhum dos auditores independentes tomou prévia ciência do conteúdo dos relatórios dos administradores, o que sem dúvida representa uma grave exceção.

A esse respeito, observou-se outra exceção: a de que os relatórios dos administradores de cinco (5) diferentes FIIs deixaram de indicar a data em que foram elaborados e submetidos à apreciação de seus cotistas.

Ainda em relação ao tema auditoria e considerando o disposto na Instrução CVM nº. 381/03, verificou-se que a grande maioria dos fundos optou por divulgar os serviços contratados de seus auditores independentes em nota explicativa. A opção por esse procedimento de divulgação não atende ao que é requerido pela referida Instrução, a qual solicita que a divulgação seja realizada por meio do relatório da instituição administradora.

Nesse sentido, a tabela seguinte resume essa situação:

⁴⁰ No caso específico desse FII, a data de emissão do parecer de auditoria coincide com a de reunião do relatório do administrador do fundo.

Tabela 7 - Forma de divulgação dos serviços contratados do auditor independente

Descrição	Quantidade de fundos	Percentual (%)
a. Fundos que optaram pela divulgação dos serviços contratados em nota explicativa.	14	60,8%
b. Fundos que, atendendo a Instrução CVM 381/03, realizaram divulgação no relatório do administrador.	5	21,7%
c. Fundos que não fizeram qualquer divulgação sobre os serviços contratados.	4	17,5%
	23	100%

Adicionalmente à inexistência de um padrão de divulgação, ressaltou-se que quatro (4) fundos não divulgaram essa informação e, portanto, não atenderam a mencionada Instrução CVM.

5.5 Aspectos gerais diagnosticados

Outro aspecto que também contraria a legislação aplicável aos FIIs, foi a constatação de que nenhum dos fundos da amostra evidenciou, no relatório do administrador, a valorização ou desvalorização de seus imóveis⁴¹ no período, considerando-se seus valores de mercado.

Sobre a nomenclatura das contas patrimoniais, verificou-se que a denominação adotada pelos FIIs não é idêntica, porém semelhante, permitindo, mesmo que com alguma dificuldade para não especialistas, que as informações sejam comparadas. A principal diferença identificada na nomenclatura do balanço patrimonial refere-se à transação de rendimentos distribuídos aos cotistas. Observou-se que a distribuição desses rendimentos foi registrada no patrimônio líquido mediante o uso de três diferentes nomenclaturas: i) lucros (prejuízos) acumulados; ii) redução do patrimônio líquido e iii) rendimentos distribuídos.

Em termos de estrutura patrimonial, a maior distinção diz respeito a seis (6) fundos que apresentaram seus balanços patrimoniais de acordo com a estrutura: circulante e não circulante, prevista na NPC 27 - Apresentação e Divulgação, elaborada pelo IBRACON, e aprovada pela Deliberação CVM n.º. 488/05.

⁴¹ Prevê a Instrução CVM 205/94, Art. 17, Inciso III, item C, que o relatório da administração do fundo deverá conter no mínimo: “o valor de mercados dos bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo, **incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período**, com base em análise técnica especialmente realizada para esse fim, em observância dos critérios de orientação usualmente praticados para avaliação dos bens imóveis integrantes do patrimônio do fundo, **critérios estes que deverão estar devidamente indicados no relatório.**”

As rubricas da demonstração do resultado apresentam situação semelhante ao balanço patrimonial. O agravante é que a estrutura da demonstração do resultado, como já dito, é distinta. Adicionalmente, verificou-se que a divulgação analítica das contas varia entre os fundos e, pelo que se pode notar, depende da relevância dos saldos contábeis.

Sobre os encargos que são debitados em cada fundo e sua representatividade sobre seu patrimônio líquido médio, conforme requer a Instrução CVM n.º. 205/94 (Art. 17, Inciso III, item VIII), observou-se, novamente, que não houve um padrão de divulgação dessas informações.

A tabela apresentada a seguir resume o tratamento adotado:

Tabela 8 - Forma de divulgação dos encargos debitados ao fundo

Descrição	Quantidade de fundos	Percentual (%)
a. Fundos que divulgaram a informação de acordo com o que é requerido, ou seja, como parte do relatório do administrador.	09	39,1%
b. Fundos que divulgaram a informação em nota explicativa às demonstrações financeiras.	09	39,1%
c. Fundos que não divulgaram, de forma específica, os encargos debitados ao fundo, conforme requer a referida Instrução CVM.	05	21,8%
	23	100%

A situação (b) apresentada na Tabela 8, apesar de representar uma exceção à norma, pode-se dizer que não representa uma exceção significativa, uma vez que a informação foi prestada ao leitor. Contudo, o mesmo não ocorre para a situação (c), cujo objetivo principal de divulgar a informação não foi atendido.

Interessante notar que a despesa com taxa de administração, que faz parte dos encargos debitados ao fundo, é requerida para que seja divulgada em nota explicativa às demonstrações financeiras (Instrução CVM n.º. 206/94, Art. 1.º., § 2.º., inciso III). Nesse sentido, verificou-se que os fundos classificados na situação (c), apresentaram detalhes das despesas com taxa de administração, em nota explicativa.

Uma outra constatação foi a ausência de divulgação do valor de mercado de outros ativos dos FIIs, que não os imóveis. Foi constatado que nenhum dos FIIs divulgou, de forma clara e específica, em nota explicativa, o valor de mercado desses outros ativos. Lembrando que, a

divulgação dessa informação é requerida de forma específica pela Instrução CVM n.º. 206/94, que em seu Art. 1.º. menciona: “§ 2.º.: As seguintes notas explicativas serão objeto de divulgação [...] **II. valor de mercado dos demais ativos.**”

Em resumo, o que o diagnóstico revelou é que inexistente um padrão de práticas para a elaboração e a divulgação das demonstrações financeiras dos Fundos Imobiliários. O que é possível concluir com o diagnóstico é que essas práticas são no máximo semelhantes. Esse diagnóstico não é influenciado exclusivamente pelas diferentes práticas adotadas, mas, de forma significativa, pelas várias exceções identificadas no cumprimento da legislação da CVM e do fato de a legislação ser omissa sobre determinados temas.

Apresenta-se, a seguir, um sumário dos principais aspectos revelados pelo diagnóstico e que justificam as afirmações indicadas no parágrafo anterior. São eles:

- a. Aspectos que caracterizam a ausência de padrão das demonstrações financeiras dos FIIs:
 - i. A demonstração das mutações do patrimônio líquido foi elaborada e divulgada de forma distinta;
 - ii. Não há uniformidade nos critérios adotados para a mensuração do valor de mercado dos imóveis;
 - iii. Somente parte dos fundos apresenta a composição do valor contábil dos imóveis;
 - iv. Não é uniforme entre os fundos a estrutura do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício;
 - v. Os auditores independentes utilizaram diferentes referências da legislação contábil para opinarem sobre as demonstrações financeiras;
 - vi. Parte significativa dos FIIs analisados não divulga o critério adotado para apuração do valor de mercado de seus imóveis;
 - vii. São divulgadas de forma distinta as transações que representam os encargos debitados aos fundos;
 - viii. É adotada diferente classificação contábil da despesa de depreciação.

- b. Aspectos que representam desvios no cumprimento da legislação aplicável:
- i. Não é informado se a vida útil econômica dos imóveis, para fins de depreciação, está baseada em laudo técnico;
 - ii. Não há divulgação da prática contábil adotada para o registro dos gastos com benfeitorias, manutenções e reparos dos imóveis;
 - iii. Não há divulgação da movimentação do ativo imobilizado;
 - iv. Não há divulgação da política de contratação de seguros dos imóveis;
 - v. Determinadas informações requeridas pela CVM não são divulgadas, como, por exemplo, os serviços contratados do auditor independente, a valorização ou desvalorização do valor de mercado do imóvel etc;
 - vi. O valor de mercado dos imóveis é informado sem a indicação do responsável pela avaliação;
 - vii. Ausência de divulgação do valor de mercado dos imóveis.

6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O Fundo de Investimento Imobiliário é uma modalidade de investimento, que, apesar de não ser tão recente no Brasil, pois surgiu em 1993, ainda está em processo de popularização. As transformações que vêm ocorrendo na economia brasileira têm contribuído para o aumento do interesse de pequenos e médios investidores por essa modalidade de fundo.

As expectativas de crescimento dos FIIs, no Brasil, estão relacionadas com aspectos econômicos e perspectivas de que ocorra uma popularização desse investimento, como a que já ocorreu no mercado americano. Para se ter uma dimensão desses mercados, enquanto no Brasil os FIIs acumulam patrimônio de cerca de R\$ 3,1 bilhões, em 31 de agosto de 2007, os *REITs*, como são conhecidos os fundos imobiliários americanos, acumulavam patrimônio de cerca de US\$ 438 bilhões em 2006.

Provavelmente, em consequência de sua ainda pequena representatividade no Brasil, os FIIs, que são regulados principalmente pela Comissão de Valores Mobiliários, não possuem uma legislação contábil suficientemente detalhada. Essa legislação é, basicamente, representada por duas Instruções da CVM editadas ainda no ano de 1994. De lá para cá, ou seja, em praticamente 14 anos, não foram emitidas novas normas contábeis. Adicionalmente, a atual legislação contábil, após sua análise, pode ser considerada omissa em determinados aspectos e genérica em outros.

Essa ausência de padrão, que é refletida nas demonstrações financeiras dos FIIs, pode acarretar o desinteresse ou a desconfiança dos investidores nessa modalidade de investimento. O desinteresse e a desconfiança surgem à medida que o entendimento das transações e a análise comparativa das informações se tornam um verdadeiro desafio.

Dado esse contexto, este trabalho objetivou verificar, por meio de um diagnóstico, se existe um padrão de práticas contábeis e de divulgação que são adotadas pelos FIIs para a elaboração e a apresentação de suas demonstrações financeiras.

O trabalho foi iniciado pela pesquisa bibliográfica dos aspectos operacionais que caracterizam essa modalidade de fundo. Esses aspectos estão indicados no capítulo 2. Posteriormente, no capítulo 3, pesquisaram-se, com base na legislação vigente, quais as práticas contábeis aplicáveis aos FIIs no Brasil. Identificadas essas práticas, procedeu-se a uma análise de sua aderência em relação à teoria contábil e aos principais pronunciamentos contábeis nacionais e internacionais aplicáveis. Nesse capítulo, identificaram-se fortes argumentos para que os imóveis para renda dos FIIs sejam avaliados a preços correntes (de mercado) e não mais com base em seu custo de aquisição. Isso porque, tais imóveis enquadram-se no conceito de propriedade para investimento explicitado pelo IAS 40.

Após a pesquisa bibliográfica e também da legislação aplicável, realizou-se um diagnóstico, o qual foi baseado nas demonstrações financeiras dos fundos imobiliários com cotas negociadas na BOVESPA ou em seu mercado de balcão organizado, a SOMA. Esse diagnóstico está apresentado nos capítulos 4 e 5.

Esse diagnóstico utilizou como base as demonstrações financeiras relativas ao semestre encerrado em 30 de junho de 2007.

O diagnóstico realizado revelou que: **de fato não se pode afirmar que existe efetivamente um padrão de procedimentos na elaboração e na divulgação das demonstrações financeiras dos fundos imobiliários.**

Essa constatação, que decorre do resultado do diagnóstico, está baseada, entre outros, nos seguintes aspectos: i) no fato de que as práticas contábeis e de divulgação adotadas para o principal ativo do fundo, o imobilizado, não são uniformes. Essa situação vai desde a ausência da apresentação do seu valor de mercado, conforme requerido pela legislação, até a omissão dos critérios que são adotados para a sua mensuração, quando esse valor é divulgado; ii) na adoção de diferentes critérios para a mensuração do valor de mercado dos imóveis para renda; iii) na falta de uniformidade da estrutura do balanço patrimonial e da demonstração do resultado publicadas; iv) na adoção de diferentes critérios de classificação contábil da despesa de depreciação e da distribuição de lucros aos cotistas; v) na apresentação da mutação do patrimônio líquido ora como demonstração, ora como nota explicativa; vi) no diferente entendimento dos auditores independentes a respeito da legislação contábil aplicável aos FIIs; vii) em informações, como, por exemplo, os detalhes dos encargos debitados ao fundo, que

ora são divulgados como nota explicativa, ora como parte do relatório da instituição administradora e assim por diante.

O que o diagnóstico permitiu inferir, é que existem práticas contábeis e de divulgação de natureza geral, que são semelhantes. Contudo, essas semelhanças não ocorreram em uma abrangência e profundidade que confirme a existência de um padrão. Adicionalmente, verificou-se que a ausência de padrão das informações contábeis e financeiras não foi compensada por um aumento das informações divulgadas.

Identificou-se, também, a existência de vários aspectos que representam desvios no cumprimento das normas contábeis da CVM. Citam-se como exemplos: a ausência da apresentação do valor de mercado de imóveis; a ausência de divulgação da composição e da movimentação do imobilizado no período; a ausência da divulgação da política de contratação de seguro para os imóveis e outros ativos do fundo etc.

Destaque-se que os resultados obtidos, especialmente com o diagnóstico, devem ser interpretados como uma compilação de importantes constatações que poderiam ser utilizadas por entidades de classes dos fundos ou órgãos reguladores, no aprimoramento das atuais práticas contábeis e de divulgação dos fundos imobiliários. Nesse sentido, esse estudo representaria inclusive uma referência para novas pesquisas contábeis sobre os FIIs, uma vez que no Brasil estudos dessa natureza e sobre esse tema não são frequentes.

Outra utilidade das informações reveladas pelo diagnóstico, está relacionada aos trabalhos dos auditores independentes. Essas informações poderiam servir de base para que a entidade que os representa, o IBRACON, emitisse orientação a respeito de qual é a legislação contábil a ser utilizada como referência nos trabalhos de auditoria independente e, conseqüentemente na emissão do parecer de auditoria. Essa orientação garantiria também uma uniformidade dos trabalhos realizados por esses profissionais.

O diagnóstico poderia, ainda, ser utilizado como base para que os administradores dos FIIs, por iniciativa própria, revisassem seus procedimentos com o objetivo de atender, de forma integral, a legislação contábil.

Dessa forma, este trabalho visou a contribuir para o estudo das normas contábeis dos FIIs, na medida em que o diagnóstico revelou: i) os principais elementos das demonstrações financeiras que não possuem um padrão e ii) os procedimentos adotados ou a ausência de divulgações que representaram descumprimento da legislação aplicável.

Ainda como parte dessa contribuição, ressalte-se que entre as possíveis razões que justificam a ausência de um padrão das demonstrações financeiras dos fundos imobiliários estão: i) a inexistência de um plano de contas comentado nos moldes do COSIF ou do COFI, o que sem dúvida é fundamental para o atendimento do tão discutido padrão e ii) o fato de a legislação contábil não detalhar de forma suficiente os procedimentos contábeis e de divulgação que devem ser adotados pelas instituições administradoras e por seus auditores independentes.

Para futuras pesquisas, pode-se sugerir entre outros trabalhos: i) estudo comparativo das práticas contábeis adotadas pelos FIIs no Brasil e àquelas adotadas pelos *REITs* no mercado americano, o qual, em função de sua dimensão, pressupõe a adoção de critérios contábeis e de divulgação fortemente consistentes; ii) estudo específico sobre os reflexos das práticas contábeis atualmente adotadas no Brasil sobre a apuração do valor da cota dos fundos imobiliários e, portanto, de sua rentabilidade ou ainda iii) pesquisa empírica com gestores desses fundos, no sentido de identificar as práticas contábeis e de divulgação que, na avaliação desses profissionais, requeiram alteração. Em complemento a essa pesquisa, as alterações propostas deveriam ser analisadas à luz da doutrina contábil.

REFERÊNCIAS

ANDREZO, Andréa Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

AMATO, Fernando; TAKAOKA, Marcelo; LIMA, João da Rocha Jr; SECURATO, José Roberto. *Estratégia de aplicação em fundos imobiliários como diversificação de investimentos: uma análise do desempenho recente e seus fatores de influência*. In: SEMEAD Seminários em Administração da FEA USP, 8, 2005, São Paulo, **Anais...** São Paulo: Agosto 2005. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/8semead>>.

BELLEZA, Sérgio Domingues de Oliveira Filho, *Fundos Imobiliários - A Revolução no investimento em imóveis*. Disponível em: <<http://www.fundosimobiliarios.com.br/oquee.thm>>. Acesso: junho de 2007.

BRANCO, Carlos Eduardo Castello; MONTEIRO, Eliane de Mello Alves Rebouças. Um estudo sobre a Indústria de Fundos de Investimentos Imobiliários no Brasil. **Revista do BNDES**, v.10, n. 20, p. 261-296, dezembro 2003. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/conhecimento/publicacoes>>. Acesso: junho de 2007.

Brasil. **Lei das Sociedades por Ações**: Lei n°. 6.404, de 15/12/1976. 21 ed. São Paulo: Atlas, 1989.

_____. Lei n°. 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributários dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>.

_____. Lei n°. 9.779, de 19 de janeiro de 1999. Altera a legislação do Imposto sobre a Renda relativamente à tributação dos Fundos de Investimentos Imobiliários [...] e dá outras providências. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>.

_____. Lei n° 11.196, de 21 de novembro de 2005. Altera entre outras legislações, determinados dispositivos da Lei n° 8.668, de 25/06/1993. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>.

_____. Lei n° 11.638, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei n° 6.404, de 15/12/1976, e da Lei n° 6.385, de 7/12/de 1976 e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras. Disponível em: <<http://www.planalto.gov.br>>.

_____. Instrução CVM n°. 205, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Instrução CVM nº. 206, de 14 de janeiro de 1994. Dispõe sobre as normas contábeis aplicáveis às Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento Imobiliário. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Instrução CVM nº. 340, de 29 de junho de 2000. Altera as instruções CVM nº 303 e nº 305 de 05/05/1999, e dispõe sobre a taxa de administração e de performance em fundos fechados de investimento em títulos e valores mobiliários. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Instrução CVM nº. 381, de 14 de janeiro de 2003. Dispõe sobre a divulgação, pelas Entidades Auditadas, de informações sobre a prestação, pelo auditor independente, de outros serviços que não sejam de auditoria externa. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Instrução CVM nº. 409, de 18 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimentos. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Instrução CVM nº. 438, de 12 de julho de 2006. Aprova o Plano Contábil dos Fundos de Investimento - COFI. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Deliberação CVM nº. 183, de 19 de junho de 1995. Aprova pronunciamento do IBRACON sobre a reavaliação de ativos. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Deliberação CVM nº. 29, de 5 de fevereiro de 1986. Deliberou aprovar e referendar pronunciamento do IBRACON sobre a Estrutura Conceitual Básica da Contabilidade. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Deliberação CVM nº 488, de 3 de outubro de 2005. Aprova o Pronunciamento do IBRACON NPC nº 27 sobre Demonstrações Contábeis - Apresentação e Divulgações. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Parecer de Orientação CVM nº 15, de 28 de dezembro de 1987. Procedimentos a serem observados pelas companhias abertas e auditores independentes na elaboração e publicação das demonstrações financeiras, do relatório da administração e do parecer de auditoria relativos aos exercícios encerrados a partir de dezembro de 1987. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. Ofício Circular CVM/SNC/SEP 01/2007, de 14 de fevereiro de 2007. Dispõe sobre a orientação sobre normas contábeis pelas companhias abertas. Item 28.2.6 - Seguros. Disponível em: <<http://cvm.gov.br>>.

_____. BACEN, Circular nº. 1213 de 29 de 12 de 1987. Dispõe sobre a unificação dos diversos planos contábeis existentes à época, bem como a uniformização dos procedimentos de registro e elaboração de demonstrações financeiras. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?COSIF>>.

CALADO, Luiz Roberto; GIOTTO, Rodolfo Marcos; SECURATO, José Roberto. *Um estudo atual sobre fundos de investimentos imobiliários*. In: SEMEAD Seminários em Administração da FEA USP, 5, 2001, São Paulo, **Anais...** São Paulo: Agosto 2001. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead/5semead>>.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. *Cartilha do investidor: fundo imobiliário*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/port/protin/caderno6.asp>>. Acesso: junho de 2007.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

GARCIA, Eduardo Alfonso Cadavid. **Manual de sistematização e normalização de documentos técnicos**. São Paulo: Atlas, 2007.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

HENDRIKSEN, Eldon S.; VAN BREDÁ, Michael F. **Teoria da Contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio, **Teoria da Contabilidade**. 8. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

_____. *et al.* **Contabilidade Introdutória**. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

_____; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens. **Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

_____; MARION, José Carlos. *Introdução à Teoria da Contabilidade para o nível de graduação*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

INSTITUTO DOS AUDITORES INDEPENDENTES DO BRASIL. **Normas Internacionais de Contabilidade 2001**. São Paulo. IBRACON, 2002.

_____. **Normas e Procedimentos de Contabilidade - NPC 01 - Ativo Circulante**. São Paulo: IBRACON, 19 de setembro de 2002.

_____. **Normas e Procedimentos de Contabilidade - NPC 07 - Ativo Imobilizado**. São Paulo: IBRACON, 18 de janeiro de 2001.

LIMA, Rocha Jr. *Fundos Imobiliários: Valor do Portfolio*. São Paulo: EPUSP, 1994. **Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, do Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/127**. Disponível em: <<http://www.publicacoes.pcc.usp.br>>. Acesso: setembro de 2007.

_____. *Fundos de Investimento Imobiliário, com portfolio da base imobiliária: notas sobre a depreciação do ativo*. São Paulo: EPUSP, 1997. **Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP, do Departamento de Engenharia de Construção Civil, BT/PCC/187**. Disponível em: <<http://www.publicacoes.pcc.usp.br>>. Acesso: setembro de 2007.

LOPES, Alessandro Broedel; MARTINS, Eliseu, **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MARTINS, Eliseu *et al.* **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

National Association of Real Estate Investment Trusts, Inc. White Paper on Funds From Operations. Abril de 2002. Disponível em: <<http://www.nareit.com>>. Acesso: em setembro de 2007.

PALERMO, Fernando Keller de Oliveira. *O fundo de investimento imobiliário*. **Jus Navigandi**, ano 6, n. 53, janeiro 2002. Disponível em: <<http://Jus2uol.com.br/doutrina/texto.asp?id=2573>>. Acesso: em junho de 2007.

ROCHA, Tatiana Nogueira da. **Fundos de Investimento e o papel do administrador: a indústria dos Fundos no mercado brasileiro e a liberdade para agir, os poderes e obrigações dos seus administradores**. Texto novo, 2003.

ANEXOS

ANEXO A: Questionário de verificação para aplicação do diagnóstico

ANEXO B: Exceções identificadas no diagnóstico

ANEXO C: Normas emitidas pela CVM para os fundos de investimento imobiliário

ANEXO A: Questionário de verificação para aplicação do diagnóstico

Nesse anexo é apresentado o questionário de verificação utilizado como base para a identificação das principais práticas contábeis e de divulgação adotadas no Brasil pelos fundos imobiliários para a elaboração e a apresentação de suas demonstrações financeiras.

Esse questionário foi preparado a partir da legislação contábil oriunda da CVM aplicável aos FIIs, bem como através da própria leitura de suas demonstrações contábeis.

O levantamento foi realizado através de consulta às demonstrações financeiras dos FIIs relativas ao semestre encerrado em 30 de junho de 2007.

As demonstrações financeiras analisadas foram obtidas por meio de consulta ao *site* da Comissão de Valores Mobiliários.

Aspectos abordados no questionário:

1. Cumprimento de aspectos da legislação advinda da CVM:
a) Instrução CVM n°. 205/94 - Informações requeridas no relatório da instituição administradora:
<ol style="list-style-type: none"> 1. São apresentados detalhes dos investimentos realizados e respectivas rentabilidades? 2. Há divulgação do plano de investimentos para o próximo período? 3. Há divulgação da conjuntura econômica em que o fundo está inserido e das perspectivas da instituição administradora? 4. São divulgados o valor de mercado dos ativos do fundo e a respectiva valorização ou desvalorização do período? 5. É apresentada a relação dos encargos debitados ao fundo? 6. É apresentada a relação dos encargos debitados ao fundo nos últimos dois anos e sua representatividade sobre o patrimônio líquido médio?
b) Instrução CVM n°. 206/94 - Publicação semestral das informações mínimas:
<ol style="list-style-type: none"> 1. Foi publicado como apresentação das demonstrações financeiras o relatório da instituição administradora? 2. As demonstrações financeiras publicadas contemplaram o balanço patrimonial, demonstração do resultado, demonstração do fluxo de caixa e notas explicativas? 3. As notas explicativas divulgaram: <ol style="list-style-type: none"> a. Informações analíticas dos investimentos imobiliários? b. O valor de mercado dos imóveis e o critério para determinação de seu valor? c. O valor de mercado dos demais ativos do fundo? d. Informações sobre os gastos com a taxa de administração cobrada pelo administrador do fundo? e. Quadro demonstrativo do cálculo da distribuição dos resultados aos cotistas. 4. O parecer do auditor independente.

2. Verificação de determinadas práticas contábeis e de divulgação que objetivam a identificação de um padrão nas demonstrações financeiras dos fundos e a existência de eventuais exceções das práticas adotadas em relação à legislação contábil aplicável:

- a) Há uniformidade na nomenclatura adotada para as rubricas do balanço patrimonial e da demonstração do resultado?
- b) Há uniformidade na divulgação da nota explicativa sobre as práticas contábeis adotadas pelo fundo?
- c) A mutação do patrimônio líquido foi divulgada como parte das demonstrações financeiras ou em nota explicativa?
- d) O fluxo de caixa foi elaborado pelo método direto ou indireto?
- e) A demonstração do resultado foi apresentada através de uma forma dedutiva ou através do agrupamento de receitas e despesas?
- f) Os imóveis:
 - 1. Há divulgação da composição dos imóveis por natureza de bem?
 - 2. Os valores registrados foram apurados com base no custo histórico de aquisição ou com base nos valores de mercado?
 - 3. O valor de mercado dos imóveis foi divulgado em nota explicativa?
 - 4. Esse valor de mercado está suportado por laudo de avaliação elaborado por terceiros ou pelo próprio administrador?
 - 5. Há divulgação da data em que o laudo de avaliação foi elaborado?
 - 6. A vida útil econômica divulgada, quando aplicável, está suportada por laudo técnico de avaliação?
 - 7. Há divulgação da política de registro dos gastos com benfeitorias e manutenções dos imóveis?
 - 8. Há nota explicativa sobre a política de seguros contratada para os imóveis do fundo?

g) O parecer de auditoria e os serviços contratados do auditor independente:

1. O parecer de auditoria contém alguma ressalva em relação às práticas contábeis adotadas pelo fundo?
2. O parágrafo de conclusão do parecer faz referência às práticas contábeis adotadas no Brasil ou as Instruções da CVM emitidas para os fundos imobiliários?
3. A data de emissão do parecer é anterior ou posterior ao relatório da instituição administradora?
4. Os demais serviços contratados do auditor foram apresentados no relatório da instituição administradora?

ANEXO B: Exceções identificadas no diagnóstico

Descrição dos assuntos	Hospital N. S. Lourdes	Torre Almirante	Fashion Mall	Hospital da Criança	Torre Norte	Premier Realty	Hotel Maxinvest	Ancar IC	Comercial Progressivo II	ABC Plaza Shopping	JK Investo. Imobiliário	Pátio Higienópolis	Sigma de Investo. Imobiliário	Via Parque Shopping	Edifício Ouroinvest	BB FII Progressivo	Europar	Projeto Água Branca	Panamby	SCP - FII	Continental S. F. Lima	Trade Center	Financial Center	
5.1 As demonstrações financeiras:																								
a) Incorporaram a mutação do patrimônio líquido como parte das demonstrações financeiras do fundo:	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	X									
b) Divulgaram a mutação do patrimônio líquido em nota explicativa:										X						X	X	X	X	X	X	X		
c) Divulgaram a mutação do patrimônio líquido através da movimentação da rubrica de lucros acumulados:																								X
5.2 O ativo imobilizado do fundo: O imóvel (Tabela 6):																								
a) Adotaram o custo histórico como prática contábil de mensuração:	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X		X	X	X	X	X			X	X	X
b) Divulgaram a vida útil dos imóveis:	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X		X	X	X	X		X	X	X	X	X
c) Divulgaram a composição do valor contábil dos imóveis, por natureza de bem:				X						X	X	X		X	X		X	X		X		X	X	
d) Divulgaram o valor de mercado dos imóveis:	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X

Descrição dos assuntos	Hospital N. S. Lourdes	Torre Almirante	Fashion Mall	Hospital da Criança	Torre Norte	Premier Realty	Hotel Maxinvest	Ancar IC	Comercial Progressivo II	ABC Plaza Shopping	JK Investo. Imobiliário	Páteo Higienópolis	Sigma de Investo. Imobiliário	Via Parque Shopping	Edifício Ouroinvest	BB FII Progressivo	Europar	Projeto Água Branca	Panamby	SCP - FII	Continental S. F. Lima	Trade Center	Financial Center
e) O valor de mercado dos imóveis está baseado:																							
e.1) Em laudo de avaliação elaborado por terceiros:			X			X	X	X	X	X	X	X		X			X	X			X	X	X
e.2) Em avaliação realizada pelo próprio administrador:		X													X				X				
e.3) Não há indicação do responsável pela avaliação:	X			X	X				X											X			
Tabela 6.1:																							
a) Não divulgaram o critério de mensuração do valor de mercado:	X			X	X								X				X		X	X	X	X	X
b) Mensuraram o valor de mercado dos imóveis com base no fluxo caixa esperado do empreendimento descontado a valor presente:		X	X			X	X	X	X	X	X	X		X	X								
c) Adotaram critério comparativo para a apuração do valor de mercado dos imóveis:																		X					
d) Não divulgaram o valor de mercado dos imóveis:																X							

Descrição dos assuntos	Hospital N. S. Lourdes	Torre Almirante	Fashion Mall	Hospital da Criança	Torre Norte	Premier Realty	Hotel Maxinvest	Ancar IC	Comercial Progressivo II	ABC Plaza Shopping	JK Investo. Imobiliário	Pátio Higienópolis	Sigma de Investo. Imobiliário	Via Parque Shopping	Edifício Ouroinvest	BB FII Progressivo	Europar	Projeto Água Branca	Panamby	SCP - FII	Continental S. F. Lima	Trade Center	Financial Center
Elaboração da DRE																							
a) Elaboraram a demonstração na forma dedutiva:		X						X		X	X	X	X	X	X	X						X	
b) Elaboraram a demonstração agrupando-se receitas e despesas:	X		X	X	X	X	X										X	X	X	X	X		X
c) Classificaram a despesa de depreciação como 'Despesa operacional':	X		X	X	X	X	X										X	X		X	X	X	
d) Classificaram a despesa de depreciação como 'Custo dos imóveis locados':		X						X	X	X	X	X	X	X	X	X							X
5.3 Parecer do auditor independente																							
a) Elaboraram o parecer de auditoria exclusivamente com base nas Instruções emitidas pela CVM:										X	X												
b) Elaboraram o parecer de auditoria com base nas práticas contábeis adotadas no Brasil:	X	X	X	X	X	X	X	X	X			X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Tabela 7:																							
a) Fundos que optaram pela divulgação em nota explicativa:	X	X	X	X	X	X	X	X	X						X		X	X			X		X

Aspectos verificados no diagnóstico	Hospital N. S. Lourdes	Torre Almirante	Fashion Mall	Hospital da Criança	Torre Norte	Premier Realty	Hotel Maxinvest	Ancar IC	Comercial Progressivo II	ABC Plaza Shopping	JK Investo. Imobiliário	Páteo Higienópolis	Sigma de Investo. Imobiliário	Via Parque Shopping	Edifício Ouroinvest	BB FII Progressivo	Europar	Projeto Água Branca	Panamby	SCP - FII	Continental S. F. Lima	Trade Center	Financial Center	
b) Fundos que divulgaram no relatório do administrador:										X	X	X	X	X										
c) Fundos que não fizeram qualquer divulgação:																X			X	X		X		
5.4 Aspectos gerais diagnosticados																								
Tabela 8:																								
a) Fundos que divulgaram a informação no relatório do administrador:										X	X	X	X	X	X	X	X							X
b) Fundos que divulgaram a informação em nota explicativa:	X	X	X	X	X	X	X	X	X															
c) Fundos que não divulgaram os encargos debitados																		X	X	X	X	X		

ANEXO C: Normas emitidas pela CVM para os fundos de investimento imobiliário

Normas emitidas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM vigentes e apresentadas, aqui, na íntegra:

1) INSTRUÇÃO CVM Nº 205, DE 14 DE JANEIRO DE 1994⁴².

CAPÍTULO I - DAS CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

Art. 1º - O Fundo de Investimento Imobiliário, constituído sob a forma de condomínio fechado, cujo resgate de quotas não é permitido, é uma comunhão de recursos, captados através do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários.

Parágrafo único - O Fundo poderá ter prazo de duração determinado ou indeterminado e de sua denominação deverá constar a expressão "Fundo de Investimento Imobiliário".

Art. 2º - O Fundo de Investimento Imobiliário destinar-se-á ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento.

§ 1º É vedado que o empreendimento imobiliário objeto do Fundo seja explorado comercialmente pelo mesmo, salvo através de locação ou arrendamento.

§ 2º Os imóveis, bens e direitos de uso a serem adquiridos pelo Fundo deverão ser objeto de prévia avaliação, que deverá observar as condições prevalecentes no mercado para negócios realizados à vista, em moeda corrente.

CAPÍTULO II - DA CONSTITUIÇÃO DO FUNDO

Art. 3º - A instituição administradora deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, simultaneamente, a autorização para constituição e funcionamento do Fundo e o registro de distribuição de quotas.

Art. 4º - A constituição e o funcionamento do Fundo de Investimento Imobiliário dependerão do cumprimento dos seguintes requisitos:

- i. Registro, na CVM, de distribuição de quotas, nos termos do artigo 8º;
- ii. Comprovação perante a CVM da subscrição junto ao público da totalidade das quotas objeto do registro de distribuição, subscrição esta que deverá ser efetivada no prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias, a contar da data da concessão do registro de distribuição de quotas pela CVM;
- iii. comprovação do registro, no cartório de Títulos e Documentos, da ata da Assembléia Geral dos subscritores que tiver deliberado a constituição do Fundo;

⁴² Com alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 389/03 e 418/05.

- iv. relação nominal dos subscritores, qualificação e número de quotas subscritas, quando solicitado pela CVM.

Art. 5º - A subscrição das quotas deverá ser efetuada em moeda corrente nacional, com integralização à vista, admitindo-se, desde que atenda os objetivos do Fundo, a integralização em terrenos ou outros imóveis, bem como em direitos reais de uso, gozo, fruição e aquisição sobre bens imóveis.

§ 1º A integralização em bens e direitos deverá ser feita com base em laudo de avaliação elaborado por 3 (três) peritos ou por empresa especializada independente, devidamente fundamentado com a indicação dos critérios de avaliação e elementos de comparação adotados, e aprovado pela instituição administradora do Fundo.

§ 2º As importâncias recebidas na integralização de quotas deverão ser depositadas em instituição bancária autorizada a receber depósitos, em nome do Fundo em organização, sendo obrigatória sua imediata aplicação em quotas de fundos de aplicação financeira, em quotas de fundos de renda fixa e/ou em títulos de renda fixa, públicos ou privados.

§ 3º Caso não seja cumprida a exigência prevista no Inciso II do artigo 4º, no prazo fixado no pedido de autorização e registro de distribuição na CVM (artigo 8º, Inciso I), os recursos financeiros do Fundo serão imediatamente rateados entre os subscritores, nas proporções das quotas integralizadas, acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do Fundo, conforme parágrafo 2º acima.

Art. 6º - Uma vez constituído e autorizado o funcionamento do Fundo, admitir-se-á que parcela de seu patrimônio que, temporariamente, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários seja investida em quotas de Fundos de Aplicação Financeira, em quotas de Fundos de Renda Fixa, e/ou em Títulos de Renda Fixa de livre escolha do administrador.

Parágrafo único. A parcela de que trata o "caput" deste artigo não poderá ultrapassar o equivalente a 25% (vinte e cinco por cento) do valor total das quotas emitidas pelo Fundo, salvo se expressamente autorizado pela CVM, mediante justificativa do administrador do Fundo.

Art. 7º - Dependirão de prévia autorização da CVM os seguintes atos relativos ao Fundo:

- i. alteração do regulamento;
- ii. emissão de novas quotas;
- iii. indicação e substituição do diretor responsável pela administração do Fundo;
- iv. substituição de instituição administradora;
- v. fusão, incorporação, cisão ou liquidação;
- vi. distribuição secundária, conforme o disposto na INSTRUÇÃO CVM Nº 88, de 03/11/88.

CAPÍTULO III - DO REGISTRO DE DISTRIBUIÇÃO DE QUOTAS

Art. 8º - O pedido de registro de distribuição de quotas na CVM será formulado pela instituição administradora, instruído com os seguintes documentos:

- i. deliberação da instituição administradora relativa ao projeto de constituição do Fundo, na qual deverá constar o inteiro teor do seu regulamento e o prazo máximo para completar sua constituição registrada no Cartório de Títulos e Documentos situado na sede da instituição administradora;

- ii. indicação do diretor da instituição administradora responsável pela administração do Fundo;
- iii. declaração da Bolsa de Valores, se for o caso, do deferimento ao pedido de admissão à negociação dos valores mobiliários do Fundo, condicionado apenas à obtenção do registro na CVM;
- iv. cópia da guia de recolhimento da Taxa de Fiscalização relativa à distribuição pública das quotas;
- v. cópia do contrato de distribuição de quotas e, se houver, o de garantia de subscrição, bem como relação dos participantes do consórcio de lançamento e cópia dos subcontratos, se for o caso;
- vi. modelo da lista ou boletim de subscrição, conforme Artigo 38, § 3º;
- vii. modelo do certificado de investimento (Artigo 36, § 4º), ou cópia do contrato firmado com instituição prestadora do serviço de quotas escriturais, conforme o caso;
- viii. estudo de viabilidade técnica, comercial, econômica e financeira do empreendimento imobiliário a ser desenvolvido, bem como o orçamento e cronograma da obra, nos casos em que se fizer necessário;
- ix. cópia do memorial de incorporação ou do projeto aprovado de loteamento do solo, e indicação do seu número de registro no Cartório de Registro de Imóveis, ou cópia da Escritura de Compra e Venda ou Promessa de Compra e Venda ou título aquisitivo de direitos reais sobre imóveis entre o empreendedor e a instituição administradora, conforme o caso;
- x. minuta do contrato de construção, quando houver, se o empreendedor for pessoa distinta do construtor;
- xi. contrato firmado entre o empreendedor e a instituição financeira, se for o caso;
- xii. minuta do prospecto, do qual deverão constar:
 - a. no mínimo, todas as informações contidas nos documentos referidos nos Incisos I a IX deste artigo;
 - b. breve histórico da instituição administradora e informações acerca do empreendimento que constitui objeto do Fundo, bem como do empreendedor e/ou loteador ou incorporador do empreendimento que constituir objeto do Fundo, se for o caso;
 - c. parecer técnico do consultor de investimentos, se houver;
 - d. o prospecto deverá mencionar, em destaque, o seguinte: "A autorização para funcionamento do Fundo e o registro da emissão não implicam, por parte da Comissão de Valores Mobiliários, garantia da veracidade das informações prestadas, ou julgamento sobre a qualidade do Fundo, de sua instituição administradora, de sua política de investimentos, do empreendimento que constituir seu objeto, ou, ainda, das quotas a serem distribuídas".

Art. 9º O registro de emissão das quotas está sujeito ao pagamento da Taxa de Fiscalização do Mercado de Títulos e Valores Mobiliários, instituída pela Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, à alíquota de 0,30% (trinta centésimos por cento), conforme previsto no artigo 20, § 6º, da Lei nº 8.383, de 30 de dezembro de 1991.

CAPÍTULO IV - DO REGULAMENTO

Art. 10 - O regulamento do Fundo de Investimento Imobiliário deverá dispor sobre:

- i. o objeto do Fundo, definindo, com clareza, a natureza dos investimentos ou empreendimentos imobiliários que poderão ser realizados;
- ii. a política de investimento a ser adotada pela instituição administradora, que deverá conter, no mínimo:
 - a. descrição do objetivo fundamental dos investimentos imobiliários a serem realizados, identificando os aspectos que somente poderão ser alterados com prévia anuência dos quotistas;
 - b. especificação do grau de liberdade que a instituição administradora se reserva no cumprimento da política de investimento, indicando a natureza das operações que fica autorizada a realizar independentemente de prévia autorização dos quotistas;
 - c. os ativos que poderão compor o patrimônio do Fundo, bem como os requisitos de diversificação de investimentos.
- iii. o prazo de duração do Fundo;
- iv. a taxa de ingresso ou critérios para sua fixação, se for o caso;
- v. o número de quotas a serem emitidas e sua divisão em séries, se for o caso;
- vi. a possibilidade ou não de novas e futuras emissões de quotas, caso em que deverá disciplinar as respectivas hipóteses, os critérios para fixação do preço e o direito de preferência dos quotistas à subscrição de novas emissões;
- vii. os critérios para subscrição de quotas por um mesmo investidor;
- viii. a política de comercialização dos empreendimentos;
- ix. a política de distribuição de rendimentos e resultados;
- x. a qualificação da instituição administradora;
- xi. as obrigações e responsabilidades da instituição administradora, em especial quanto àquelas previstas no artigo 14, bem como seus deveres na qualidade de proprietária fiduciária dos imóveis e direitos integrantes do patrimônio do Fundo;
- xii. a instituição, devidamente credenciada pela CVM, prestadora de serviço de quotas escriturais, se for o caso;
- xiii. a remuneração da instituição administradora e do consultor de investimentos, se houver;
- xiv. as despesas e os encargos do Fundo, observado o disposto no Capítulo X;
- xv. os critérios de apuração do valor patrimonial das quotas, que deverão observar também as normas contábeis previstas no Artigo 44, a serem expedidas pela CVM;
- xvi. as informações obrigatórias e periódicas a serem prestadas aos quotistas, às bolsas de valores ou à CVM (artigo 14, Incisos VIII a XVI);
- xvii. o modo de convocação, a legitimação e a representação, o "quorum" de instalação e deliberações, e a competência da assembléia geral.
- xviii. o modo e as condições de dissolução e liquidação do Fundo, inclusive no tocante à forma de partilha do patrimônio entre os quotistas e à amortização programada das quotas, se for o caso;
- xix. o percentual máximo que o empreendedor, o incorporador, o construtor ou o loteador do solo poderá subscrever ou adquirir no mercado.

CAPÍTULO V - DA ADMINISTRAÇÃO

Seção I - Da Competência

Art. 11. - A administração do Fundo de Investimento Imobiliário compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito

imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário e caixas econômicas. *"Caput" com redação dada pela Instrução CVM nº 418, de 19 de abril de 2005.*

Parágrafo único. As instituições referidas no "caput" deste artigo deverão manter departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários, ou contratar tais serviços externamente.

Art. 12 - Compete à instituição administradora a gestão do patrimônio do Fundo, podendo realizar todas as operações, praticar todos os atos que se relacionem com seu objeto, e exercer todos os direitos inerentes à propriedade dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, inclusive o de ações, recursos e exceções, podendo abrir e movimentar contas bancárias, adquirir e alienar livremente títulos pertencentes ao Fundo, bem como transigir, desde que observadas as restrições impostas pela Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, por esta Instrução, pelo regulamento do Fundo, ou por deliberação da assembléia geral.

Parágrafo único. A administração do Fundo ficará sob a supervisão e responsabilidade direta de um diretor da instituição administradora, especialmente indicado para esse fim.

Art. 13 - A instituição administradora será, nos termos e condições estabelecidos na Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, a proprietária fiduciária dos bens imóveis e dos direitos sobre imóveis adquiridos com os recursos do Fundo.

§ 1º A instituição administradora, na qualidade de proprietária fiduciária, administrará e disporá dos bens, na forma e para os fins estabelecidos na legislação e no regulamento do Fundo ou em assembléia geral.

§ 2º As negociações de bens imóveis ou de direitos sobre imóveis para o patrimônio do Fundo serão efetuadas diretamente pela instituição administradora, na qualidade de proprietária fiduciária, em benefício exclusivo do Fundo.

Seção II - Das Obrigações

Art. 14 - Constituem obrigações da instituição administradora do Fundo:

- i. providenciar a averbação, junto ao Cartório de Registro de Imóveis, das restrições dispostas no Artigo 7º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993, fazendo constar nas matrículas dos bens imóveis integrantes do patrimônio do Fundo que tais ativos imobiliários:
 - a. não integram o ativo da administradora;
 - b. não respondem direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora;
 - c. não compõem a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;
 - d. não podem ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora;
 - e. não são passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser;
 - f. não podem ser objeto de constituição de ônus reais.
- ii. manter, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:
 - a. os registros de quotistas e de transferência de quotas;
 - b. os livros de atas e de presença das assembléias-gerais;

- c. a documentação relativa aos imóveis e às operações do Fundo;
 - d. os registros contábeis referentes às operações e ao patrimônio do Fundo;
 - e. o arquivo dos pareceres e relatórios do auditor independente e, quando for o caso, do consultor de investimentos.
- iii. receber rendimentos ou quaisquer valores devidos ao Fundo;
- iv. agir sempre no único e exclusivo benefício dos quotistas, empregando na defesa de seus direitos a diligência exigida pelas circunstâncias e praticando todos os atos necessários a assegurá-los, judicial ou extrajudicialmente;
- v. administrar os recursos do Fundo de forma judiciosa, sem onerá-lo com despesas ou gastos desnecessários ou acima do razoável;
- vi. custear as despesas de propaganda do Fundo;
- vii. manter custodiados em instituição prestadora de serviços de custódia, devidamente autorizada pela CVM, os títulos adquiridos com recursos do Fundo;
- viii. fornecer ao investidor, obrigatoriamente, no ato de subscrição de quotas, contra recibo:
 - a. exemplar do regulamento do Fundo;
 - b. prospecto de lançamento de quotas do Fundo;
 - c. documento discriminando as despesas com comissões ou taxas de subscrição, distribuição e outras com que o investidor tenha que arcar;
- ix. divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao Fundo ou a suas operações, de modo a garantir aos quotistas e demais investidores acesso a informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões de adquirir ou alienar quotas do Fundo, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda das quotas do Fundo;
- x. zelar para que a violação do disposto no Inciso anterior não possa ocorrer através de subordinados ou terceiros de sua confiança;
- xi. divulgar, mensalmente, o valor do patrimônio do Fundo, o valor patrimonial da quota, e a rentabilidade apurada no período, o que poderá ser feito através das Bolsas de Valores, no caso de quotas que tenham registro à negociação em Bolsa;
- xii. manter à disposição dos quotistas, em sua sede, informações, atualizadas mensalmente, relativas a:
 - a. valor patrimonial das quotas e dos investimentos do Fundo, incluindo discriminação dos bens e direitos integrantes de seu patrimônio;
 - b. informações sobre o andamento das obras e sobre o valor total dos investimentos já realizados, no caso de Fundo constituído com o objetivo de desenvolver empreendimento imobiliário, até a conclusão e entrega da construção;
 - c. relação das demandas judiciais ou extrajudiciais propostas na defesa dos direitos de quotistas ou desses contra a administração do Fundo, indicando a data de início e a da solução final, se houver;
- xiii. remeter aos quotistas, semestralmente, os extratos das contas de depósito a que se refere o artigo 37;
- xiv. remeter aos quotistas, anualmente, informações sobre a quantidade de quotas de sua titularidade e respectivo valor patrimonial, bem como o comprovante para efeitos de declaração de imposto de renda;
- xv. divulgar no(s) jornal(ais) de que trata o artigo 16, no prazo de 60 (sessenta) dias após os meses de junho e dezembro;

- a. o relatório da instituição administradora, observado o disposto no artigo 17;
 - b. as demonstrações financeiras, elaboradas de acordo com a regulamentação expedida pela CVM;
 - c. o parecer do auditor independente;
- xvi. remeter, na data de sua divulgação, à CVM, sem prejuízo de outros que venham a ser exigidos, os documentos relativos ao Fundo referidos nos Incisos IX, XI, XII e XIV;
- xvii. fornecer ao quotista, mediante solicitação, relação nominal contendo nome, endereço e quantidade de quotas possuídas pelos participantes do Fundo, podendo cobrar o custo do serviço.

§ 1º As instituições custodiantes dos títulos adquiridos com recursos do Fundo só poderão acatar ordens assinadas pelo diretor responsável pela administração do Fundo ou por procurador legalmente constituído, devidamente credenciado junto a ela.

§ 2º Os documentos ou informações referidos nos Incisos XI, XII, XIII e XIV deste artigo deverão ser divulgados no prazo máximo de 15 (quinze) dias, a contar do encerramento do período a que se referem.

Art. 15 - A instituição administradora responde:

- i. por quaisquer danos causados ao patrimônio do Fundo, decorrentes de:
 - a. atos que configurem má gestão ou gestão temerária;
 - b. operação de qualquer natureza concluída entre o Fundo e a instituição administradora, entre o Fundo e o empreendedor, ou entre o Fundo e pessoa detentora de mais de 50% (cinquenta por cento) das quotas do Fundo, quando caracterizada situação de conflito de interesses;
 - c. atos que configurem violação da Lei, desta Instrução, do regulamento do Fundo, ou de determinação da assembléia geral;
- ii. pela evicção de direito, no caso de alienação de imóveis ou direitos integrantes do patrimônio do Fundo.

§ 1º Caracteriza situação de conflito de interesses, dentre outras:

- i. a aquisição, a locação ou o arrendamento, pelo Fundo, de imóvel de propriedade da instituição administradora, ou de pessoas a ela ligadas, conforme definido no § 2º deste artigo;
- ii. a alienação, a locação ou o arrendamento de imóvel integrante do patrimônio do Fundo à instituição administradora, ou a pessoas a ela ligadas, conforme definido no § 2º deste artigo;
- iii. a aquisição pelo Fundo de imóvel de propriedade de devedores da instituição administradora, uma vez caracterizada a inadimplência do devedor.

§ 2º Consideram-se pessoas ligadas, para os efeitos do disposto neste artigo:

- i. a sociedade sob o controle, direto ou indireto, da instituição administradora, ou dos administradores de instituição responsável pela administração do Fundo;
- ii. as pessoas físicas ou jurídicas detentoras do controle, direto ou indireto, da instituição administradora;
- iii. a sociedade cujo controle, direto ou indireto, pertença às mesmas pessoas físicas ou jurídicas detentoras do controle da instituição administradora;

- iv. a sociedade cujos administradores, no todo ou em parte, forem os mesmos da instituição administradora, ressalvados os cargos exercidos em órgãos colegiados previstos no estatuto ou regimento interno da instituição administradora, desde que seus titulares não exerçam funções executivas, ouvida previamente a CVM;
- v. parentes até segundo grau das pessoas físicas referidas nos Incisos acima.

§ 3º Não configura situação de conflito, para os fins da lei e do regulamento, aquisição, pelo Fundo, de imóvel de propriedade do empreendedor, desde que não seja pessoa ligada ao administrador, quando da constituição do Fundo.

§ 4º Qualquer outra operação entre o Fundo e o empreendedor, diferente da prevista no parágrafo anterior, ficará sujeita à avaliação, sendo possível a contratação em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que o Fundo contrataria com terceiros.

Seção III - Das Informações

Art. 16 - A publicação de informações relativas ao Fundo será feita no(s) jornal(ais) escolhido(s) pela instituição administradora para este fim, e previamente comunicado(s) aos quotistas, sendo que qualquer alteração deverá ser precedida de aviso.

Art. 17 - O relatório previsto no Inciso XV, alínea "a", do artigo 14 deverá conter, no mínimo:

- i. descrição dos negócios realizados no semestre, especificando, em relação a cada um, os objetivos, os montantes dos investimentos feitos, as receitas auferidas, e origem dos recursos investidos, bem como a rentabilidade apurada no período;
- ii. programa de investimentos para o semestre seguinte;
- iii. informações, baseadas em premissas e fundamentos devidamente explicitados, sobre:
 - a. a conjuntura econômica do segmento do mercado imobiliário em que se concentrarem as operações do Fundo, relativas ao semestre findo;
 - b. as perspectivas da administração para o semestre seguinte;
 - c. o valor de mercado dos bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, incluindo o percentual médio de valorização ou desvalorização apurado no período, com base em análise técnica especialmente realizada para esse fim, em observância dos critérios de orientação usualmente praticados para avaliação dos bens imóveis integrantes do patrimônio do Fundo, critérios estes que deverão estar devidamente indicados no relatório;
- iv. relação das obrigações contraídas no período;
- v. a rentabilidade nos últimos 4 (quatro) semestres calendário;
- vi. o valor patrimonial da quota, por ocasião dos balanços, nos últimos 4 (quatro) semestres calendário;
- vii. a relação dos encargos debitados ao Fundo em cada um dos 2 (dois) últimos exercícios, especificando valor e percentual em relação ao patrimônio líquido médio semestral em cada exercício.

Art. 18 - Qualquer texto publicitário para oferta de quotas, anúncio ou promoção do Fundo deverá ser previamente submetido à CVM, e não poderá divergir do conteúdo de seu

regulamento, do prospecto a que se refere o artigo 8º, Inciso XII, ou de qualquer informação prestada, a qualquer tempo, à CVM.

Parágrafo único. Caso o texto publicitário seja publicado com incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a CVM poderá exigir que as retificações e os esclarecimentos sejam veiculados, com igual destaque, por meio dos mesmos veículos usados para divulgar o texto publicitário original.

Seção IV - Das Vedações

Art. 19 - É vedada à instituição administradora, no exercício das funções de gestora do patrimônio do Fundo e utilizando os recursos do Fundo:

- i. conceder ou contrair empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade;
- ii. prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma;
- iii. aplicar no exterior recursos captados no país;
- iv. aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio Fundo;
- v. vender à prestação as quotas do Fundo, admitida a divisão da emissão em séries;
- vi. prometer rendimentos predeterminado aos quotistas;
- vii. realizar operações do Fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o Fundo e a instituição administradora, ou entre o Fundo e o incorporador ou o empreendedor, ressalvado o disposto no § 3º do artigo 14;
- viii. onerar sob qualquer forma, os ativos imobiliários ou mobiliários do Fundo;
- ix. negociar com duplicata, notas promissórias ou outros títulos não autorizados pela CVM;
- x. aplicar em mercados futuros ou de opções.

§ 1º À instituição administradora é vedado adquirir, para seu patrimônio, quotas do Fundo.

§ 2º É vedado à instituição administradora e empresas ligadas receber qualquer vantagem ou benefício, direto ou indireto, relacionado às atividades do fundo imobiliário sob sua administração, que não seja transferido para benefício dos quotistas.

Seção V - Da Renúncia, do Descredenciamento e da Liquidação.

Art. 20 - A instituição administradora poderá, mediante aviso prévio de 6 (seis) meses, divulgado no(s) jornal(ais) de que trata o artigo 16, ou por intermédio de carta, telex, telegrama ou, ainda, qualquer outro meio de comunicação escrita, endereçado a cada quotista, renunciar à administração do Fundo, ficando obrigada, no mesmo ato, a comunicar sua intenção à CVM.

Art. 21 - A CVM poderá, a qualquer tempo, descredenciar a instituição administradora que deixar de cumprir as normas legais ou regulamentares vigentes.

§ 1º O processo de descredenciamento terá início mediante notificação da Comissão de Valores Mobiliários à instituição administradora, com a indicação dos fatos que o fundamentarem e do prazo para apresentação de defesa, não inferior a 15 (quinze) dias, contados da data de recebimento da respectiva notificação.

§ 2º A decisão da Comissão de Valores Mobiliários que descredenciar a instituição administradora deverá ser fundamentada, indicando com precisão os fatos considerados irregulares, cabendo recurso ao Conselho Monetário Nacional, sem efeito suspensivo, no prazo de 15 (quinze) dias, contados da data de recebimento da comunicação expedida pela CVM.

Art. 22 - Nas hipóteses de renúncia, descredenciamento pela CVM ou destituição pela assembleia geral, ficará a instituição obrigada a convocar, imediatamente, a assembleia geral, para eleger sua substituta ou deliberar a liquidação do Fundo, sendo facultado ao representante dos quotistas, ou quotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das quotas emitidas, em qualquer caso, ou à CVM, nos casos de descredenciamento, a convocação da assembleia geral, caso a instituição administradora não o faça no prazo de 15 (quinze) dias contados do evento.

§ 1º Nos casos previstos no "caput" deste artigo, a instituição administradora deverá permanecer no exercício de suas funções até ser averbada, no Cartório de Registro de Imóveis, nas matrículas referentes aos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do Fundo, a ata da assembleia geral que eleger sua substituta e sucessora na propriedade fiduciária desses bens e direitos, devidamente aprovada pela CVM e registrada no Cartório de Títulos e Documentos.

§ 2º No caso de liquidação extrajudicial da instituição administradora, caberá ao liquidante designado pelo Banco Central do Brasil, sem prejuízo do disposto no artigo 24, desta Instrução, convocar a assembleia geral, no prazo de 5 (cinco) dias úteis, contados da data de publicação, do Diário Oficial da União, do ato que decretar a liquidação extrajudicial., a fim de deliberar sobre a eleição de nova instituição administradora e a liquidação ou não do Fundo.

§ 3º Se a assembleia geral não eleger nova instituição administradora no prazo de 30 (trinta) dias úteis, contados da data de publicação, no Diário Oficial da União, do ato que decretar a liquidação extrajudicial da instituição administradora, o Banco Central do Brasil nomeará uma nova instituição para processar a liquidação do Fundo, ficando a instituição liquidada obrigada a arcar com os custos de remuneração da administradora assim nomeada.

§ 4º Aplica-se o disposto no § 1º deste artigo mesmo quando a assembleia geral deliberar a liquidação do Fundo em consequência da renúncia, do descredenciamento, da destituição ou da liquidação extrajudicial da instituição administradora, cabendo à assembleia geral, nestes casos, eleger nova instituição administradora para processar a liquidação do Fundo.

§ 5º Caberá ao liquidante praticar todos os atos necessários à gestão regular do patrimônio do Fundo, até ser procedida a averbação referida no § 1º deste artigo.

CAPÍTULO VI - DA ASSEMBLÉIA GERAL

Art. 23 - Compete privativamente à assembleia geral:

- i. examinar, anualmente, as contas relativas ao Fundo, e deliberar sobre as demonstrações financeiras apresentadas pela instituição administradora;
- ii. alterar o regulamento do Fundo;
- iii. destituir a instituição administradora;
- iv. deliberar sobre:

- a. a substituição da instituição administradora, nos casos de renúncia, descredenciamento, destituição ou decretação de sua liquidação extrajudicial;
 - b. a emissão de novas quotas bem como aprovação do laudo de avaliação de bens, utilizados na sua subscrição;
 - c. a fusão, incorporação e cisão;
 - d. a dissolução e liquidação do Fundo, quando não prevista e disciplinada no regulamento.
- v. determinar à instituição administradora a adoção de medidas específicas de política de investimento que não importem em alteração do regulamento do Fundo, ouvido previamente o consultor de investimento, se houver;
- vi. eleger e destituir o(s) representante(s) dos quotistas (Artigo 30).

§ 1º A assembléia geral que examinar e deliberar sobre as matérias previstas no Inciso I deste artigo deverá ser realizada, anualmente, até 4 (quatro) meses após o término do exercício social.

§ 2º O regulamento do Fundo poderá ser alterado, independentemente de assembléia geral ou de consulta aos quotistas, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento à exigência da Comissão de Valores Mobiliários, em consequência de normas legais ou regulamentares, devendo ser providenciada, no prazo de 30 (trinta) dias, a necessária comunicação aos quotistas, no(s) jornal(ais) destinado(s) à divulgação de informações do Fundo.

Art. 24 - Compete à instituição administradora convocar a assembléia geral.

Parágrafo único. A assembléia geral poderá também ser convocada diretamente por quotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) das quotas emitidas, e pelo(s) representante(s) dos quotistas, observados os requisitos estabelecidos no regulamento do Fundo.

Art. 25 - As deliberações da assembléia geral poderão ser tomadas mediante processo de consulta formalizada em carta, telex ou telegrama dirigido pela instituição administradora a cada quotista para resposta no prazo máximo de 30 (trinta) dias.

§ 1º Da consulta deverão constar todos os elementos informativos necessários ao exercício do direito de voto.

§ 2º O quorum de deliberação será o de maioria absoluta das quotas emitidas, independentemente da matéria.

Art. 26 - A convocação far-se-á mediante anúncio publicado no(s) jornal(ais) escolhido(s) pela instituição administradora para a divulgação de informações do Fundo, ou por meio de comunicação escrita, enviada por via postal, com aviso de recebimento, a todos os quotistas inscritos no "Registro de Quotistas".

§ 1º Da convocação constarão, obrigatoriamente, dia, hora e local em que será realizada a assembléia, bem como a ordem do dia.

§ 2º A primeira convocação da assembléia geral deverá ser feita com antecedência de, no mínimo:

- i. 8 (oito) dias contados da data de publicação do primeiro anúncio; ou
- ii. 15 (quinze) dias contados da expedição da comunicação.

§ 3º Na contagem dos prazos fixados no parágrafo anterior, excluir-se-á o dia da publicação do anúncio ou o da expedição da comunicação.

§ 4º Se, por qualquer motivo, a assembléia geral não se realizar, ou na ausência de quorum necessário à deliberação de matéria incluída na ordem do dia, a segunda convocação deverá ser feita com antecedência de, no mínimo, 05 (cinco) dias úteis.

§ 5º Independentemente das formalidades previstas neste artigo, será considerado regular a assembléia geral a que comparecerem todos os quotistas.

Art. 27 - A assembléia geral instalar-se-á, em segunda convocação, obedecendo ao disposto no regulamento do Fundo.

§ 1º Ressalvado o disposto no § 2º deste artigo, e no § 2º do artigo 25, as deliberações serão tomadas pelo critério da maioria de quotas dos presentes, correspondendo a cada quota um voto, não se computando os votos em branco.

§ 2º Dependem da aprovação de quotistas que representem metade, no mínimo, das quotas emitidas, se maior quorum não for fixado no regulamento do Fundo, as deliberações relativas às matérias previstas nos incisos II e IV, letras "a", "b", "c" e "d" do artigo 23.

§ 3º Quando o regulamento do Fundo contiver previsão indicando o mercado em que as cotas serão negociadas, a Assembléia Geral poderá deliberar, por maioria simples, a sua alteração, em primeira convocação, para o fim específico de permitir a negociação em mercado diverso.
§ 3º acrescentado pela Instrução CVM nº 389, de 3 de junho de 2003.

Art. 28 - Somente poderão votar na assembléia geral os quotistas inscritos no "Registro de Quotistas" ou na conta de depósito, conforme o caso, 3 (três) dias úteis antes da data fixada para sua realização.

Art. 29 - Têm qualidade para comparecer à assembléia geral os representantes legais dos quotistas ou seus procuradores legalmente constituídos há menos de um ano, observado o disposto no regulamento do Fundo.

§ 1º Será facultado a qualquer quotista remeter diretamente pedido de procuração ou requerer à instituição administradora que o anexe à convocação feita por carta.

§ 2º O pedido de procuração deverá satisfazer aos seguintes requisitos:

- i. conter todos os elementos informativos necessários ao exercício do voto pedido;
- ii. facultar ao quotista o exercício de voto contrário, com indicação de outro procurador para o exercício deste voto;
- iii. dirigido a todos os quotistas.

CAPÍTULO VII - DO REPRESENTANTE DOS QUOTISTAS

Art. 30 - A assembléia geral dos quotistas poderá, a qualquer momento, nomear um ou mais representantes para exercer as funções de fiscalização e controle gerencial dos empreendimentos ou investimentos do Fundo, em defesa dos direitos e interesses dos quotistas.

Art. 31 - Constituirão atribuições e deveres do(s) representante(s) dos quotistas, além de outras previstas no regulamento do Fundo:

fiscalizar o cumprimento do programa financeiro e de investimentos do Fundo;

fiscalizar a observância da política de investimento explicitada no regulamento do Fundo.

Art. 32 - Somente poderá exercer as funções de representante de quotistas pessoa física ou jurídica que atenda aos seguintes requisitos:

- i. ser quotista;
- ii. não exercer cargo ou função na instituição administradora ou em sociedade a ela ligada, ou prestar-lhe assessoria de qualquer natureza;
- iii. não exercer cargo ou função na sociedade empreendedora, incorporadora ou construtora do empreendimento imobiliário que constitua objeto do Fundo, ou prestar-lhe assessoria de qualquer natureza.

CAPÍTULO VIII - DO CONSULTOR DE INVESTIMENTOS

Art. 33 - A instituição administradora poderá contratar consultor de investimentos.

Parágrafo único. A assembléia geral poderá deliberar sobre a necessidade de contratar ou não o consultor de investimentos, bem como de se manter ou não o consultor contratado.

Art. 34 - O contrato firmado com o consultor de investimentos deverá especificar, com clareza e precisão, as atribuições que lhe forem conferidas, suas obrigações e responsabilidades.

Parágrafo único. O contrato deverá prever expressamente a possibilidade de rescisão, a qualquer momento, seja por decisão da instituição administradora, seja por determinação da assembléia geral de quotistas, independentemente de multa, indenização ou qualquer outra espécie de penalidade, desde que respeitado o aviso prévio no prazo que estipular, não superior a 60 (sessenta) dias.

Art. 35 - Os pareceres técnicos preparados pelo consultor de investimentos ficarão à disposição dos quotistas na sede da instituição administradora.

CAPÍTULO IX - DA EMISSÃO, COLOCAÇÃO E NEGOCIAÇÃO DE QUOTAS

Art. 36 - As quotas de Fundo de Investimento Imobiliário corresponderão a frações ideais de seu patrimônio.

§ 1º As quotas poderão ser representadas, conforme estabelecer o regulamento do Fundo, por Certificados de Investimento ou mantidas em contas de depósito em nome de seus titulares, em instituição autorizada pela CVM.

§ 2º Os certificados de investimento somente poderão ser emitidos após a constituição do Fundo e deverão ser entregues aos quotistas no prazo de 60 (sessenta) dias da constituição do mesmo, devendo ser respeitado igual prazo no caso de emissões posteriores, contado a partir do encerramento da subscrição.

§ 3º A qualidade de quotista é comprovada pelo registro de quotista ou pelo extrato da conta de depósito, aplicando-se, no que couber, as regras previstas para a transferência de títulos na lei societária.

§ 4º O certificado de investimento, quando adotado, deverá conter:

- i. a denominação "CERTIFICADO DE INVESTIMENTO";
- ii. nome do Fundo e número de seu registro no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;
- iii. prazo de duração do Fundo;
- iv. referência à autorização para constituição do Fundo e ao registro de distribuição das quotas na Comissão de Valores Mobiliários (artigo 3º);
- v. denominação da instituição administradora, local de sua sede e seu número de registro no Cadastro Geral de Contribuintes do Ministério da Fazenda;
- vi. nome do quotista;
- vii. número de ordem do certificado;
- viii. quantidade e série de quotas que representar;
- ix. o débito do cotista e a data da integralização, se for o caso;
- x. local e data de emissão do certificado;
- xi. assinatura autorizada do diretor da instituição administradora responsável pela administração do Fundo, admitida a chancela mecânica.

Art. 37 - O certificado de investimento ou o extrato de conta de depósito representará número inteiro de quotas pertencentes ao quotista, conforme os registros do Fundo.

Art. 38 - A emissão, subscrição e integralização de quotas serão efetuadas de acordo com os termos, condições e valor estipulados pela instituição administradora e informados no processo de registro de distribuição na CVM.

§ 1º A emissão de quotas poderá ser dividida em séries, com o fim específico de estabelecer, para cada série, datas diversas de integralização, sem prejuízo da igualdade dos demais direitos conferidos aos quotistas.

§ 2º No ato de subscrição das quotas, o subscritor assinará a lista ou boletim individual de subscrição, que serão autenticados pela instituição administradora, ou pela instituição autorizada a processar a subscrição e integralização das quotas.

§ 3º Da lista ou boletim de subscrição deverão constar:

- i. nome e qualificação do subscritor;
- ii. número e série de quotas subscritas;
- iii. preço de emissão e valor total integralizado, discriminados por série de quotas subscritas, se for o caso.

§ 4º A subscrição poderá ser feita por meio de carta dirigida à instituição administradora, observadas as disposições deste artigo, bem como a devida integralização.

Art. 39 - As quotas do Fundo somente poderão ser objeto de colocação junto ao público e de negociação no mercado de bolsa ou balcão após o registro da distribuição na Comissão de Valores Mobiliários (artigo 8º), e por intermédio de banco múltiplo com carteira de investimento, banco de investimento, sociedade corretora ou distribuidora de valores mobiliários.

Art. 40 - As quotas do Fundo serão registradas na CVM, para negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão.

§ 1º As quotas somente poderão ser negociadas, no mercado de bolsas ou de balcão, após a integralização do preço de emissão.

§ 2º É permitida a negociação fora de bolsas de valores ou mercado de balcão, das quotas dos Fundos nelas admitidas, nas seguintes hipóteses:

- i. quando destinados à distribuição pública, durante o período da respectiva distribuição;
- ii. quando relativas à negociação privada;

§ 3º Aplicam-se às quotas dos Fundos o disposto na DELIBERAÇÃO CVM Nº 20, de 15/02/85, ou seja, a participação de sociedades ou profissionais integrantes do sistema de distribuição, comprando ou vendendo, torna pública a negociação.

CAPÍTULO X - DOS ENCARGOS E DESPESAS DO FUNDO

Art. 41 - Constituirão encargos do Fundo a serem debitados pela instituição administradora, as seguintes despesas:

- i. remuneração da instituição administradora, e do consultor de investimento, se houver;
- ii. taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas que recaiam ou vierem a recair sobre os bens, direitos e obrigações que compõem o patrimônio do Fundo;
- iii. despesas com expediente do interesse do Fundo, inclusive comunicações aos quotistas, e com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas, previstas nesta Instrução ou no regulamento do Fundo;
- iv. despesas com a distribuição primária de quotas;
- v. despesas com admissão de quotas à negociação nas bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado;
- vi. honorários e despesas do auditor independente encarregado da auditoria das demonstrações financeiras do Fundo;
- vii. comissões, emolumentos e quaisquer outras despesas relativas às operações com ativos imobiliários ou mobiliários efetuadas em nome ou para benefício do Fundo;
- viii. honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em razão de defesa dos interesses do Fundo, judicial ou extrajudicialmente, inclusive o valor de condenação eventualmente imputada ao Fundo;
- ix. parcela de prejuízos eventuais não coberta por apólices de seguro, desde que não decorra diretamente de culpa ou dolo da instituição administradora no exercício de suas funções;

- x. prêmios de seguro, bem como quaisquer despesas relativas aos bens ou direitos integrantes do patrimônio do Fundo;
- xi. quaisquer despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão ou liquidação do Fundo e realização de assembléia geral;
- xii. taxa de custódia de títulos ou valores mobiliários do Fundo;
- xiii. outras despesas necessárias e de interesse exclusivo do Fundo, expressamente previstas em seu regulamento ou autorizadas pela assembléia geral, em especial as de manutenção, conservação e reparos de bens integrantes do patrimônio do Fundo.

§ 1º Correrão por conta da instituição administradora que renunciar a suas funções, for descredenciada pela CVM, ou entrar em processo de liquidação judicial ou extrajudicial, os emolumentos e demais despesas relativas à transferência, à sua sucessora, da propriedade fiduciária dos bens imóveis e direitos integrantes do patrimônio do Fundo.

§ 2º Quaisquer despesas não previstas expressamente como encargos do Fundo correrão por conta da instituição administradora.

CAPÍTULO XI - DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Art. 42 - O Fundo de Investimento Imobiliário terá escrituração contábil destacada da relativa à instituição administradora.

Art. 43 - As demonstrações financeiras do Fundo serão elaboradas observando-se a natureza dos empreendimentos imobiliários em que serão investidos os recursos do Fundo.

Art. 44 - As demonstrações financeiras do Fundo obedecerão ainda as normas contábeis específicas a serem expedidas pela CVM.

Art. 45 - As demonstrações financeiras do Fundo serão auditadas semestralmente por auditor independente registrado na CVM.

CAPÍTULO XII - DAS DISPOSIÇÕES FINAIS

Art. 46 - O pedido de registro de distribuição das quotas será considerado automaticamente concedido, se não foi indeferido pela CVM no prazo de 30 (trinta) dias, contado da data de sua apresentação, mediante protocolo, devidamente instruído com os documentos e informações exigidos.

§ 1º O prazo previsto no "caput" deste artigo poderá ser suspenso uma única vez, caso a CVM solicite documentos ou informações adicionais necessárias ao pedido de registro ou o condicione a modificações na documentação pertinente.

§ 2º Será concedido prazo não superior a 60 (sessenta) dias, contados do recebimento, pela instituição administradora, da correspondência respectiva, para o atendimento das eventuais exigências, sob pena de ser denegado o pedido.

§ 3º É assegurado à CVM, para manifestação final, período correspondente a 5 (cinco) dias úteis, caso o restante do prazo previsto no "caput" seja inferior.

§ 4º O não cumprimento das exigências implicará no indeferimento do registro, com a devolução de todos os documentos que tiverem instruído o pedido.

Art. 47 - A autorização para constituição será concedida no prazo de 15 (quinze) dias da apresentação dos documentos relacionados no artigo 4º, Incisos II e III.

Parágrafo único. O prazo previsto neste artigo poderá ser suspenso uma única vez, caso a CVM solicite o documento previsto no Inciso IV do artigo 4º, ou qualquer outra informação adicional, sendo aplicados, no que couber, os procedimentos previstos nos parágrafos 2º a 4º do artigo 46.

Art. 48 - O não cumprimento do prazo expresso no inciso XV do artigo 14 sujeitará o administrador ao pagamento de multa cominatória diária no valor de 69,20 UFIR diários, incidente a partir do 1º dia útil subsequente ao término dos referidos prazos.

Art. 49 - Aplicam-se à divulgação e uso de informações sobre fato relevante relativo ao Fundo, no que couber, as disposições constantes da INSTRUÇÃO CVM Nº 31, de 8 de fevereiro de 1984.

Art. 50 - Aplicam-se aos intermediários da distribuição pública, no que couber, as normas estabelecidas na INSTRUÇÃO CVM Nº 13, de 30/08/80.

Art. 51 - Aplica-se à instituição administradora, bem como a seus administradores e gerentes diretamente responsáveis pela administração do Fundo, o disposto no artigo 11 da LEI Nº 6.385, de 07/12/76, independentemente de outras sanções legais eventualmente cabíveis.

§ 1º Constitui infração grave para os efeitos do disposto no § 3º, do artigo 11 da LEI Nº 6.385, de 07/12/76, a divulgação ao mercado ou à Comissão de Valores Mobiliários de informações inverídicas relativas ao Fundo, bem como o descumprimento das seguintes disposições: artigos 4º, 5º, §§ 1º e 3º; 7º; 11; 13, § 2º; 14, IV, IX e X; 19; 22; 27, § 2º; 38 a 40; 43 a 45.

§ 2º Constituem hipóteses de infração de natureza objetiva, em que poderá ser adotado rito sumário de processo administrativo, o descumprimento das seguintes disposições: artigos 14, I, II, VI a XV; 16 e 18.

Art. 52 - Esta Instrução entrará em vigor na data de sua publicação no Diário Oficial da União.

2) INSTRUÇÃO CVM Nº 206, DE 14 DE JANEIRO DE 1994.

Art. 1º - As informações mínimas a serem divulgadas, semestralmente, pelas instituições administradoras dos Fundos de Investimento Imobiliário, compreendem:

- i. Demonstrações Financeiras;
 - a. Balanço Patrimonial;
 - b. Demonstração do Resultado;
 - c. Demonstração do Fluxo de Caixa.
- ii. Parecer do Auditor Independente.
- iii. Relatório do Representante dos Quotistas, quando eleito.
- iv. Relatório da Instituição Administradora.

§ 1º As demonstrações financeiras, acompanhadas das notas explicativas, bem como o relatório da administração deverão ser divulgados exclusivamente em moeda de capacidade aquisitiva constante, nos termos da INSTRUÇÃO CVM Nº 191, de 15 de julho de 1992, e obedecerão, ainda, no que couber e no que não conflitar com esta Instrução, as normas e disposições legais aplicáveis às companhias abertas.

§ 2º As seguintes notas explicativas serão objeto de divulgação, independentemente daquelas previstas nas normas referidas no parágrafo anterior:

- i. informação analítica da posição dos investimentos imobiliários, na data do encerramento do período, detalhando cada empreendimento, com endereço, metragem de área total/construída, estágio em que se encontra, suas características, valor líquido aplicado e valor de mercado, conforme especifica a alínea "c" do inciso III do artigo 17 da INSTRUÇÃO CVM Nº 205, bem como sua movimentação no período;
- ii. valor de mercado dos demais ativos;
- iii. informação sobre os gastos com a taxa de administração do Fundo e com Consultor de Investimento, seus percentuais em relação ao patrimônio líquido médio semestral e apropriação contábil efetuada, identificando eventual parcela incorporada ao ativo;
- e
- iv. explicitação do cálculo da distribuição do resultado aos quotistas.

Art. 2º - O Balanço Patrimonial será elaborado de acordo com a seguinte estrutura:

- i. Ativo Circulante - incluindo as disponibilidades, aplicações financeiras, aplicações imobiliárias, despesas pagas antecipadamente e outros direitos e valores realizáveis no período de 360 dias;
- ii. Realizável a Longo Prazo - representando as aplicações financeiras, aplicações imobiliárias e outros direitos e valores realizáveis após 360 dias;
- iii. Ativo Permanente - compreendendo os investimentos em imóveis para Renda e o Diferido, com a finalidade de registrar as aplicações de recursos que contribuirão, evidenciadamente, para a formação do resultado de um ou mais exercícios sociais e que não puderem ser alocadas diretamente aos demais ativos;
- iv. Passivo Circulante - incluindo as obrigações do Fundo, inclusive provisões constituídas de acordo com o regime de competência, com vencimento até 360 dias;
- v. Exigível a Longo Prazo - com as mesmas obrigações, cujos vencimentos sejam superiores a 360 dias;
- vi. Resultados de Exercícios Futuros - compreendendo os valores recebidos antecipadamente, referentes a receitas de competência de períodos futuros, deduzidos dos respectivos custos e despesas associados à sua obtenção;
- vii. Patrimônio Líquido - compreendendo as quotas de investimento integralizadas, eventuais reservas e os lucros ou prejuízos acumulados.

Parágrafo único. Entende-se por aplicações imobiliárias, referidas nos incisos I e II, deste artigo, os imóveis para venda, contas a receber de locação, de alienação de direitos sobre imóveis e outras transações afins.

Art. 3º - No balanço patrimonial, os ativos e passivos serão avaliados segundo os seguintes critérios:

- i. Ativo Circulante e Realizável a Longo Prazo - as aplicações financeiras e créditos serão expressos em moeda de capacidade aquisitiva da data do encerramento do período, apropriando-se os rendimentos auferidos até essa data. Deverá ser constituída provisão para perda sempre que o valor de mercado de um ativo for inferior ao valor contábil. No caso de um título não possuir valor de mercado, adotar-se-á o valor equivalente de um título com características de risco, taxa de juros e vencimento similares. Alternativamente, o valor de mercado estimado pode ser determinado pelo desconto do fluxo de caixa esperado do título, pela taxa de juro vigente no mercado para ativo financeiro com vencimento e risco similares. Os demais itens não-monetários serão mantidos pelo custo atualizado monetariamente;
- ii. Ativo Permanente - as aplicações em imóveis para renda serão avaliadas pelo custo atualizado monetariamente, retificado pela depreciação acumulada, calculada consistentemente à taxa compatível com a vida economicamente útil do bem, a qual será informada em nota explicativa. Será contabilizada provisão para perda, quando não se puder prever a recuperação do capital aplicado no empreendimento. Os diferidos serão avaliados pelo custo atualizado monetariamente, retificado pela amortização acumulada e provisão para perdas havidas em caráter permanente;
- iii. Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo - serão avaliados em moeda de capacidade aquisitiva da data de encerramento do período, considerados os encargos devidos e o provisionamento de valores contingentes; e
- iv. Resultado de Exercícios Futuros - serão avaliados pelos seus valores presentes das épocas das transações, atualizados monetariamente; e
- v. Patrimônio Líquido - os seus elementos serão objeto de atualização monetária, exceto o resultado anual, que será corrigido monetariamente a partir do ano seguinte.

§ 1º As contas a receber por venda de imóveis deverão ser apresentadas pelo seu valor presente, como os demais ativos e passivos monetários.

§ 2º Nas transações de venda de imóveis, as receitas correspondentes devem ser reconhecidas tomando-se por base o valor presente da transação à data da transferência da propriedade do bem, oportunidade em que devem ser provisionados os eventuais custos futuros, expressos a valor presente.

§ 3º Os custos provisionados estarão sujeitos à atualização monetária pelo Índice da Construção Civil (ICC) - Regional, respeitando-se a localidade de cada obra, ou índice do contrato, para as obras contratadas com preço estipulado, e a uma revisão periódica, a ser feita, no mínimo, a cada trimestre, para os custos orçados.

§ 4º Os valores recebidos pelos Fundos de Investimento Imobiliário, referentes à venda de unidades a entregar, serão registrados no Passivo Circulante e/ou Exigível a Longo Prazo, como adiantamentos de clientes.

§ 5º A atualização monetária dos itens patrimoniais não-monetários será feita com base na UMC - Unidade Monetária Contábil.

§ 6º Os valores referentes à comercialização de pontos de negócios em "shoppings" e similares ("res sperata") deverão ser reconhecidos como receita ao longo dos períodos dos respectivos contratos iniciais de locação, não sendo admitida a sua contabilização como ativo de qualquer natureza antes do período do seu registro em receita.

§ 7º Em nota explicativa às demonstrações financeiras, a instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliário deverá informar o período médio de apropriação à receita dos valores previstos no parágrafo anterior.

§ 8º A locação ou arrendamento de ativos pertencentes ao Fundo, que transfiram substancialmente ao locatário os benefícios e riscos inerentes à propriedade do bem, devem ser contabilizados como venda de ativo quando se enquadrarem em qualquer uma das seguintes hipóteses:

- a. ao final do contrato a propriedade é transferida automaticamente ao locatário, ou
- b. o contrato prevê uma opção de compra do bem por um valor irrisório, ou
- c. o término do contrato é igual ou superior a 75% da vida útil estimada do bem, ou
- d. o valor presente dos aluguéis, por ocasião do contrato, é maior do que 80% do valor de mercado do bem.

Art. 4º - Semestralmente, até 60 (sessenta) dias após os meses de dezembro e junho, as instituições administradoras dos Fundos de Investimento Imobiliário encaminharão à CVM as informações mínimas previstas no Artigo 1º desta Instrução.

Parágrafo único. Para efeito de comparabilidade, as demonstrações financeiras referidas no Artigo 1º, de encerramento do primeiro semestre e do exercício anual, serão comparadas com as respectivas demonstrações financeiras dos mesmos períodos do ano anterior.

Art. 5º - Esta Instrução entrará em vigor na data de sua publicação, revogadas as disposições em contrário.