

ASSEMBLEIAS DE FUNDOS IMOBILIÁRIOS

Uma análise de dispersão dos cotistas dos fundos e do nível de esforço para o alcance dos quóruns qualificados estabelecidos em regra

Avaliação de Resultado Regulatório (ARR)

Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos (ASA)

Janeiro/2024



SUMÁRIO

I. SUMÁRIO EXECUTIVO	3
II. INTRODUÇÃO	7
III. HISTÓRICO	8
IV. PLANEJAMENTO	11
IV.1. Pesquisa em amostra de administradores sobre dificuldade para atingir quórum qualificado em assembleias com deliberações requerendo quórum qualificado	11
IV.2. Pesquisa sobre grau de dispersão de poder votante dos cotistas de FIIs	13
IV.3. Pesquisa sobre a existência de limites mínimos para atingimento de quórum qualificado em outras jurisdições	14
V. ANÁLISE DOS DADOS	15
V.1. Análise das assembleias com deliberações requerendo quórum qualificado.....	15
V.2. Evolução do grau de dispersão do poder votante entre 2013 e 2022.....	19
V.2.1 Evolução do número de fundos que precisam reunir determinado número de cotistas ou mais para atingir quórum desejado	19
V.2.2 Comparação de estatísticas em 2013 e 2022 acerca do nº e % de cotistas que precisam ser reunidos pelos quartis da amostra de fundos para atingir determinados quóruns	21
V.2.3 Análise da normalidade das distribuições de número de cotistas necessários para atingir quórum desejado	26
V.2.4 Estudo de quartis de nº de cotistas para atingir diferentes quóruns (10%, 15% e 25%) no grupo de fundos com mais que 10.000 cotistas	36
V.2.5 Impacto de uma “ação” de redução de limite de quórum qualificado para 15% apenas para fundos com mais do que 10.000 cotistas	37
V.3. Práticas em outras jurisdições	40
VI. CONSIDERAÇÕES E REFLEXÕES FINAIS	42
ANEXO I - Levantamento sobre as previsões gerais na regulamentação dos Estados Unidos – EUA, da União Europeia e da Austrália no que se refere a previsão de quórum qualificado em estruturas equiparáveis aos Fundos de Investimento Imobiliário brasileiros.	
.....	44



I. SUMÁRIO EXECUTIVO

A questão regulatória abordada nesta Avaliação de Resultado Regulatório (ARR) consiste na avaliação do impacto da norma que estabeleceu um limite mínimo para atingimento de quórum qualificado para que assembleias de cotistas possam deliberar determinadas matérias consideradas sensíveis e elencadas na norma.

A Instrução CVM nº 472/2008, com a redação de seu artigo 20 dada pela Instrução CVM nº 571/2015, estabelece os limites mínimos que devem ser alcançados para atingimento de quórum qualificado de 50% para fundos com até 100 cotistas, e 25% para fundos com mais que 100 cotistas.

A norma objetivou estabelecer um limite suficientemente elevado para proporcionar adequada proteção a cotistas minoritários por meio de representatividade para decisões relevantes, porém sem ser elevado a ponto de inibir desproporcionalmente a governança dos fundos, causando a ocorrência de taxas de insucesso elevadas de atingimento do quórum requerido.

Em essência, esta avaliação de resultado regulatório (ARR) tem viés de análise de eficácia, com o intuito de verificar se os objetivos regulatórios estão sendo atingidos.

Para tanto, foi solicitado a um determinado grupo de administradores de fundos que respondessem a uma pesquisa acerca das assembleias convocadas no período de 2017 a 2022 para deliberar matérias que requeriam quórum qualificado, informando o número de cotistas do fundo, o quórum atingido na assembleia e, portanto, o insucesso ou sucesso em atingir o quórum requerido, o número de votantes, dentre outros dados.

O limite atualmente vigente, proposto em 2015, se baseou em um estudo de dispersão de poder votante, descrito no corpo da ARR. Tal estudo se baseou numa pesquisa realizada com administradores de fundos com base na posição de cotistas na data base de setembro de 2013.

Para analisar a evolução da dispersão de poder votante após 2013 e a tendência para os dias atuais, aproveitou-se a pesquisa para solicitar aos administradores a distribuição de poder votante de cotistas de cada fundo sob administração em 31/12/2022, nos mesmos moldes da pesquisa de 2013.

As assembleias de fundos podem ocorrer na forma presencial, por consulta formal remota, ou híbrida. Uma primeira constatação foi a diferença de formato predominante de assembleias ao separar o período em dois triênios, 2017 - 2019 e 2020 - 2022. No primeiro triênio houve predominância de assembleias presenciais, enquanto no segundo quase não ocorreram assembleias presenciais, tendo havido quase exclusividade de assembleias com consulta formal, à distância. Tal fenômeno pode ser atribuído à epidemia de COVID-19, de 2020. Como efeito colateral benéfico, foi constatada uma menor barreira à participação dos cotistas em geral.



No primeiro triênio, 36% das assembleias não atingiram quórum qualificado, enquanto no segundo triênio a taxa de insucesso caiu para 27%.

Um levantamento da quantidade de fundos que precisam reunir determinado número mínimo de cotistas para atingir quórum mostrou uma forte elevação entre 2013 e 2022. Apesar desse crescimento elevado da necessidade de reunir cotistas, foi necessário analisar com detalhes a dispersão de cotistas nas duas datas para avaliar o esforço mínimo necessário para atingir tais quóruns, tanto em 2013 quanto em 2022.

Uma análise de quartis mostrou pequena redução (13 cotistas em 2013 e 11 cotistas em 2022) do número de cotistas que a mediana dos fundos precisa reunir para obter o quórum mínimo de 25%, a despeito de uma forte elevação quando se toma o terceiro quartil e a média. Isso mostra que metade dos novos fundos se concentra na faixa de 1 a 11 cotistas, no mínimo, para atingir o quórum normativo, e a outra metade dos fundos se dispersa de 11 até o máximo de 2.170 cotistas para atingir o quórum de 25%. Alguns poucos valores discrepantes elevam a média do número mínimo de cotistas que se precisa reunir.

Essa constatação foi confirmada pelos histogramas dos 70 fundos de 2013 e dos 197 fundos analisados para a data de dezembro de 2022 por classes de números de cotistas para atingir os quóruns, ambos os histogramas com forte assimetria positiva, isto é, concentração de fundos nas faixas mais baixas de número de cotistas necessários para quórum, e longa cauda à direita, nas faixas mais elevadas de número de cotistas a reunir.

Para permitir uma análise mais profunda da dificuldade de reunir cotistas pelos administradores, separamos os 197 fundos da amostra em 2022 em dois grupos, um de 98 fundos com até 10.000 cotistas (" $\leq 10k$ ") e um segundo grupo com 99 fundos com mais de 10.000 cotistas (" $> 10k$ ").

Verificou-se, por uma análise de quartis, uma maior necessidade de reunir cotistas no grupo $> 10k$ em relação ao grupo $\leq 10k$. Essa maior dificuldade foi confirmada, com significância estatística, por análise não paramétrica.

Para dar robustez à constatação da maior dificuldade de atingir quórum no grupo $> 10k$, foram listadas as 112 assembleias ocorridas no segundo triênio (2020 a 2022) com matérias que requeriam quórum qualificado, separando as 32 que não alcançaram quórum das 80 que tiveram sucesso em atingir quórum e puderam deliberar. No grupo $\leq 10k$ apenas 19% das assembleias não alcançaram quórum, enquanto 42% das assembleias no grupo $> 10k$ fracassaram.

Verificou-se ainda que as assembleias de fundos com concentração de poder de voto tinham baixa taxa de insucesso: nenhuma das 6 assembleias de fundos em que 1 cotista detinha 50% ou mais do poder votante fracassou, apenas 1 das 15 assembleias em que até 3 cotistas detinham 50% ou mais do poder votante fracassou.



Finalmente, tendo determinado que o grupo dos fundos com mais que 10.000 cotistas concentra a dificuldade de atingir o quórum qualificado, executamos uma simulação para avaliar o impacto de criar uma faixa adicional para os fundos com mais que 10.000 cotistas, com a redução do seu limite para atingir quórum qualificado de 25% para 15%. Esse caso de simulação (“ação”) foi comparado com o caso atual de “não ação”, isto é, a manutenção do limite atual de quórum qualificado de 25% em toda a faixa de fundos acima de 100 cotistas.

Com essa finalidade, e com base nas dispersões de poder votante informadas pelos administradores nas pesquisas, foram produzidas as curvas de distribuição cumulativa de probabilidade empírica (ECDF) dos fundos atingirem quórum qualificado (eixo y) caso os fundos consigam reunir pelo menos um determinado número de cotistas (eixo x) para alguns cenários, inclusive de “ação” e “não ação”.

Essas curvas ECDF permitem estimar a probabilidade de sucesso dos fundos à medida que os fundos conseguem reunir “x” cotistas, assumindo que os maiores cotistas participam preferencialmente das assembleias, por terem maior interesse envolvido e incentivo a participar.

A taxa de insucesso de 27% observada no triênio de 2020 a 2022 corresponde ao cruzamento do valor 0,73 pela curva de “não ação”, que por sua vez corresponde ao esforço de reunir pelo menos 93 cotistas.

No caso da simulação (“ação”) descrita na ARR, bastaria um esforço menor de reunir 70 cotistas, no mínimo, para atingir uma probabilidade de sucesso de 90% dos fundos atingirem o quórum qualificado requerido pela norma alterada, tornando o esforço assemblear de reunir cotistas mais similar ao vigente em 2013.

Isso significa que a adoção da ação simulada (redução do quórum qualificado para 15% em fundos com mais de 10.000 cotistas) poderia reduzir significativamente a taxa de insucessos das assembleias dos fundos-alvo, de 27%, observada no triênio 2020-2022, para uma taxa esperada de menos que 10%.

Ao mesmo tempo, a ação não altera o limite de quórum para os fundos até 10.000 cotistas, portanto, minimizando eventuais impactos negativos sobre o objetivo regulatório de proteção a cotistas minoritários por meio de exigir um comparecimento que assegure representatividade para decisões relevantes.

Verificou-se que uma redução de limite de quórum de 25% para 15% para fundos até 10.000 cotistas não tinha efeito relevante na facilitação de atingimento de quórum, podendo, entretanto, reduzir a proteção a minoritários objetivada pela norma.

Ainda, tal ação simulada não encontra paralelo nem contraria práticas de outras jurisdições, as quais são diversas, conforme se depreende do levantamento efetuado acerca das práticas de outras jurisdições, resumido em seção pertinente e apresentado em detalhes no Anexo I a este relatório.



Por fim, concluímos o trabalho com a seguinte pergunta: “Os atuais limites de quóruns qualificados estabelecidos para os fundos imobiliários ensejam um problema regulatório considerando o atual cenário da indústria?”

Concluímos que não é possível responder positivamente essa questão. Podemos afirmar, contudo, que a indústria de fundos imobiliários, pelo comportamento das assembleias e características de dispersão dos cotistas, hoje é dividida em dois grandes grupos de fundos: os com até 10.000 cotistas e os com mais de 10.000 cotistas. As atuais regras impõem um esforço de agrupamento de cotistas para o alcance dos quóruns muito próximo ao observado em 2013 (data do primeiro estudo de dispersão) para o primeiro grupo de fundos. No entanto, para o grupo com mais de 10.000 cotistas esse esforço é significativamente superior.

Por outro lado, na análise das taxas de insucesso das assembleias por assunto deliberado, observamos que o não alcance de quórum de instalação esteve concentrado em AGCs para (i) alteração do regulamento dos fundos e (ii) aprovação de atos com potencial conflito de interesses, enquanto para outras matérias a questão não foi tão sensível.

Entendemos válido discutir as observações deste estudo com a indústria de fundos imobiliário, dado que existem inúmeras variáveis envolvidas, e o tema passa longe de ser simples. Testes empíricos podem também ser uma alternativa para observar o comportamento prático das assembleias antes de eventuais mudanças definitivas das atuais regras.

Em resumo, este trabalho conclui que existem dois grupos bem definidos de fundos dentro da indústria de FII e, caso se pretendesse resgatar os níveis de esforço necessários para o agrupamento de cotistas em assembleia, a alteração deveria se concentrar no grupo de fundos com mais de 10.000 cotistas.



II. INTRODUÇÃO

Este relatório de Análise de Resultado Regulatório (ARR) visa avaliar se os limites para atingimento de quórum qualificado estabelecidos no art. 20 da Instrução CVM 472 (ICVM 472), com a redação dada pela Instrução 571, de 25/11/2015, são adequados para atingir seu objetivo pretendido de proteção a cotistas minoritários, garantindo sua representatividade em matérias consideradas sensíveis.

Visa ainda verificar a magnitude das externalidades negativas de tal comando sobre a operação dos fundos, tais como uma inibição desproporcional da governança pela inviabilização de um número inaceitavelmente elevado de decisões assembleares, resultante da potencial dificuldade de se atingir os níveis determinados para atingimento de quórum qualificado. Em essência, trata-se de uma ARR com viés de análise de eficácia, ou seja, com intuito de verificar se os objetivos regulatórios estão sendo atingidos¹.

Seja ressaltado que o dispositivo normativo acima mencionado foi substituído a partir de 02/10/2023 pela Resolução 175, de 23/12/2022 (RCVM 175), conforme atualizada pelas Resoluções CVM 181 e 184. Assim sendo, as matérias a serem deliberadas nas assembleias de cotistas de fundos de investimento imobiliário e que requerem quórum qualificado são estabelecidas no art. 16 do Anexo Normativo III à RCVM 175, nestes termos:

Art. 16. As deliberações exclusivamente relativas às matérias previstas nos incisos II, IV e V, do art. 70 da parte geral da Resolução, assim como as matérias previstas nos incisos II, IV e V do art. 12 deste Anexo Normativo III dependem da aprovação por maioria de votos dos cotistas presentes e que representem:

I – 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, das cotas emitidas, quando a classe de cotas tiver mais de 100 (cem) cotistas; ou

II – Metade, no mínimo, das cotas emitidas, quando a classe de cotas tiver até 100 (cem) cotistas.

¹ No contexto do guia britânico “Magenta Book – Central Government guidance on evaluation”, uma “Impact Evaluation”. Ver (ISBN 978-1-913635-18-3 PU2957), p.15.



III. HISTÓRICO

O Fundo de Investimento Imobiliário (FII) é uma comunhão de recursos captados por meio do sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários, instituído pela Lei nº 8.668/93.

No período abrangido por este estudo, a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos FII eram dispostos pela ICVM 472, conforme atualizada.

Quando da elaboração do normativo, sua minuta foi colocada em audiência pública entre os dias 15/01/2008 e 17/03/2008. Em seu parágrafo único do art. 20, ela dispõe que certas matérias serão necessariamente decididas por, no mínimo, cotistas que representem metade das cotas emitidas. Naquela oportunidade houve críticas dos participantes a tal comando. Por exemplo, a ANDIMA vislumbrou dificuldade prática no cumprimento da regra. A ANBID argumentou que tal exigência “engessaria” ou possivelmente inviabilizaria *“a operação de fundos distribuídos no varejo, com número relevante de cotistas, pois a experiência mostra que somente um percentual ínfimo de cotistas comparece às assembleias, por mais importantes que sejam as matérias da pauta”*.

Pode-se adicionar a tais argumentos uma questão comportamental de ação coletiva, a saber, quanto menor a participação individual no fundo (e o valor da participação no portfólio individual), menor é o incentivo para o cotista participar da assembleia².

Na ocasião, a CVM entendeu que (i) a participação de investidores nas decisões do fundo contribui para melhorar sua governança e fiscalização; (ii) o papel da regulamentação é incentivar os administradores a buscar que os cotistas participem ativamente das decisões do fundo ou fiscalizem as atividades dos gestores e administradores; e (iii) além da relevante incidência de negociação de cotas em mercados organizados de bolsa, os FII são fundos fechados de longo prazo, aos quais os cotistas podem permanecer vinculados por um longo período, o que os aproxima de investimentos em companhias abertas e, por isso, justifica uma maior participação dos cotistas nas decisões do fundo.

Naquele momento, a CVM buscou uma solução que estabelecesse o equilíbrio entre, de um lado, a viabilidade técnica de produtos organizados como FII e, de outro lado, os objetivos de proteção ao investidor mencionados acima. Sendo assim, a CVM diminuiu consideravelmente o rol de matérias a serem decididas por, no mínimo, cotistas que representassem metade das cotas emitidas, mantendo somente:

² Ver consulta pública SDM 01/2023 no âmbito de Análise de Impacto Regulatório (AIR) para reformular a Resolução CVM 81. (https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2023/sdm0123.html).



- i) inciso II - a alteração do regulamento.
- ii) inciso V - fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo.
- iii) inciso IX (atual inciso VIII) - apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas ou adquiridos pelo fundo.

Subsequentemente, em 2014, a CVM colocou em audiência pública nova minuta com o objetivo de aperfeiçoar aspectos da então ICVM 472, dentre outros, regras quanto às matérias que requerem quórum qualificado para sua deliberação, além de apresentar uma proposta de reflexão sobre os limites mínimos para atingimento do quórum qualificado, resultado de um longo processo de discussão interna da CVM e desta com representantes da indústria de FII.

Ali, em relação aos fundos pulverizados, foram identificados os principais problemas para o alcance do quórum qualificado em assembleias.

Dessa forma, com o objetivo de dimensionar o potencial esforço dos administradores de FIIs para reunir um número suficiente de cotistas para atingir quórum qualificado em assembleias, a SIN/GIE solicitou aos administradores de fundos com mais de 500 cotistas, na data base de setembro de 2013, a relação de cotistas e respectivas participações no total de cotas emitidas, tendo recebido informações relativas a 70 fundos. Com base nesses dados, a SIN elaborou um estudo³ em que analisou o grau de concentração de titularidade de cotas em cada fundo.

Com base nesse estudo, foi proposto reduzir o limite para atingimento de quórum qualificado de 50% para 25% das cotas, para fundos com mais de 100 cotistas, permanecendo o limite de 50% das cotas para fundos com até 100 cotistas. Os percentuais acima deveriam ser determinados com base no número de cotistas do fundo indicados no registro de cotistas na data de convocação da assembleia. A ICVM 472 adotou tais limites em seu art. 20, e a Resolução CVM 175 os manteve inalterados (art. 16, do Anexo Normativo III, da Resolução CVM 175).

Anos mais tarde, em 2019, a Lei de Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19 – LLE) formalizou a Análise de Impacto Regulatório (AIR), que deve preceder as propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, editadas por órgão ou entidade da administração pública federal, incluídas as autarquias e as fundações públicas.

³ Documento SEI nº 1895391, no processo SEI nº 19957.004001/2023-57: Estudo sobre o grau de dificuldade para se deliberar determinadas matérias em Assembleias Gerais de Cotistas de FII, datado de 05 de maio de 2014, elaborado pela Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados (GIE), da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN).



Por sua vez, o Decreto nº 10.411/20 regulamentou o art. 5º da LLE, referente a AIR, bem como define a Avaliação de Resultado Regulatório (ARR).

A ARR consiste na verificação dos efeitos decorrentes da edição de ato normativo, considerados o alcance dos objetivos originalmente pretendidos e os demais impactos observados sobre o mercado e a sociedade, em decorrência de sua implementação.

A ARR, assim como a AIR, é uma ferramenta destinada a aperfeiçoar a ação regulatória, contribuindo para a efetividade, eficiência e eficácia da ação estatal. Enquanto a AIR busca fundamentar as decisões no início ao ciclo regulatório, a ARR encerra o ciclo, com a avaliação dos resultados obtidos, dos impactos observados e recomendações sobre eventuais ajustes necessários.

Em nosso caso em tela, a edição do normativo (ICVM 472) se deu antes da promulgação da LLE e da instituição da AIR. Portanto, esta ARR não resulta de uma AIR anterior.

Com base nos dados da B3, foi observada uma variação significativa do mercado de FII de 2013 a 2022. Em 2013, havia 117 fundos listados, em 2022 havia 467. O número de investidores passou de 100 mil para 2,42 milhões, e o patrimônio dos fundos evoluiu de R\$ 25 bilhões para R\$ 150 bilhões.

Com base nessa diferença entre 2013 e 2022, a CVM julgou adequado avaliar o impacto dos limites estabelecidos no art. 20 da ICVM 472 sobre os regulados, e se tais limites continuam adequados para atingir seus objetivos, como na época do estudo em 2013. Consequentemente, decidiu incluir esta ARR na agenda de Avaliação de Resultado Regulatório 2023-2026 divulgada em 27/02/2023.

Finalmente, conforme relatado anteriormente, a ICVM 472 foi substituída pela RCVM 175 a partir de 02/10/2023, sem alteração substancial na definição das matérias que requerem quórum qualificado e os limites para seu atingimento.



IV. PLANEJAMENTO

Esta ARR se desenvolveu em 3 frentes.

Primeiramente, foi enviada uma pesquisa⁴ para uma amostra significativa de administradores de FIIs solicitando listarem as assembleias gerais que, em determinado período, continham matérias que requeriam quórum qualificado para sua deliberação, e se tal quórum qualificado foi ou não atingido para cada uma das deliberações pertinentes. Foi ainda pedido que se manifestassem quanto a eventuais dificuldades que tenham experimentado por conta dos limites atuais para atingimento do quórum qualificado. Por fim, os administradores foram encorajados a encaminhar sugestões acerca do tema.

Em outra frente, na mesma pesquisa, os mesmos administradores foram instados a preencher uma planilha com o grau de concentração de titularidade de cotas em cada fundo sob sua administração, na data base de 31/12/2022. Os administradores informaram o número de cotistas necessário reunir para alcançar diferentes valores patrimoniais em cotas, para cada fundo sob sua administração. Com isso, pretendeu-se determinar a evolução da dispersão do poder votante dos cotistas de FIIs nos quase 10 anos decorridos entre a primeira pesquisa, efetuada em setembro de 2013 no âmbito do estudo citado acima na nota de rodapé 3, e esta segunda pesquisa, em dezembro de 2022, de forma a subsidiar uma análise de eventual reavaliação de tais quóruns.

Por último, foi conduzido um levantamento acerca do tratamento do assunto em outras jurisdições relevantes, notadamente nas jurisdições da União Europeia, Estados Unidos e Austrália, de forma a verificar se a abordagem brasileira e abordagens em outras jurisdições estão em consonância.

IV.1 Pesquisa em amostra de administradores sobre dificuldade para atingir quórum qualificado em assembleias com deliberações requerendo quórum qualificado

A primeira tarefa foi determinar uma amostra significativa no universo dos administradores de FII, suficiente para abranger parcela relevante dos FIIs sob administração.

⁴ Ver documento SEI nº 1782730.



Para isso, o Portal de Dados Abertos da CVM⁵, de disponibilidade pública, foi acessado nas posições de abril de 2023 do “Informe mensal”⁶ e do “Informe anual estruturado”⁷, levantando, para cada FII, seu administrador e número de cotistas.

Um total de 61 administradores foi selecionado, então, em ordem decrescente de “Número de FIIs sob administração”.

Restringindo nosso universo a fundos destinados a “Investidores em geral” e listados na B3, restaram 313 fundos. Nesse universo foram selecionados os 10 maiores, 2 médios e 2 pequenos administradores, responsáveis pela administração de 245 fundos, representando, portanto, mais de 3/4 dos FIIs elegíveis (ver Tabela 1 a seguir), conforme planilha de consolidação e seleção dos administradores e fundos⁸.

Tabela 1 – Número de FIIs administrados por administrador selecionado

	Nome Administrador	CNPJ Administrador	Nº de FIIs sob admin.	%	Acumulado	% Acum
1	BTG Pactual S. F. S/A DTVM	59.281.253/0001-23	75	24,0%	75	24,0%
2	BRL Trust DTVM S.A.	13.486.793/0001-42	43	13,7%	118	37,7%
3	Rio Bravo Invest. DTVM	72.600.026/0001-81	18	5,8%	136	43,5%
4	Vórtx DTVM Ltda	22.610.500/0001-88	18	5,8%	154	49,2%
5	Banco Genial S.A.	45.246.410/0001-55	14	4,5%	168	53,7%
6	Intrag DTVM Ltda	62.418.140/0001-31	14	4,5%	182	58,1%
7	Hedge Invest DTVM Ltda	7.253.654/0001-76	13	4,2%	195	62,3%
8	XP Invest CCCTVM S.A.	2.332.886/0001-04	13	4,2%	208	66,5%
9	Banco Daycoval S.A.	62.232.889/0001-90	11	3,5%	219	70,0%
10	Oliveira Trust DTVM S.A.	36.113.876/0001-91	10	3,2%	229	73,2%
11	CSHG CV S.A.	61.809.182/0001-30	7	2,2%	236	75,4%
12	Caixa Economica Federal	360.305/0001-04	5	1,6%	241	77,0%
13	BB Gestão de Recursos	30.822.936/0001-69	3	1,0%	244	78,0%
14	Banco Fator S.A.	33.644.196/0001-06	1	0,3%	245	78,3%

Considerados apenas os FIIs classificados para “Investidores em geral” e listados na B3

Os 14 administradores selecionados administram 245 fundos do total de 313 fundos

Fonte: Dados abertos CVM (posição de março/2023).

⁵ <https://dados.cvm.gov.br>

⁶ O Informe Mensal de Fundo Imobiliário é um documento eletrônico de encaminhamento periódico, definido no ANEXO 39-I da Instrução CVM 571.

⁷ O Informe Anual de Fundo Imobiliário é um documento eletrônico de encaminhamento periódico, definido no ANEXO 39-V da Instrução CVM 571.

⁸ Documento SEI nº 1922441 – aba “pré-seleção” da planilha “Ranking Adm FIIs LISTADOS_B3.xlsx”



Para reduzir eventuais vieses da amostra, foram selecionados administradores com número maior, médio e menor de FIIs sob administração.

Para cada um dos administradores selecionados foi encaminhada pesquisa (documento SEI nº 1782730) solicitando, para todos os fundos elegíveis (destinados a “Investidores em geral” e listados em Bolsa) que estiveram sob sua administração dentro do período 2017-2022, listar todas as assembleias gerais de cotistas em cuja convocação constavam uma ou mais matérias dependentes de quórum qualificado, bem como preencher informações acerca da votação e do atingimento, ou não, do quórum qualificado requerido.

Ainda, foi pedido a todos os administradores que relatassem dificuldades que tiveram para atingimento dos atuais limites de quórum qualificado, e que ficassem à vontade para contribuir com sugestões acerca do tema. Com isso tinha-se o objetivo de verificar eventuais impactos negativos, sobre os regulados, dos limites estabelecidos no art. 20 da ICVM 472.

Todos os administradores responderam tempestivamente, e as respostas são analisadas mais adiante.

IV.2 Pesquisa sobre grau de dispersão de poder votante dos cotistas de FIIs

Com a finalidade de possibilitar o estudo da evolução comparativa, entre 2013 e 2022, da dispersão de poder votante dos cotistas de FII, foi aproveitada a pesquisa acima (documento SEI nº 1782730) para solicitar, a cada um dos 14 administradores respondentes, informações sobre a dispersão patrimonial nos FIIs sob sua administração na data de 31 de dezembro de 2022.

Com tal finalidade, foi solicitado o preenchimento de uma planilha com os seguintes campos: i) Nome e CNPJ do FII; ii) Data de convocação da AGC; iii) Quantidade de cotistas nessa data; iv) Matéria que requeria quórum qualificado; v) % do PL votante; vi) Quantidade de votantes; vii) % do PL vencedor; e viii) Resultado e campo para observação.

Todos os administradores responderam tempestivamente, e as respostas são analisadas mais adiante.



IV.3 Pesquisa sobre a existência de limites mínimos para atingimento de quórum qualificado em outras jurisdições

Foi conduzida uma análise acerca das seguintes jurisdições, tentando comparar o arcabouço regulatório brasileiro com aquele que rege fundos imobiliários ou produtos de varejo equivalentes nos: i) EUA; ii) União Europeia; iii) Luxemburgo; iv) Austrália. O resultado encontra-se em seção específica adiante.



V. ANÁLISE DOS DADOS

V.1 Análise das assembleias com deliberações que requerem quórum qualificado

O objetivo desta análise é determinar o número de assembleias que não conseguiram atingir quórum qualificado, e sua porcentagem no total de assembleias, buscando assim verificar eventual inadequação dos limites normativos. Um número elevado indica um limite muito rigoroso, com conseqüente impacto negativo para a governança dos fundos por potencialmente inibir tomadas de decisão importantes para os cotistas.

Em toda esta análise são descartadas as assembleias em cuja data de convocação o número de cotistas era inferior a 500.

Tal critério se baseia no fato de que o estudo efetuado em 2013 pela SIN/GIE, mencionado na seção “Histórico” acima, se limitou a fundos com mais de 500 cotistas.

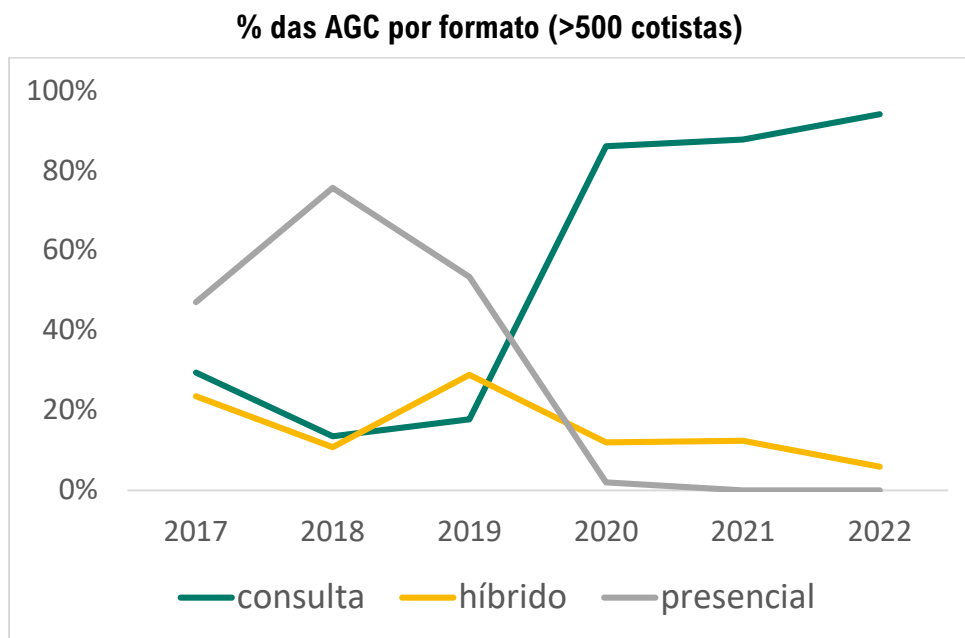
Com essa limitação a fundos com mais que 500 cotistas, a consolidação das respostas dos administradores acerca das Assembleias Gerais de Cotistas ocorridas no período de 2017 a 2022, e em cuja convocação constavam matérias que requeriam atingimento de quórum qualificado, resultou em um total de 296 assembleias⁹.

O Gráfico 1 seguinte apresenta a % das assembleias ano a ano no período de 2017 a 2022, por formato reportado (presencial, híbrido e consulta formal remota):

⁹ Ver aba “agc #” (célula Q175) no documento SEI nº 1922463 (*Consolida pesquisa AGCs.xlsx*)



Gráfico 1 - % das assembleias ano a ano por formato reportado



Fonte: aba “agc #” (célula Q175) no documento SEI nº 1922463

É nítida a diferença de participação de assembleias no formato de consulta formal entre os dois triênios 2017-2019 e 2020-2022. Tal comportamento pode ser atribuído à disseminação das assembleias com consulta formal, devido às restrições impostas pela pandemia de COVID-19 a partir de 2020.

Com a prevalência das assembleias 100% remotas, utilizando votação através dos mecanismos de consulta formal¹⁰, é mais difícil imputar o eventual não atingimento de quórum ao custo de votação associado ao comparecimento numa assembleia. Dessa maneira, poderíamos esperar uma redução na proporção de assembleias sem quórum mínimo no segundo triênio analisado, o que é condizente com os dados apresentados na Tabela 2 a seguir:

¹⁰ A possibilidade de as deliberações da assembleia serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas, está prevista no art. 76, § 5º, da Resolução CVM 175, de 23/12/2022, e já estava prevista no art. 21 da Instrução CVM 472, revogada pela Resolução CVM 175.



Tabela 2 - Número de assembleias e % de assembleias que não atingem diferentes quóruns qualificados por ano (fundos com mais que 500 cotistas)

Nº de AGC que não atingem quórum Q% por ano (FIIs com mais que 500 cotistas)					% de AGC que não atingem quórum Q% por ano (FIIs com mais que 500 cotistas)			
Ano	Q = 25%	Q = 15%	Q = 10%	Total AGC	Ano	Q = 25%	Q = 15%	Q = 10%
2017	5	5	5	17	2017	29%	29%	29%
2018	20	12	6	37	2018	54%	32%	16%
2019	11	6	5	45	2019	24%	13%	11%
2020	10	3	1	50	2020	20%	6%	2%
2021	24	23	20	81	2021	30%	28%	25%
2022	20	15	12	66	2022	30%	22%	18%
2017 – 2019	36	23	16	99	2017 – 2019	36%	23%	16%
2020 – 2022	54	41	33	197	2020 – 2022	27%	21%	17%
2017 – 2022	90	64	49	296	2017 – 2022	30%	22%	17%

Fonte: ver aba “não delib #” (célula P9) no documento SEI nº 1922463 (*Consolida pesquisa AGCs.xlsx*)

Observa-se que para o quórum qualificado de 25%, que foi exigido pela norma para esses fundos em todo o período de 2017 a 2022, na média 30% das assembleias não puderam deliberar sobre a matéria proposta.

O fato de aproximadamente um terço das assembleias não conseguir atingir o quórum qualificado normativo pode ser considerado como evidência de dificuldade de os administradores reunirem cotistas em número suficiente para deliberações que são potencialmente importantes para a governança dos FII sob sua administração. Ainda, essa dificuldade igualmente se apresenta para grupos de cotistas que pretendam propor assuntos de seu interesse para deliberação em assembleia.

Entretanto, se dois triênios forem analisados separadamente, observa-se uma redução das médias, de 36% para 27%, das assembleias que não conseguiram deliberar. Novamente, há uma possibilidade de que esse fenômeno possa ser atribuído à disseminação das votações virtuais, em especial após a pandemia de COVID-19.

Verifica-se ainda, com base na mesma Tabela 2, que um possível relaxamento do limite para atingimento do quórum qualificado para 15% resultaria que 64 assembleias, ou 22% do total de 296, não teriam atingido o quórum qualificado. E uma redução do limite para atingir quórum qualificado para 10% resultaria que apenas



49 assembleias, ou 17% das 296, deixariam de haver deliberado por não atingirem o quórum qualificado requerido.

Com relação a uma eventual redução do limite para atingimento de quórum qualificado, um administrador de fundos, em sua resposta à pesquisa, expressou preocupação quanto à atuação de investidores oportunistas. Tais investidores oportunistas, em ocasiões de momento de mercado, foram capazes de obter elevada concentração de cotas de FIIs, utilizando-se, por exemplo, de aquisição estratégica de cotas em momentos de descontos acentuados no mercado secundário. Então, utilizando-se de seu percentual relevante de cotas dos FIIs, solicitaram a convocação de assembleias para deliberação de eventos nos FIIs que gerariam ganhos de curto prazo para si, por exemplo, aprovação da venda de certos ativos do FII ou sua fusão com outros FII de mercado.

O administrador destaca que não há qualquer indício de operações fraudulentas ou em desalinhamento com a legislação e regulamentação aplicável aos FIIs. Contudo, tais ações eventualmente ocasionaram certa frustração em investidores (e até mesmo nos gestores destes fundos) que tinham por objetivo um investimento de maior prazo, que poderia inclusive levar a recuperação dos investimentos realizados pelos investidores minoritários dos FIIs, seja por meio de retomada do valor de mercado, seja por meio de maior prazo de maturação da tese de investimento utilizada pelo gestor do fundo.

Ante ao exposto, em que pese o administrador entender que a flexibilização de quórum seria benéfica para a indústria de FIIs na maior parte das situações, levando em consideração o número crescente e mais habitual das práticas acima elencadas, tal flexibilização poderia ser prejudicial aos FIIs, caso ela seja implementada sem contar com mecanismos que inibam, ou ao menos mitiguem, as práticas oportunistas acima descritas¹¹.

Exemplos de tais práticas poderiam incluir uma trava de tempo mínimo de detenção das cotas para votação em matérias de quórum qualificado. No caso específico, o administrador sugere deixar a cargo dos regulamentos estipular um rol de matérias de quórum qualificado (bem como os percentuais de quórum), em função de condições específicas de cada fundo. Ou seja, propõe tornar a proteção adicional aos investidores algo opcional, ao invés de algo fixo em norma.

Por outro lado, deixar que os regulamentos fixem livremente os limites de quórum qualificado arrisca permitir que estes sejam fixados em valores muito elevados, protegendo excessivamente os administradores em detrimento dos cotistas, engessando a governança do FII e evitando que matérias de interesse dos cotistas e contrárias aos interesses dos administradores sejam deliberadas, tais como a própria substituição do administrador.

¹¹ Documento SEI nº 1922473.



Pelas razões acima, além de fugir ao escopo desta ARR e representar uma eventual restrição adicional que deveria ser avaliada em uma AIR, não está sendo considerada nesta ARR a sugestão de impor medidas de limite adicionais além das constantes atualmente na norma.

V.2 Evolução do grau de dispersão do poder votante entre 2013 e 2022

Conforme já mencionado na seção “III. Histórico” acima, aproveitou-se o estudo “Grau de dificuldade para se deliberar matérias em assembleias de FII”, elaborado pela então SIN/GIE com base em levantamento datado de setembro de 2013, para determinar a evolução da dispersão do poder votante dos cotistas de FIIs nesses quase 10 anos decorridos entre a primeira pesquisa, naquela data base, e esta segunda pesquisa, com base nas posições de cotistas informadas em 31/12/2022.

Para isso, foi solicitado aos administradores que preenchessem uma planilha com o grau de concentração de titularidade de cotas em cada fundo sob sua administração, com base na posição de cotistas na data de 31/12/2022.

No estudo de 2013 foram estratificados 70 FII com quantidade de cotistas superior a 500 cotistas, totalizando 102.000 cotistas e 12 administradores.

No estudo atual com amostra de dezembro de 2022, com base nas respostas dos 14 administradores respondentes, foram estratificados 197 fundos com quantidade de cotistas superior a 500 cotistas¹², totalizando aproximadamente 8 milhões de cotistas. Deve-se lembrar aqui que um mesmo CPF ou CNPJ pode ser contado múltiplas vezes, pois pode ser cotista em vários fundos, e que o número de cotistas distintos em 31/12/2022 era aproximadamente 2 milhões de investidores com posição em custódia, segundo boletim mensal de FIIs da B3.

V.2.1 Evolução do número de fundos que precisam reunir determinado número de cotistas ou mais para atingir quórum desejado

Os fundos abrangidos neste estudo apresentam mais de 500 cotistas e, no período analisado de 2013 a 2022, o quórum qualificado vigente na norma pertinente foi de 25% das cotas.

¹² Ver consolidação das dispersões em 2013 e 2022 no documento SEI nº 1929170. (*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*)



O documento SEI nº 1939855 (*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*) tabula as respostas das pesquisas realizadas em 2013 e 2022, apresentando os números de cotistas, em ordem decrescente de poder patrimonial, que cada fundo precisa reunir para atingir determinados quóruns (5%, 10%, 15%, 25%, 33% e 50%), o que nos fornece uma dimensão da dispersão de poder patrimonial nos fundos em 2013 e 2022.

Com base nos dados contidos no documento acima mencionado, a tabela 3 abaixo apresenta a quantidade cumulativa de fundos que precisam reunir o quórum qualificado de 25%, entre 70 fundos em 2013 e 197 fundos em 2022.

Tabela 3 – Quantidade de fundos (>500 cotistas) que precisam reunir “número de cotistas” variados para atingir o quórum qualificado de 25% – comparativo 2013 e 2022.

Quórum qualificado: 25%	2013	2022	variação%
	70 fundos	197 fundos	
juntar acima de 500 cotistas	0	9	não disponível.
juntar acima de 200 cotistas	1	29	2.800%
juntar acima de 100 cotistas	1	51	5.000%
juntar acima de 80 cotistas	3	57	1.800%
juntar acima de 60 cotistas	4	62	1.450%
juntar acima de 40 cotistas	6	72	1.100%
juntar acima de 20 cotistas	25	89	256%
juntar acima de 1 cotista (total)	70	197	181%

Fonte: Ver aba “tab 3” (célula L3) no documento SEI nº 1939855 (*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*)

Para atingir o quórum qualificado de 25% vigente nas duas datas, houve um aumento de 1 para 51 fundos (5000%) que precisaram reunir mais que 100 cotistas, tomando-se os maiores cotistas em ordem decrescente de poder de votação. Considerando 70 fundos em 2013 e 197 em 2022, a proporção de tais fundos em relação ao total de fundos da amostra foi de 1,43% para 25,9% nas respectivas datas.

Embora os números acima representem um crescimento de número de fundos elevado, é necessário analisar com detalhes a dispersão de cotistas nas duas datas para avaliar o esforço necessário para atingir os quóruns requeridos, tanto em 2013 quanto em 2022.



V.2.2 Comparação de estatísticas em 2013 e 2022 acerca do nº e % de cotistas que precisam ser reunidos pelos quartis da amostra de fundos para atingir determinados quóruns

Para compreender o cenário de quórum e a sua evolução ao longo do tempo, foi efetuada uma análise com uma abordagem descritiva e exploratória das amostras. Esta seção tem como objetivo principal avaliar o número de cotistas necessários para alcançar o quórum de 25% exigido pela norma, considerando os dados de 2013 e 2022.

No documento SEI nº 1939855 (*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*), em suas abas “dispersão 13”, “dispersão % 13”, “dispersão 22” e “dispersão % 22”, preliminarmente foram efetuados testes de normalidade nas amostras para verificar se as distribuições seguem o padrão de normalidade e dirigir a seleção dos métodos de análise estatística. Foram efetuados, então, o teste de Shapiro-Wilk e o teste de d'Agostino-Pearson. Esses testes forneceram resultados estatísticos sólidos para determinar se as amostras seguem ou não uma distribuição normal. Foi utilizado o nível de significância α de 0,05.

A hipótese nula (H0): a amostra não difere de uma distribuição normal

A hipótese alternativa (H1): a amostra difere de uma distribuição normal

Teste de Normalidade	2013	2022
Shapiro-Wilk	2E-16	0,000
D'Agostino-Pearson	0,000	0,000

Os resultados dos testes de normalidade indicam claramente que, tanto em 2013 quanto em 2022, os dados diferem de uma distribuição normal. Tanto o teste de Shapiro-Wilk quanto o teste de d'Agostino-Pearson produziram valores-p extremamente baixos, próximos de zero, muito abaixo do nível de significância α estabelecido em 0,05. Portanto, rejeita-se a hipótese nula e é aceita a hipótese alternativa. Esses resultados estatísticos confirmam de maneira robusta que as amostras não podem ser consideradas normalmente distribuídas.

Foi efetuada uma análise dos valores estatísticos mínimo, quartis Q1, a média, Q2 (mediana), Q3 e máximo, acima do qual estão os “outliers” (valores discrepantes).

Para calcular o máximo estatístico, foi utilizado um limiar de detecção de outliers de 1,5 vezes o valor interquartil Q3 – Q1, dada a não normalidade das distribuições em 2013 e 2022. Somando o limiar a Q3 calcula-se o máximo estatístico. Foram identificados 4 outliers em 2013 e 22 em 2022.



O máximo estatístico é um valor acima do qual ocorrem os valores discrepantes (*outliers*), que costumam ser descartados nas estatísticas. O Máximo absoluto é o valor máximo do grupo amostral.

Tabela 4 – Número de cotistas que os quartis dos fundos precisam reunir para obter quórum de 25%, e número de cotistas que os quartis dos fundos possuem – 2013 e 2022.

	Q25%- 2013	Q25%- 2022	nº cot- 2013	nº cot- 2022	var% - Q25%	var% - nº cot
Min	1	1	531	548	0%	3%
Q1	5	2	1.055	3.344	-60%	217%
Mediana	12	11	1.872	10.812	-12%	478%
média	24	100	3.217	44.695	315%	1.290%
Q3	27	102	2.979	49.196	285%	1.551%
Máximo (estatístico)	59	252	5.865	117.974	329%	1.912%
Máximo absoluto	462	2.170	32.636	739.809	370%	2.167%
nº de outliers	4	22	8	21		
nº fundos	70	197	70	197		

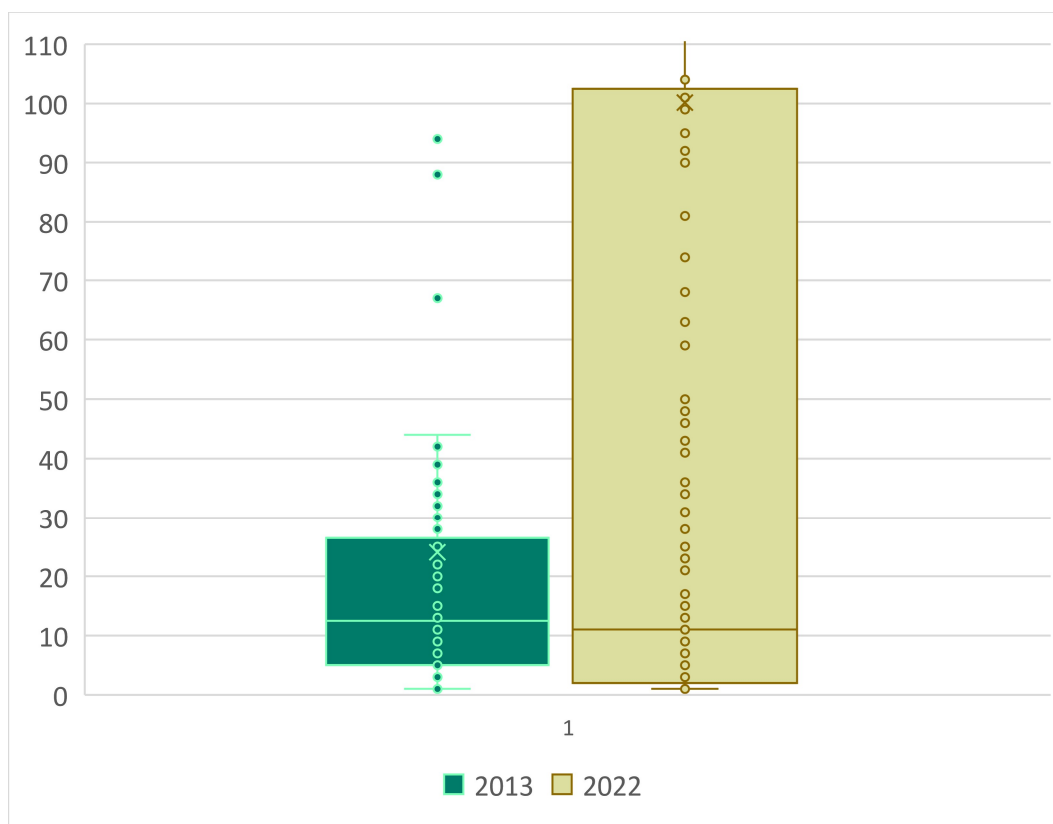
Fonte: Ver aba “tab 4 5 6” (célula A1) do documento SEI nº 1939855 (“*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*”)

Observa-se que durante o período de 2013 a 2022, houve um aumento de 23 vezes no número total de cotistas, e que o crescimento do número de cotistas necessários para atingir quórum de 25% se torna relevante acima da mediana, principalmente a partir do quartil Q3.

A observação de que metade inferior dos fundos se concentra na estreita faixa até 11 cotistas para atingir quórum de 25% e a outra metade se dispersa na extensa faixa que vai de 11 a 2.170 cotistas é confirmada visualmente pelo Gráfico 2 a seguir, no qual o eixo-y foi travado em 110 cotistas para fins de visualização, o que deixou o valor máximo estatístico e os outliers de 2022 fora do gráfico.



Gráfico 2 – Gráfico de caixa (Box-Plot): número de cotistas para quórum de 25%



Fonte: Ver aba “graf” (célula J99) do documento SEI nº 1939855 (*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*)

Verifica-se, para o quórum de 25%, que a média do número de cotistas teve um aumento significativo (373%) ao longo do período, enquanto a mediana observou uma leve queda (-8%) de 12 para 11. Tal observação sugere uma maior contagem de fundos que precisam reunir menos cotistas para quórum de 25%, e alguns poucos fundos entre a metade acima da mediana requerendo um valor muito elevado de cotistas (valores atípicos, *outliers* superiores), o que puxa a média para cima, afastando da mediana. A propósito, a diferença entre os valores da média e da mediana confirma a não normalidade de ambas as distribuições (2013 e 2022).

Ao examinar os quartis, observa-se que o primeiro quartil (Q1) teve uma variação negativa, o que significa que, para 25% dos fundos com menor necessidade de reunir cotistas, o número de cotistas necessários para alcançar o quórum de 25% diminuiu. Por outro lado, o terceiro quartil (Q3) apresenta uma variação positiva considerável (285%), indicando que, para os 25% dos fundos que mais precisam reunir cotistas, o número de cotistas necessários aumentou consideravelmente.



A média é sensível a valores extremos e pode ser puxada para cima por fundos com requisitos de quórum muito altos. Enquanto isso, a mediana é uma medida de tendência central mais robusta e sugere que a maioria dos fundos experimentou mudanças moderadas nos requisitos de quórum.

Os valores da média e de Q3 são próximos em 2013 (respectivamente 24 e 27) e em 2022 (respectivamente 100 e 102).

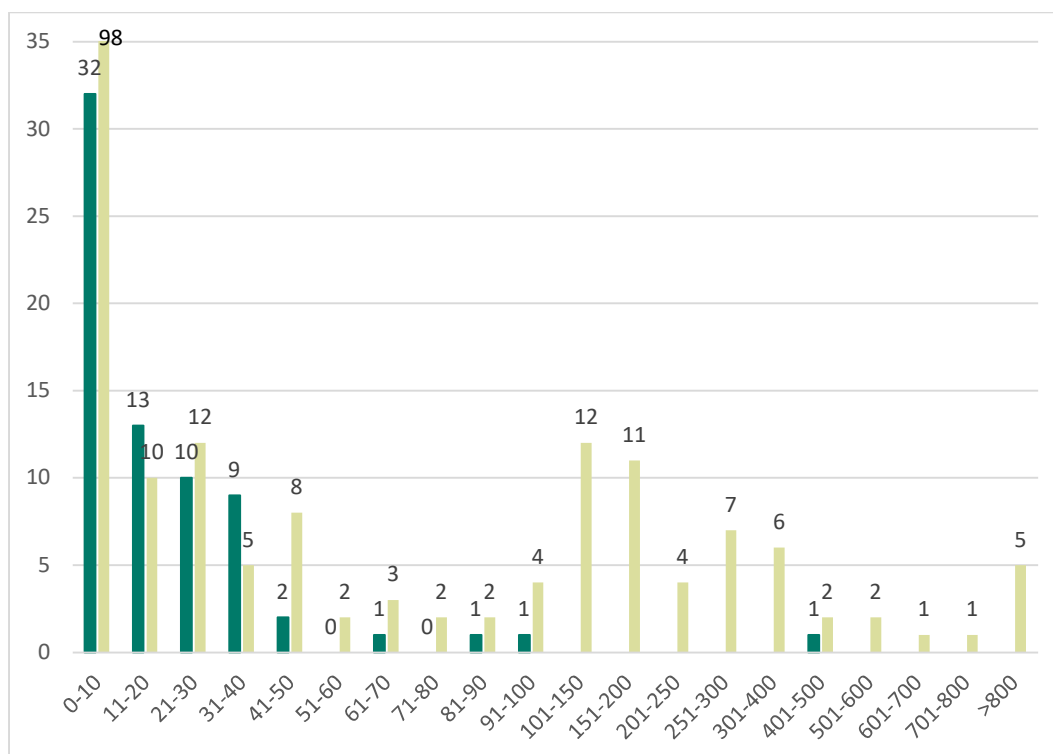
A manutenção das medianas em aproximadamente 11 cotistas em 2013 e 2022 indica que o forte aumento do número de fundos se deu igualmente acima e abaixo de 11 cotistas para atingir quórum 25%.

A metade dos fundos que precisa de até 11 cotistas está fortemente concentrada, enquanto a metade de fundos que precisa reunir mais que 11 cotistas está muito mais dispersa, com valores elevados (até 2.170) que puxam a média e o Q3 para cima em 2022.

As proporções média/mediana e Q3/mediana são uma medida da assimetria positiva das distribuições. Elas se elevam de aproximadamente 2 vezes em 2013 para 9 vezes em 2022. Esse forte crescimento da assimetria positiva das distribuições é visível no Box Plot 2 acima e nos histogramas abaixo.



Gráfico 3 – Histograma dos 70 fundos (2013) e 197 fundos (2022) por classes de número de cotistas requeridos para atingir quórum de 25%



Fonte: Ver aba “histogr” (célula O2) do documento SEI nº 1939855

Devido à forte concentração dos fundos nas classes inferiores de número de cotistas e para facilitar a visualização, dividiu-se de 10 em 10 até 100 cotistas, de 50 em 50 até 300 cotistas, e de 100 em 100 até 800 cotistas.

Os histogramas representativos de 2013 e 2022 mostram uma distribuição com forte assimetria positiva. Isso confirma a observação acima da baixa frequência de fundos que requerem número elevado de cotistas para quórum, e que a maioria dos fundos está concentrada nas faixas que exigem poucos cotistas para quórum de 25%.

Percebe-se que no histograma de 2022 a assimetria positiva se torna ainda mais acentuada, com uma extensa cauda de fundos que exigem números de cotistas elevados, acima dos 100 cotistas, para alcançar o quórum de 25%.

Torna-se conveniente explorar a não normalidade dos dados, pois isso pode influenciar a escolha das técnicas estatísticas apropriadas para a comparação das amostras de 2013 e 2022. A partir dos histogramas, confirma-se que os dados não seguem uma distribuição normal, o que se reflete na assimetria.

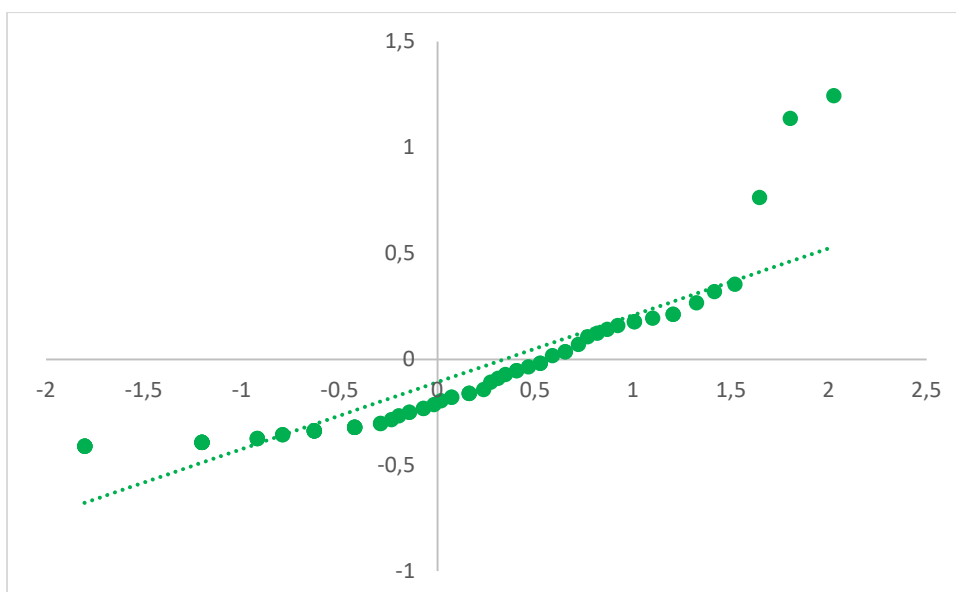


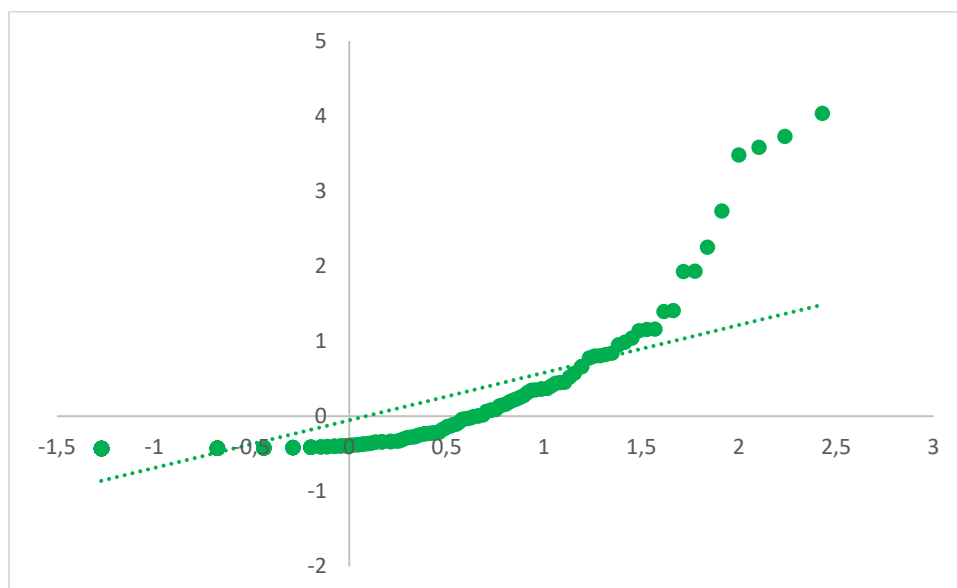
V.2.3 Análise da normalidade das distribuições de número de cotistas necessários para atingir quórum desejado

Foi efetuada uma análise mais detalhada da não normalidade dos dados por meio dos gráficos Quantil-Quantil (QQ-plot). Esses gráficos permitem testar o quanto a distribuição dos dados se assemelha a uma distribuição normal, o que é de interesse para compreender a natureza das variações nos requisitos de cotistas ao longo do período.

No documento SEI nº 1922578 (*Análise_QQ_Histograma.xlsx*), em suas abas “2022-q25” e “2013-q25”, foram calculados os QQ-plots dos quantis de número de cotistas para atingir quórum qualificado de 25% em relação aos quantis teóricos de uma distribuição normal.

Gráfico 4 - QQ-plot em 2013



**Gráfico 5 - QQ-plot em 2022**

Em ambos os anos, 2013 e 2022, verifica-se que os dados apresentados nos gráficos QQ-plot não seguem uma distribuição normal, em especial 2022. Nos dois conjuntos de dados, os pontos se afastam consideravelmente da linha pontilhada, a qual representa uma distribuição normal. Isso é evidenciado pela curvatura nos extremos dos gráficos, indicando uma divergência da linearidade esperada.

Esse resultado reforça as observações feitas nos gráficos de histograma, com suas assimetrias positivas, isto é concentração nas faixas baixas e uma extensa cauda à direita para faixas elevadas, que reflete uma divergência da linearidade esperada em uma distribuição normal perfeita. Tanto a análise visual quanto a análise estatística corroboram que as amostras em questão não atendem ao critério de normalidade.

Devido à não normalidade dos dados, a abordagem estatística para avaliar a significância da diferença entre 2013 e 2022 para o quórum de 25% foi direcionada para métodos não paramétricos. Isso é necessário para garantir que as análises estatísticas sejam apropriadas e confiáveis, dado que as pressuposições da normalidade não são atendidas.

Para realizar a comparação entre as duas amostras (2013 e 2022) com base em métodos não paramétricos, optou-se pelo Teste de Mann-Whitney. Este teste é apropriado quando se deseja avaliar se há uma diferença significativa nas distribuições de duas amostras independentes, e ele não exige que as amostras sigam uma distribuição normal. Também utilizaremos o nível de significância α de 0,05 para avaliar a significância estatística dos resultados.



A hipótese nula (H0): Não há diferença significativa entre as duas amostras.

A hipótese alternativa (H1): Há uma diferença significativa entre as duas amostras.

Teste de Mann-Whitney	0,3102
-----------------------	--------

Fonte: Ver aba “teste MW” (célula AD15) no documento SEI nº 1939855 (*Dispersão 2013 e 2022*).

Como o valor p é maior que o nível de significância, ($0,3102 > 0,05$), não haveria evidência estatística suficiente para afirmar que as distribuições das amostras de 2013 e 2022 têm diferenças significativas em relação aos requisitos de cotistas para o quórum de 25%. Portanto, com base nos dados e na análise estatística realizada, não poderíamos concluir que houve uma mudança significativa nesse aspecto ao longo do período estudado.

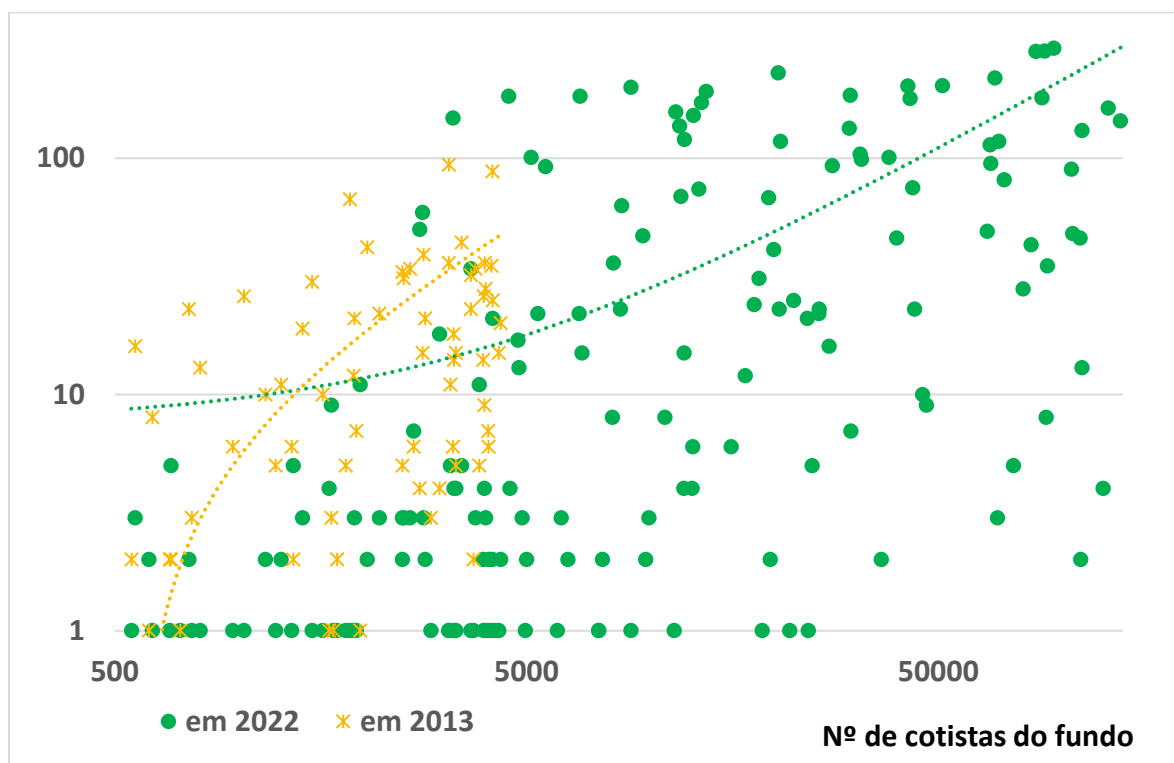
A diferença entre os resultados dos quartis mencionados acima e o teste de Mann-Whitney pode ser atribuída à sensibilidade dessas medidas a valores extremos (*outliers*). Enquanto os quartis são influenciados por esses valores extremos e indicam variações consideráveis de Q3 e máximo do número de cotistas para quórum de 25% entre 2013 e 2022, o teste de Mann-Whitney, sendo menos sensível a *outliers*, não permitiu identificar diferença significativa entre as amostras dessas duas datas.

Essa divergência do teste não-paramétrico para o quórum de 25% e a análise descritiva de quartis do mesmo quórum nos leva a explorar mais a fundo a dispersão dos cotistas nos dois anos. Considerando a presença de *outliers* e as notáveis mudanças nos quartis superiores, é recomendável estudar a correlação entre os dados de número de cotistas para quórum de 25% e número total de cotistas dos fundos, em 2013 e 2022.

O gráfico de dispersão seguinte plota a dispersão em 2013 em amarelo e a de 2022 em verde.



Gráfico 6 – Dispersão entre número de cotistas para quórum de 25% e número de cotistas, para cada fundo, em 2013 e 2022 (escala log-log).



Fonte: Ver aba “graf” (célula I3) do documento SEI nº 1939855 (*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*)

As linhas de tendência (pontilhadas), monótonas e ascendentes, confirmam a noção intuitiva de que há uma correlação positiva e que com o crescimento do número de cotistas dos fundos ocorre um aumento no número de cotistas para atingir o quórum, embora a variância seja elevada, com pontos muito acima e abaixo das linhas de tendência.

Foram calculados os coeficientes de correlação de Pearson em 2013 (0,32) e em 2022 (0,46), o que confirma uma correlação positiva, muito embora não tão perfeita, pois os coeficientes estão afastados de 1, abaixo mesmo de 0,5. Tal resultado permite descartar uma forte correlação entre número de cotistas a reunir para atingir quórum qualificado e número de cotistas do fundo, e induz a analisar de que forma a entrada de cotistas se distribui e de que forma impacta o atingimento de quórum qualificado.

Para estudar de que forma esse crescimento de número de cotistas se distribuiu pelos fundos, a amostra de 197 fundos em 2022 foi dividida em dois grupos aproximadamente iguais, com base na mediana do número de cotistas: um grupo de 98 fundos com 500 a 10.000 cotistas e outro de 99 fundos com mais de 10.000 cotistas.



Com o fim de avaliar como a dificuldade de reunir quórum se distribuiu entre os dois grupos, a Tabela 4 acima foi reformulada na forma da Tabela 5, incluindo os quartis dos grupos “22≤10k” e “22>10k”, respectivamente com até 10.000 cotistas e com mais do que 10.000 cotistas.

Tabela 5 - Quartis das distribuições de nº de cotistas para atingir quórum de 25%

	Q25%- 2013	Q25%- 22≤10k	Q25%- 2022	Q25%- 22>10k
Min	1	1	1	1
Q1	5	1	2	15
Mediana	13	2	11	90
média	24	16	100	184
Q3	27	7	102	230
Máximo (estatístico)	59	17	252	553
Máximo (absoluto)	462	200	2.170	2.170
Número de fundos	70	98	197	99
Mediana do número de cotistas dos fundos	1.872	3.344	10.812	47.353

Fonte: Ver aba “tab 4 5 6” (célula A25) do documento SEI nº 1939855 (*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*)

Verifica-se que, em 2022, para os fundos com até 10.000 cotistas, em todos os quartis é requerido um menor número de cotistas necessário para atingir o quórum de 25% comparando-se com a amostra cheia 2013. Por outro lado, para os fundos com mais do que 10.000 cotistas verifica-se uma forte elevação da necessidade de reunir cotistas para atingir quórum de 25% em todos os quartis.

Foi efetuado um teste não paramétrico de Mann-Whitney para testar a diferença entre as distribuições não normais dos grupos “22≤10k” e “22>10k”. Utilizou-se o nível de significância α de 0,05 para avaliar a significância estatística dos resultados.



A hipótese nula (H0): Não há diferença significativa entre as duas amostras.

A hipótese alternativa (H1): Há uma diferença significativa entre as duas amostras.

Teste de Mann-Whitney	8E-15
-----------------------	-------

Fonte: Ver aba “teste MW” (célula K15) no documento SEI nº 1939855 (*dispersão 2013 e 2022.xlsx*).

Como o valor p é muito inferior ao nível de significância, ($8 \times 10^{-15} < 0,05$), há evidência estatística suficiente para afirmar que as distribuições dos grupos “22≤10k” e “22>10k” têm diferenças significativas em relação aos requisitos de cotistas para atingir o quórum de 25%. Portanto, com base nos dados e na análise estatística realizada, podemos concluir que há uma diferença significativa nas distribuições entre os grupos.

Com o fim de reforçar as evidências de que a dificuldade para alcançar quórum de 25% nos fundos acima de 10.000 cotistas é diferente e superior à dos fundos entre 500 e 10.000 cotistas, foram listadas todas as assembleias com data de convocação no segundo triênio (2020 – 2022). Como os dados de dispersão de poder de voto não estão disponíveis ao longo do período em que ocorreram as assembleias, os dados de dispersão de poder de voto disponíveis na data de 31/12/2022 são presumidos como representativos para esse triênio 2020-2022.

Resultaram 112 assembleias, que foram separadas em dois grupos: um de 32 assembleias “sem quórum” e outro de 80 assembleias “com quórum”. A tabela 6 apresenta a análise de quartis dos grupos e do total.



Tabela 6 – Análise de quartis de número de cotistas para atingir quórum de 25% nas 112 assembleias ocorridas de 2020 a 2022, segregando as 80 “com quórum” e as 32 “sem quórum”.

Tipo	Período: triênio de 2020 a 2022		
	sem quórum	com quórum	todas
Min	1	1	1
Q1	6	1,25	2
Mediana	34	8	14
Q3	182	98	114
Máximo estatístico	445	243	281
Máximo absoluto	725	1.023	1.023
Média	125	87	98
nº AGCs	32	80	112

Fonte: Ver aba “tabela” (célula B1) no documento SEI nº 1929326 (*Dados AGCs 20 a 22.xlsx*)

As assembleias que não alcançaram quórum exigem um maior número de cotistas para atingir o quórum de 25% em todos os quartis e a média.

Ao considerar a média, observamos que os fundos que não conseguem atingir o quórum apresentam uma média de 125 cotistas necessários para atingir quórum, enquanto aqueles que atingem o quórum registram uma média menor, de 87 cotistas requeridos para atingir quórum.

A diferença torna-se ainda mais evidente quando examinamos a mediana. Na mediana dos fundos que não atingem o quórum, o número de cotistas necessários para atingir quórum de 25% é de 34, em comparação com a mediana dos fundos que alcançam o quórum, de apenas 8 cotistas. Isso indica que a maioria das assembleias sem quórum exige a participação de um número substancialmente maior de cotistas do que aquelas que obtêm o quórum.

A Tabela 7 apresenta, ainda, a quantidade de assembleias “sem quórum” e “com quórum” ocorridas no triênio 2020-2022 com segregação entre fundos com mais de 10.000 cotistas e fundos entre 500 e 10.000 cotistas.



Tabela 7 – Quantidade e participação % de assembleias “com quórum”, “sem quórum” e total ocorridas no triênio de 2020 a 2022.

Tipo	Período: triênio de 2020 a 2022		
	sem quórum	com quórum	Todas
nº AGCs	32	80	112
nºagc " $\leq 10k$ "	12	52	64
nºagc " $>10k$ "	20	28	48
%agc " $\leq 10k$ "	19%	81%	100%
%agc " $>10k$ "	42%	58%	100%

Fonte: Ver aba “tabela” (célula B17) no doc. SEI nº 1929326 (*Dados AGCs 20 e 22.xlsx*)

Verifica-se uma predominância de não atingimento de quórum no grupo de fundos com mais que 10.000 cotistas em relação aos fundos com 500 a 10.000 cotistas, visto que 42% das 48 assembleias do grupo “ $>10k$ ” não atingem quórum, enquanto apenas 19% das 64 assembleias do grupo “ $\leq 10k$ ” não atinge quórum.

Essa constatação confirma a verificação anterior, na Tabela 5, de que o grupo de fundos com mais que 10.000 cotistas tem maior dificuldade para cumprir o limite de quórum qualificado vigente de 25%, em comparação com o grupo de fundos total ou de fundos entre 500 e 10.000 cotistas.

A fim de analisar em mais profundidade o comportamento dos fundos com baixa dispersão e forte concentração de poder de voto, foram segregados os fundos com potencial de alcançar quórum de 50% e 25% com 1, 3 e até 10 cotistas, assumindo comparecimento dos cotistas com ordem decrescente de poder de voto. Em seguida levantou-se o número (e porcentagem) de assembleias ocorridas efetivamente com quórum e sem quórum. Os resultados estão tabulados na Tabela 8.



Tabela 8 – Quantidade de assembleias “com quórum” e “sem quórum” ocorridas de 2020 a 2022, cujos fundos tinham potencial de atingir quórum com apenas 1, 3 e até 10 cotistas (considerando a participação dos cotistas com maior poder de voto).

	sem quórum	com quórum	todas	sem quórum	com quórum
<i>nºagc 1cot50%</i>	0	6	6	0%	100%
<i>nºagc 3cot50%</i>	1	14	15	7%	93%
<i>nºagc 10cot50%</i>	4	20	24	17%	83%
<i>nºagc 1cot25%</i>	1	20	21	5%	95%
<i>nºagc 3cot25%</i>	7	33	40	18%	83%
<i>nºagc 10cot25%</i>	11	40	51	22%	78%

Fonte: aba “tabela” (célula B27) no doc. SEI nº 1929326 (*Dados AGCs 20 e 22.xlsx*)

Verifica-se que o problema de não atingimento de quórum não está nessas assembleias de fundos com concentração de poder de voto. Nenhuma das assembleias (das 6) em que 1 cotista detém 50% das cotas fracassou em deliberar. Apenas 1 assembleia (das 15) em que 3 cotistas detém 50% das cotas fracassou em alcançar o quórum qualificado. E todas as assembleias com potencial de atingir o quórum com até 10 cotistas tiveram desempenho melhor do que a média de fracassos no triênio.

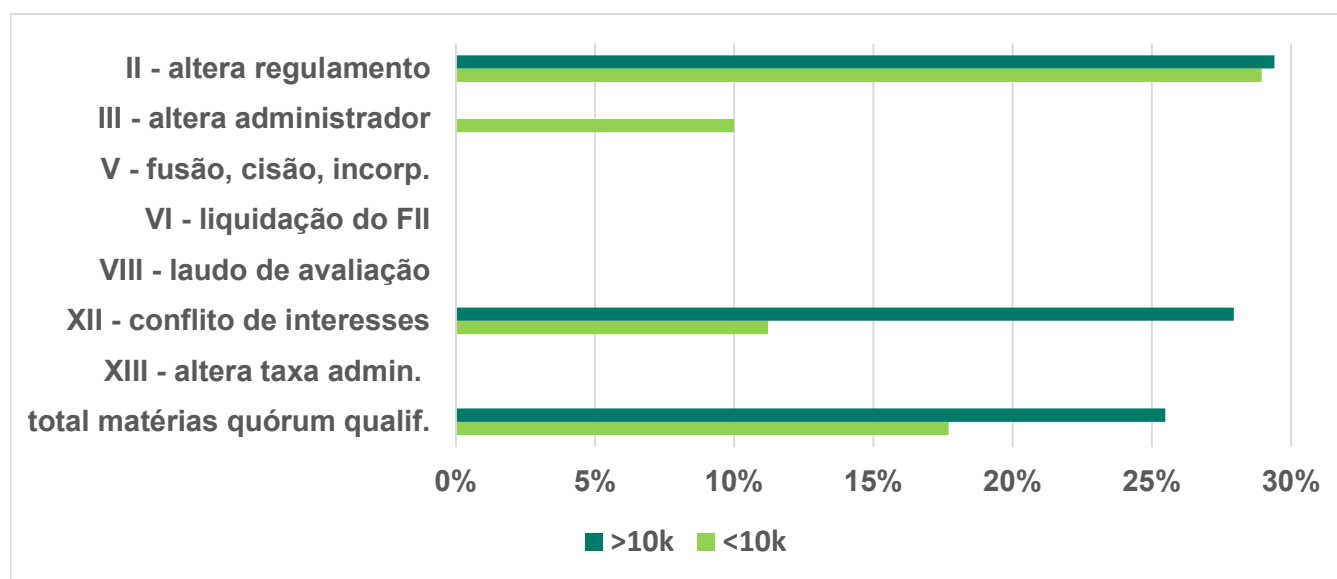
Por tudo isso, na seção abaixo concentrou-se o foco da análise da dificuldade de alcançar o quórum qualificado no grupo de fundos com mais de 10.000 cotistas (“>10k”).



Adicionalmente, foi efetuado levantamento das taxas de insucesso em atingir quórum qualificado por matéria proposta nas pautas nos editais de convocação.

A consolidação das respostas à pesquisa, pelos administradores, resultou em 345 matérias requerendo quórum qualificado propostas no triênio 2020 a 2022, para o grupo de fundos com mais que 500 cotistas.

O histograma seguinte apresenta as taxas de insucesso segregando um grupo de fundos com 500 a 10.000 cotistas ($\leq 10k$) e outro grupo com mais que 10.000 cotistas ($>10k$).



Fonte: ver aba “Gráficos” (Célula B4) no Documento SEI nº 1939875 (“AGC – Matéria.xlsx”)

Apenas as matérias relacionadas a “alteração de regulamento” e a “conflito de interesses” foram mais relevantes no período, seguido de longe por “alteração de administrador”.

A taxa de insucessos das matérias propostas no grupo de fundos $>10k$ é superior à observada no grupo $\leq 10k$, o que confirma as observações acima de estatísticas de insucesso por assembleia.

Cada assembleia pode propor várias matérias que requerem quórum qualificado. Ainda, nos casos em que alguma matéria proposta fracassou, consideramos para fins de contagem estatística que a assembleia fracassou, ainda que outras matérias tenham tido sucesso em ser deliberadas, por isso a taxa de insucessos por assembleias é superior à verificada por matérias.



V.2.4 Estudo de quartis de nº de cotistas para atingir diferentes quóruns (10%, 15% e 25%) no grupo de fundos com mais que 10.000 cotistas

Considerando o objetivo desta avaliação de resultado regulatório, e considerando que 27% das assembleias de fundos não atingiram quórum qualificado requerido de 25% no triênio recente do período analisado (2020-2022), e tendo constatado que a necessidade de reunir um número maior de cotistas se concentra no subgrupo de 99 fundos com mais do que 10.000 cotistas (“22>10k”), decidiu-se analisar os quartis das distribuições de número de cotistas para atingir os quóruns de 10%, 15% e 25% no subgrupo “22>10k” e compará-los com os quartis da situação vigente em 2013, que era atingir o quórum de 25%.

Tabela 9 – Quartis das distribuições no grupo >10k variando quórum

	var% de Q25%-2013 para						
	Q25%-2013	Q10%-22>10k	Q15%-22>10k	Q25%-22>10k	Q10%-22>10k	Q15%-22>10k	Q25%-22>10k
Min	1	1	1	1	0%	0%	0%
Q1	5	2	3	15	-60%	-40%	200%
Mediana	12	6	17	90	-52%	36%	620%
média	24	15	41	184	-38%	70%	663%
Q3	27	20	54	230	-25%	104%	768%
Max estat	67	57	124	615	-20%	122%	840%
Max absol	462	127	431	2.170	-73%	-7%	370%

Fonte: aba “tab 4 5 6” (célula A38) no documento SEI nº 1939855 (*Dispersão 2013 e 2022.xlsx*).

Considerando-se apenas fundos com mais de 10.000 cotistas em 2022, em comparação com a base de número de cotistas para quórum de 25% em 2013, verifica-se que a variação da dificuldade de reunir cotistas para atingir quórum qualificado é decrescente para um limite de quórum qualificado de 10%, cresce moderadamente para um limite de quórum de 15%, e cresce fortemente para o limite de quórum qualificado atualmente vigente de 25%.

Dado o expressivo aumento da dificuldade de atingir quórum de 25% para esse grupo de 99 fundos “>10k”, decidiu-se simular na seção seguinte os impactos da redução de limite de quórum para esse grupo.



V.2.5 Simulação do impacto de uma “ação” de redução de limite de quórum qualificado para 15% apenas para fundos com mais do que 10.000 cotistas

Conforme exposto anteriormente, 27% das assembleias não atingiram o limite requerido de 25% de quórum qualificado no último triênio (2020-2022). É menos do que os 36% que não atingiram quórum qualificado no triênio anterior (2017-2019), mas ainda assim um valor elevado, podendo impactar a governança dos fundos ao engessar matérias potencialmente benéficas para os cotistas.

A Tabela 7 acima apresenta o resultado da segregação das assembleias entre o grupo (“≤10k”) daquelas em cuja data de convocação o número de cotistas era até 10.000 cotistas, e o grupo (“>10k”) daquelas com mais de 10.000 cotistas. Resulta que apenas 19% das assembleias do grupo “≤10k” fracassou em deliberar, enquanto “42%” das assembleias do grupo “>10k” fracassaram.

Foi possível constatar dessa forma uma concentração das dificuldades de atingimento de quórum de 25% no grupo de fundos com mais do que 10.000 cotistas.

Para simular o impacto da redução do limite de quórum qualificado para fundos com mais que 10.000 cotistas na taxa de insucessos em atingir quórum, foi criada uma distribuição de poder votante combinando os valores respondidos de número de cotistas necessários para atingir quórum de 25% se o fundo tinha até 10.000 cotistas na data de convocação da assembleia, e o número de cotistas para atingir 15% caso o fundo tivesse mais que 10.000 cotistas naquela data.

Essa simulação praticamente não afetaria a situação em 2013, visto que não afeta todo o grupo com até 10.000 cotistas, e que apenas 3 fundos tinham mais do que 10.000 cotistas em 2013, entre os 70 da amostra.

Para avaliar o impacto dessa simulação na amostra em 2022, em uma aba “22<10kQ25e>10kQ15” do documento SEI nº 1922578 (*Análise_QQ_Histograma.xlsx*) foi criada uma nova distribuição, a partir das respostas dos 14 administradores respondentes, combinando o quórum de 25% para os fundos entre 500 e 10.000 cotistas e o quórum de 15% para fundos com mais que 10.000 cotistas.

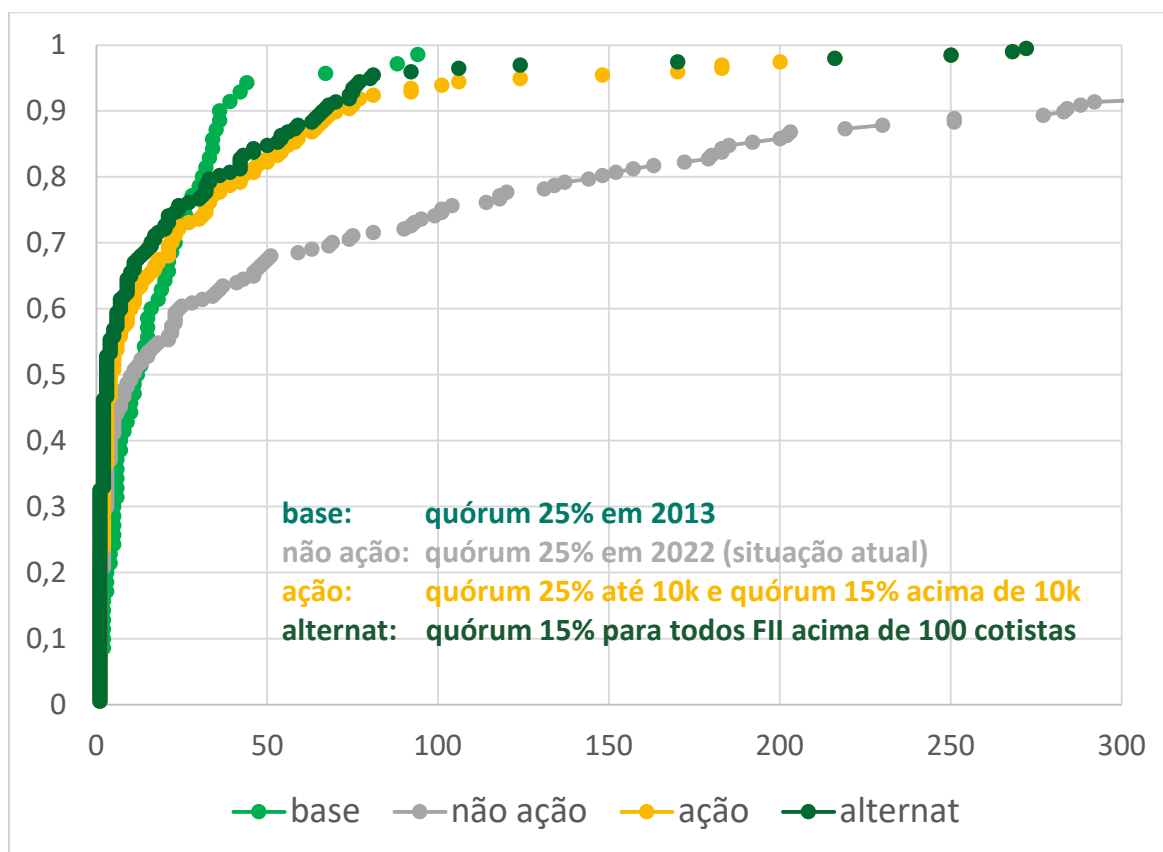
Em seguida foram levantados gráficos da distribuição cumulativa de frequência empírica (ECDF) de fundos que conseguem atingir determinado quórum ao reunir pelo menos determinado número de cotistas (eixo x), para 4 casos:

- i. “não ação”: a situação atual de quórum de 25% para todos os fundos com mais que 100 cotistas, em 2022.
- ii. “ação”: adoção de escalonamento, quórum de 25% para fundos até 10.000 cotistas, quórum de 15% para fundos acima de 10.000 cotistas.



- iii. “base”: a distribuição em 2013 para quórum de 25%.
- iv. “alternat”: situação hipotética e alternativa de redução do quórum para 15% para todos os fundos acima de 100 cotistas, em 2022.

Gráfico 8 – Probabilidade de sucesso dos fundos conseguirem atingir os quóruns de cada caso ao reunir pelo menos “x” cotistas.



Fonte: na aba “resumo ECDF” (célula V3) do documento SEI nº 1922578 (*Análise_QQ_Histograma.xlsx*)

A distribuição para o caso da situação atual (“não ação”) aponta que é necessário reunir pelo menos 284 cotistas para que apenas 10% dos fundos não atinjam o quórum de 25%. E a taxa de 27% de insucesso em atingir o quórum de 25%, observada no triênio 2020- 2022, ocorre quando se reúne pelo menos 93 cotistas.

No caso da simulação (“ação”), 90% dos fundos conseguem atingir os quóruns (de 15% se o fundo tiver mais que 10.000 cotistas, e de 25% se o fundo tiver até 10.000 cotistas) se reunirem pelo menos 70 cotistas, e 73% dos fundos terão sucesso se conseguirem reunir pelo menos 27 cotistas.

Entretanto, a taxa observada de 27% ainda pode ser considerada uma taxa de insucesso elevada. Os 99 fundos com mais de 10.000 cotistas são uma situação que



praticamente não havia em 2013, quando só 3 fundos tinham mais que 10.000 cotistas.

A tabela 9 abaixo permite inferir que o caso da simulação (“ação”) apresenta um comportamento muito mais próximo ao que se desejava alcançar na época do estudo efetuado em 2013 (“base”), se comparado ao comportamento da situação atual (“não ação”).

Tabela 9 – Número de cotistas que se precisa reunir para 73% e 90% de probabilidade do fundo conseguir reunir quórum

		número de cotistas para	
		Probabilidade ECDF = 0,73	Probabilidade ECDF = 0,90
base	2013-Q25%	25	36
não ação	2022-Q25%	93	284
ação	2022-Q25%/15%	27	70
comparativo	2022-Q15%	21	67

Fonte: aba “resumo ECDF” (célula V32) do documento SEI nº 1922578 (*Análise_QQ_Histograma.xlsx*)

Seja ressaltado que nessa simulação (“ação”) não se alteram limites dos fundos com até 10.000 cotistas, evitando efeitos colaterais não previstos, como uma possível facilitação de manipulação de votações por grupos em detrimento da maioria pulverizada, de varejo.

Apenas para fins hipotéticos e comparativos, caso uma redução “alternativa” de limite para 15% fosse adotada para todos os fundos, a redução adicional de 70 para 67 cotistas para atingir a mesma probabilidade de sucesso de 90% seria de menor grandeza. Tal benefício inexpressivo permite inferir que uma redução de limite de quórum para o grupo de fundos com até 10.000 cotistas é irrelevante para a redução da quantidade de cotistas que é necessário reunir para manter a taxa de sucesso em atingir os quóruns.

Ademais, a adoção da redução de quórum para 15% em todas as faixas acima de 100 cotistas poderia enfraquecer o objetivo regulatório de proteção de minoritários e garantia de representatividade dos grupos de cotistas minoritários e pulverizados, em determinadas deliberações, sem a contrapartida de trazer um benefício ponderável no atingimento do limite de quórum qualificado.

A análise acima permite supor que uma alternativa regulatória superior à atual seria a criação de uma faixa adicional, para fundos com mais que 10.000 cotistas na data



de convocação da assembleia, com redução do limite para atingir quórum qualificado de 25% para 15%. Como acima mencionado, essa redução torna o esforço de reunião assemblear mais próximo ao que se pensou em 2013.

V.3 Práticas em outras jurisdições

A presente seção apresenta um quadro resumo e um resumo do levantamento sobre as previsões gerais na regulamentação dos Estados Unidos (EUA), da União Europeia e da Austrália no que se refere a previsão de quórum qualificado em estruturas equiparáveis aos Fundos de Investimento Imobiliário brasileiros.

O estudo completo é apresentado no Anexo I ao presente relatório.

Quadro resumo – Previsões de quórum qualificado em outras jurisdições

	Quórum Qualificado requerido	Veículos - Matérias Mandatórias
Brasil	50% < 100 cotistas 25% >100 cotistas	Substituição prestador serviço essencial, fusão, cisão, liquidação, altera regulamento; laudo avaliação, conflito de interesses, altera taxa de administração (RCVM 175 anexo III)
EUA	1/3	REITs - Eleição de diretoria
EUA	50%	<i>Mutual funds</i> - Reorganização, alteração política de investimento, tomada e concessão empréstimos, compra ou venda de imóveis, desvio de política, contratação de advisors e auditor independente, extinção
UE	sem min; no máx. 75%	UCIT - Fusões de veículos
UE	n.a.	AIF
Luxemburgo	sem quorum	UCI <i>part II fund</i> , SIF, SICAR, RAIF
Austrália	n.a.	A-REIT tipo <i>trust</i>
Austrália	75%	A-REIT tipo MIS e CCIV – Dissolução da sociedade, modificação de ato constitutivo, alteração do nome



Nos EUA os veículos similares aos nossos fundos de investimento imobiliário são os REITs e os *mutual funds*. Em linhas gerais, os primeiros requerem 1/3 do poder votante para constituir quórum qualificado, enquanto os segundos requerem 50%. Para maior detalhamento, consultar o Anexo I.

Na União Europeia e em Luxemburgo, em linhas gerais não se encontrou previsão de limite mínimo para constituir quórum qualificado, sendo a definição dos mesmos atribuída aos documentos constitutivos dos veículos. Estes não podem fixar quórum qualificado superior a 75% no caso de UCITS (*undertakings for collective investment in transferable securities*). Para maiores detalhes, consultar o Anexo I.

Finalmente, na Austrália o quórum qualificado dos A-REIT que não têm a forma de *trust* é de 75%, e os investidores não têm poder de voto nos A-REIT na forma de *trust*.

Logo, não parece haver muita semelhança entre a abordagem brasileira e a de outras jurisdições no que se refere a limite mínimo para constituir quórum qualificado em fundos de investimento imobiliário, sendo que a abordagem brasileira é mais prescritiva.



VI. CONSIDERAÇÕES E REFLEXÕES FINAIS

Enquanto uma Análise de Impacto Regulatório (AIR) busca fundamentar as decisões no início do ciclo regulatório, a Avaliação de Resultado Regulatório (ARR) encerra o ciclo, com a avaliação dos resultados obtidos, dos impactos observados e recomendações sobre eventuais ajustes.

A avaliação acima, restrita a fundos com mais que 500 cotistas e para “investidores em geral”, mostrou uma taxa de insucesso de 27% das assembleias ocorridas no triênio 2020 a 2022 para atingir quórum qualificado, resultante do requerimento normativo de presença de cotistas com 25% do poder votante do fundo para atingimento de quórum qualificado em fundos com mais de 100 cotistas.

A simulação de um limite adicional reduzido de 25% para 15% para fundos com mais de 10.000 cotistas permitiu estimar uma redução da referida taxa de insucesso para menos de 10% das assembleias, tornando o esforço de reunião assemblear mais próximo ao que se pensou em 2013, considerando as atuais características da indústria de FII.

Uma hipotética redução do limite de quórum para 15% para todos os fundos com mais que 100 cotistas, em comparação com o caso da simulação (“ação”), não apresentou benefício palpável de facilitação de atingimento de quórum, podendo, entretanto, ter efeitos negativos sobre a representatividade das deliberações sensíveis e sobre a proteção a minoritários.

A simulação efetuada não encontra paralelo nem contraria práticas em outras jurisdições, conforme se depreende do levantamento efetuado acerca das práticas em outras jurisdições, apresentado no Anexo I a este relatório.

Uma pergunta que nos resta responder é “Os atuais limites de quóruns qualificados estabelecidos para os fundos imobiliários ensejam um problema regulatório considerando o atual cenário da indústria?”.

Não é possível responder positivamente essa questão. Podemos afirmar, contudo, que a indústria de fundos imobiliários, pelo comportamento das assembleias e características de dispersão dos cotistas, hoje é dividida em dois grandes grupos de fundos: os com até 10.000 cotistas e os com mais de 10.000 cotistas. As atuais regras impõem um esforço de agrupamento de cotistas para o alcance dos quóruns muito próximo ao observado em 2013 (data do primeiro estudo de dispersão) para o primeiro grupo de fundos. No entanto, para o grupo com mais de 10.000 cotistas esse esforço é significativamente superior.

Por outro lado, na análise das taxas de insucesso das assembleias por assunto deliberado, observamos que o não alcance de quórum de instalação esteve concentrado em AGCs para (i) alteração do regulamento dos fundos e (ii) aprovação de atos com potencial conflito de interesses, enquanto para outras matérias a questão não foi tão sensível.



Entendemos válido discutir as observações deste estudo com a indústria de fundos imobiliário, dado que existem inúmeras variáveis envolvidas, e o tema passa longe de ser simples. Testes empíricos podem também ser uma alternativa para observar o comportamento prático das assembleias antes de eventuais mudanças definitivas das atuais regras.

Em resumo, este trabalho conclui que existem dois grupos bem definidos de fundos dentro da indústria de FII e, caso se pretendesse resgatar os níveis de esforço necessários para o agrupamento de cotistas em assembleia, a alteração deveria se concentrar no grupo de fundos com mais de 10.000 cotistas.



ANEXO I - LEVANTAMENTO SOBRE AS PREVISÕES GERAIS NA REGULAMENTAÇÃO DOS ESTADOS UNIDOS – EUA, DA UNIÃO EUROPEIA E DA AUSTRÁLIA NO QUE SE REFERE A PREVISÃO DE QUÓRUM QUALIFICADO EM ESTRUTURAS EQUIPARÁVEIS AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO BRASILEIROS.

I. EUA – Diretrizes Gerais

Nos Estados Unidos, investimentos equivalentes aos Fundos de Investimento Imobiliários brasileiros podem ser realizados através de dois veículos principais: **(i)** os Real Estate Investment Trusts (REITs) e **(ii)** o Mutual Funds focados em investimentos imobiliários (*Mutual Funds*).

Na jurisdição norte-americana, as leis societárias são distribuídas em dois níveis: as federais e as estaduais. Como explica Francisco REYES,¹³ trata-se de sistema híbrido em que, no âmbito federal, são regulados aspectos mais específicos relacionados a valores mobiliários; por sua vez, os estados federativos têm suas próprias legislações sobre “*assuntos relativos à constituição de sociedades, bem como os concernentes à direção e gestão societária, as regras de manejo interno, a dissolução e a liquidação da companhia*”. As companhias americanas podem livremente se constituir em qualquer estado federativo dos Estados Unidos, ainda que operem alhures.¹⁴

Esse cenário é denominado *mercado de leis societárias*,¹⁵ no qual os estados federativos competem entre si pela legislação societária mais favorável às companhias, com o objetivo de que neles se constituam e contribuam com obrigações tributárias. Nessa disputa, a legislação do Estado de Delaware é tradicionalmente a mais atrativa

¹³ REYES, Francisco. *Direito Societário Americano: Estudo Comparativo*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 103.

¹⁴ “Dessa forma, uma sociedade pode, por exemplo, constituir-se ante a Secretaria de Estado da Flórida e realizar suas atividades econômicas em Geórgia ou Luisiana. Neste caso, as disposições aplicáveis em relação aos direitos dos acionistas, ao funcionamento de assembleias e Conselhos de Administração, às faculdades dos representantes legais e à capacidade jurídica da sociedade serão regidas pelas disposições da Flórida, onde a companhia se constituiu” – REYES, Francisco. *Ibid.* P. 107.

¹⁵ “À margem das disposições federais aludidas, cada um dos Estados da União conserva amplas faculdades legislativas. Esta circunstância, somada à opção de que dispõem os empresários de constituir-se e operar em qualquer parte do país, deu lugar ao aludido ‘mercado de leis de sociedades’. Como já foi explicado, sob este sistema de harmonização a lei se converte num bem de consumo, que depende da oferta e demanda dos particulares” – REYES, Francisco. *Ibid.*, p. 106.



às companhias americanas e a mais influente sobre a de outros estados federativos.¹⁶

Nesse contexto, os REITs são constituídos como tipos societários ou estruturas contratuais tradicionais do ordenamento jurídico estadunidense, podendo ter a estrutura de *corporation*, *trust* ou *association*. Suas “cotas” (beneficial interests) são consideradas valores mobiliários e, portanto, reguladas pela Securities Exchange Commission - SEC.¹⁷

As leis estaduais tendem a ser flexíveis quando se trata dos REITs, apenas presumindo o quórum de maioria simples e em caso de omissão nos próprios regulamentos/estatutos e estabelecendo um quórum mínimo de 1/3 (um terço) de presença das ações com direito a voto.¹⁸ O § 216 do Delaware Code ilustra esse ponto:

Delaware Code, § 216: “216. Quorum and required vote for stock corporations. Subject to this chapter in respect of the vote that shall be required for a specified action, the certificate of incorporation or bylaws of any corporation authorized to issue stock may specify the number of shares and/or the amount of other securities having voting power the holders of which shall be present or represented by proxy at any meeting in order to constitute a quorum for, and the votes that shall be necessary for, the transaction of any business, but in no event shall a quorum consist of less than 1/3 of the shares entitled to vote at the meeting, except that, where a separate vote by a class or series or classes or series is required, a quorum shall consist of no less than 1/3 of the shares of such class or series or classes or series.”

¹⁶ “Ora bem, a principal vantagem de Delaware em relação aos demais Estados da União consiste na demonstração de ter uma maior capacidade para adaptar-se às mutantes necessidades econômicas dos empresários. Esta circunstância, na opinião de alguns autores, é consequência da já mencionada dependência de Delaware a respeito dos rendimentos derivados dos tributos e outros direitos estaduais” – REYES, Francisco. *Ibid.*, p. 114.

¹⁷ “In addition to the partnerships and limited liability companies which are discussed directly above, business trusts can be used as an investment vehicle. A very common example is a real estate investment trust. Although the statutory definition of security does not expressly include a business trust, beneficial interests in a business trust satisfy the Howey test for classifying an investment contract as a security. As a passive investment in a business carried on by others, it is clear that a beneficial interest business trust is a security. Furthermore, in the definition of equity security under the 1934 Act, a business trust is expressly included” – HANZEN, Thomas Lee. *The Law of Securities Regulation*, 8th edition. St. Paul, MN: West Academic, 2021, pp. 55-56.

¹⁸ Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J.L. & ECON. 395 (1983), p. 399 – 400 – sobre o cenário regulatório americano dos quóruns de votação. “The statutes of most states allow firms to establish almost any voting practices they please. [...] The necessary quorum may be set at less than half of votes, and the firm may require supermajority approval on selected questions [Delaware Code, § 216]. Any of these rules may be set or altered at any time by those with power to vote. [...] There are, nonetheless, recognizable patterns in corporate choice under these states. [...] The quorum is half of the available votes, and issues are decided by a majority of the votes cast”.



In the absence of such specification in the certificate of incorporation or bylaws of the corporation: (1) A majority of the shares entitled to vote, present in person or represented by proxy, shall constitute a quorum at a meeting of stockholders; (2) In all matters other than the election of directors, the affirmative vote of the majority of shares present in person or represented by proxy at the meeting and entitled to vote on the subject matter shall be the act of the stockholders; (3) Directors shall be elected by a plurality of the votes of the shares present in person or represented by proxy at the meeting and entitled to vote on the election of directors; and (4) Where a separate vote by a class or series or classes or series is required, a majority of the outstanding shares of such class or series or classes or series, present in person or represented by proxy, shall constitute a quorum entitled to take action with respect to that vote on that matter and, in all matters other than the election of directors, the affirmative vote of the majority of shares of such class or series or classes or series present in person or represented by proxy at the meeting shall be the act of such class or series or classes or series. A bylaw amendment adopted by stockholders which specifies the votes that shall be necessary for the election of directors shall not be further amended or repealed by the board of directors”.

A tendência entre os REITs é adotar o quórum de maioria simples relativo às ações com direito dos acionistas presentes ou representados mediante procuração.¹⁹ Nesse sentido, foram analisados regulamentos/estatutos de diferentes REITS que preveem o quórum de maioria simples, sem supermaiorias²⁰.

¹⁹ “Majority Voting and/or Director Resignation Policy. Majority voting in uncontested elections continues to be a mainstay of REIT corporate governance, with over 80% of public REITs now having adopted either a majority voting standard or a director resignation policy (sometimes known as “plu”). This prevents the election and/or calls for the resignation of directors in cases where a majority of votes cast have been cast AGAINST or WITHHELD from the nominee’s election. [\[https://www.goodwinlaw.com/en/insights/publications/2019/02/02_11_19-2019-update_corporate-governance-trends\]](https://www.goodwinlaw.com/en/insights/publications/2019/02/02_11_19-2019-update_corporate-governance-trends)

²⁰ A título de exemplo, (i) MVP REIT INC. prevê que “Section 6. QUORUM. At any meeting of stockholders, the presence in person or by proxy of stockholders entitled to cast at least 50% of all the votes entitled to be cast at such meeting on any matter shall constitute a quorum; but this section shall not affect any requirement under any statute or the Charter for the vote necessary for the approval of any matter. If such quorum is not established at any meeting of the stockholders, the chairman of the meeting may adjourn the meeting sine die or from time to time to a date not more than 120 days after the original record date without notice other than announcement at the meeting. At such adjourned meeting at which a quorum shall be present, any business may be transacted which might have been transacted at the meeting as originally notified. The stockholders present either in person or by proxy, at a meeting which has been duly called and at which a quorum has been established, may continue to transact business until adjournment, notwithstanding the withdrawal from the meeting of enough stockholders to leave fewer than would be required to establish a quorum. Section 7. VOTING. The holders of a majority of the shares of stock of the Corporation entitled to vote who are present in person or by proxy at an annual meeting at which a quorum is present may, without the necessity for concurrence by the Board of Directors, vote to elect a director.



Em seu turno, os Mutual Funds norte-americanos, estruturas de investimento equiparáveis aos fundos de investimento para varejo no Brasil, também podem investir em REITs, fazendo então sentido uma análise mais detalhada sobre suas regras de quorum.

O principal marco normativo sobre os Mutual Funds, que também são regulados pela SEC, é o *Investment Company Act, de 1940*, doravante (ICA). O ICA prevê a figura do *voting security* (valor mobiliário votante)²¹, o qual prevê ao titular das ações o direito de votar para eleição dos membros conselheiros de administração (*directors*) da companhia.

Os Mutual Funds podem assumir diferentes tipos de estrutura. Segundo dados do final de 2022, 42% dos Mutual Funds americanos seguiam a estrutura dos Delaware Statutory Trusts, 36% a dos Massachusetts Business Trusts, 16% das Maryland

Each share may be voted for as many individuals as there are directors to be elected and for whose election the share is entitled to be voted. A majority of the votes cast at a meeting of stockholders duly called and at which a quorum is present shall be sufficient to approve any other matter which may properly come before the meeting, unless more than a majority of the votes cast is required by statute or by the Charter. Unless otherwise provided by statute or by the Charter, each outstanding share, regardless of class, shall be entitled to one vote on each matter submitted to a vote at a meeting of stockholders. Voting on any question or in any election may be viva voce unless the chairman of the meeting shall order that voting be by ballot or otherwise”; e (ii) HINES GLOBAL REIT, INC, prevê que “Section 2.4. Quorum. Except as otherwise provided by the Articles of Incorporation, the presence in person or by proxy of stockholders entitled to cast 50% of all the votes entitled to be cast at the meeting shall constitute a quorum at all meetings of stockholders for the transaction of business; but this shall not affect any requirement under any statute or the Articles of Incorporation for the vote necessary for adoption of any measure. If, however, such quorum shall not be present or represented at any meeting of stockholders, the chairman of the meeting shall have the power to adjourn the meeting from time to time to a date not more than 120 days after the original record date without notice other than announcement at the meeting, until a quorum shall be present or represented. At such adjourned meeting at which a quorum shall be present, any business may be transacted which might have been transacted at the meeting as originally notified. The stockholders present either in person or by proxy, at a meeting which has been duly called and at which a quorum was established, may continue to transact business until adjournment, notwithstanding the withdrawal of enough stockholders to leave less than a quorum. Section 2.5. Voting. Unless otherwise required by the Articles of Incorporation or these Bylaws, a majority of all the votes cast at a meeting at which a quorum is present is sufficient to take or authorize any matter which properly comes before the meeting. Unless otherwise provided by statute or by the Articles of Incorporation, each outstanding share of stock, regardless of class, is entitled to one vote on each matter submitted to a vote at a meeting of stockholders. Votes may be cast in person or by proxy, but no proxy shall be voted on or after eleven months from its date, unless such proxy provides for a longer period. The Board of Directors, in its discretion, or the officer of the Corporation presiding at a meeting of stockholders, in his discretion, may require that any votes cast at such meeting shall be cast by written ballot. At all meetings of stockholders, unless the voting is conducted by inspectors, all questions relating to the qualification of votes shall be decided by the chairman of the meeting”

²¹ “‘Voting security’ means any security presently entitling the owner or holder thereof to vote for the election of directors of a company” – ICA.



Corporations e 6% de outros estados.²² Todos esses modelos obedecem às disposições do Investment Companies Act de 1940, mas podem ter disposições mais específicas. Por exemplo, os Delaware Statutory Trusts não seguem o código societário de Delaware – Delaware General Corporation Law. Ao invés disso, são regulados por norma própria, o Delaware Statutory Trusts Act (DSTA) – o qual permite, por exemplo, que os fundos contenham um quórum de participação inferior a 1/3 dos acionistas.²³ Contudo, o IAC de 1940 prevalece sobre as matérias que entrem em conflito – pois, como já demonstrado, as leis federais de mercado de capitais predominam sobre as estaduais nos Estados Unidos.

A Section (Sec.) 2, (a), (42) do ICA estabelece que certas deliberações das companhias de investimento serão tomadas sempre por quórum qualificado. Existe um requerimento de quórum mínimo para a aprovação de uma medida, estipulado em (i) 67% das cotas com direito a voto em circulação presentes ou representadas, desde que presentes os titulares de ao menos 50% das cotas com direito a voto em circulação; ou (ii) de 50% dos votos totais possíveis dos *mutual funds* – prevalecendo o quórum que exigir o menor número de votos totais em cada deliberação.²⁴ Em ambos os casos, é necessário que os titulares de ao menos 50% das cotas com direito a voto estejam presentes para a aprovação ser válida.²⁵

Entre os temas que devem ser aprovados conforme a regra acima, estão: (i) qualquer plano de reorganização da companhia (ICA, Sec. 11, (b));²⁶ alteração de sua subclassificação (Sec. 13, (a), (1))²⁷; tomada ou concessão de empréstimo, emissão de novas ações, subscrição de títulos de dívida *sênior* (*senior securities*, como as

²² Investment Company Institute, 2023 Investment Company Fact Book: A Review of Trends and Activities in the Investment Company Industry, p. 121.

²³ " If a fund believes a minimum quorum of one-third is too high, it can elect to use a different threshold, such as 20 percent, by so providing in the governing instrument" - PETERSON, J. Weston, ZEBERKIEWICZ, John Mark; KAPLOWITZ, Jonathan M. Like Herding Cats: An Analysis of Common State –Law Shareholder Meeting Question. 27 *The Investment Lawyer*, p. 1.

²⁴ "The vote of a majority of the outstanding voting securities of a company means the vote, at the annual or a special meeting of the security holders of such company duly called, (A) of 67 per centum or more of the voting securities present at such meeting, if the holders of more than 50 per centum of the outstanding voting securities of such company are present or represented by proxy; or (B) of more than 50 per centum of the outstanding voting securities of such company, whichever is the less".

²⁵ "To hold a vote, the fund must meet a de facto quorum of 50 percent of all outstanding shares; to pass a vote, the fund must receive an affirmative vote of 67 percent of the shares 'present.'" – PETERSON, J. Weston, ZEBERKIEWICZ, John Mark; KAPLOWITZ, Jonathan M. Like Herding Cats: An Analysis of Common State –Law Shareholder Meeting Question. 27 *The Investment Lawyer*, p. 4.

²⁶ (b) The provisions of this section shall not apply to any offer made pursuant to any plan of reorganization, which is submitted to and requires the approval of the holders of at least a majority of the outstanding shares of the class or series to which the security owned by the offeree belongs".

²⁷ "(1) change its subclassification as defined in section 5(a) (1) and (2) of this title or its subclassification from a diversified to a non-diversified company";



debêntures), compra ou venda de propriedade imobiliária ou commodities (Sec. 13, (a), (2)²⁸; desvio de sua política de composição de carteira (Sec. 13, (a), (3))²⁹; alteração de sua natureza de negócio para deixar de ser uma *investment company* (Sec. 13, (a), 4,³⁰ e Sec. 58 para as *business development companies*³¹); contratação de consultores de investimento (*investment advisers*) (Sec. 15, (a));³² a aprovação da permanência dos consultores por mais de dois anos (Sec. 15, (a), (2))³³, ou a extinção do seu contrato a qualquer tempo (Sec. 15, (a), (3))³⁴; aprovação da venda de qualquer de seus valores mobiliários pelo agente subscritor, em competência concorrente com o conselho de administração (*board of directors*) (Sec. 15, (b) (1))³⁵; aprovação da contratação ou demissão de auditor independente (*independent public accountant*) (Sec. 32, (a), (3)),³⁶ ou preenchimento de sua vacância (Sec. 32, (a))³⁷.

²⁸ “(2) borrow money, issue senior securities, underwrite securities issued by other persons, purchase or sell real estate or commodities or make loans to other persons, except in each case in accordance with the recitals of policy contained in its registration statement in respect thereto”;

²⁹ “(3) deviate from its policy in respect of concentration of investments in any particular industry or group of industries as recited in its registration statement, deviate from any investment policy which is changeable only if authorized by shareholder vote, or deviate from any policy recited in its registration statement pursuant to section 8(b)(3)”;

³⁰ “(4) change the nature of its business so as to cease to be an investment company”

³¹ “No business development company shall, unless authorized by the vote of a majority of its outstanding voting securities or partnership interests, change the nature of its business so as to cease to be, or to withdraw its election as, a business development company”.

³² “(a) It shall be unlawful for any person to serve or act as investment adviser of a registered investment company, except pursuant to a written contract, which contract, whether with such registered company or with an investment adviser of such registered company, has been approved by the vote of a majority of the outstanding voting securities of such registered company

³³ “(2) shall continue in effect for a period more than two years from the date of its execution, only so long as such continuance is specifically approved at least annually by the board of directors or by vote of a majority of the outstanding voting securities of such company”;

³⁴ “(3) provides, in substance, that it may be terminated at any time, without the payment of any penalty, by the board of directors of such registered company or by vote of a majority of the outstanding voting securities of such company on not more than sixty days’ written notice to the investment adviser”.

³⁵ “(b) It shall be unlawful for any principal underwriter for a registered open-end company to offer for sale, sell, or deliver after sale any security of which such company is the issuer, except pursuant to a written contract with such company, which contract— (1) shall continue in effect for a period more than two years from the date of its execution, only so long as such continuance is specifically approved at least annually by the board of directors or by vote of a majority of the outstanding voting securities of such company”;

³⁶ “(3) the employment of such accountant shall have been conditioned upon the right of the company by vote of a majority of the outstanding voting securities at any meeting called for the purpose to terminate such employment forthwith without any penalty”;

³⁷ “If the selection of an accountant has been rejected pursuant to paragraph (2) or his employment terminated pursuant to paragraph (3), the vacancy so occurring may be filled by a vote of a majority of the outstanding voting securities, either at the meeting at which the rejection or termination occurred or, if not so filled, at a subsequent meeting which shall be called for the purpose. In the case of a common-law trust of the character described in section 16(c)”



Os mesmos quóruns se aplicam: (i) aos detentores de *senior securities* – como os debenturistas – em classe, para a aprovação de qualquer plano de reorganização da companhia que especificamente os afete (Sec. 18, (a), (2), (D)³⁸; e (ii) as closed-end companies (fundos fechados ao resgate)³⁹.

Os referidos quóruns também são necessários para deliberar sobre a venda de ações emitidas pela companhia por um preço abaixo do preço de mercado (Sec. 23, (a) (2)).⁴⁰

Existem controvérsias a respeito do preenchimento de quórum de 50% de presença por “não-votos” das ações sob custódia. As custodiantes (*brokers*) precisam consultar os acionistas titulares das ações a respeito de determinadas deliberações. Quando os acionistas titulares não se manifestam sobre uma matéria em que precisam se manifestar, surgem “não-votos”.⁴¹ Não existem regras que abordem expressamente essa questão. Contudo, existem matérias sobre as quais os acionistas precisam se manifestar, e que podem se manifestar mediante procuração – como estabelecido na Rule 452 da Bolsa de Valores de Nova York – NYSE.

No caso *Berlin v. Emerald Partners*,⁴² julgado pela Corte de Chancelaria de Delaware em 1988, os “não-votos” foram considerados inaptos para preencher o quórum mínimo de presença para a aprovação de uma matéria em um Mutual Fund. Contudo, a Corte entendeu que a mera presença física de um acionista ou de o seu procurador – ainda que os acionistas optassem por não votar ou que o procurador não tivesse obtido autorização para votar sobre todas as matérias – era suficiente para fins de preencher o requisito de 50% de presença. De maneira similar, a SEC,

³⁸ “(D) provision is made requiring approval by the vote of a majority of such securities, voting as a class, of any plan of reorganization adversely affecting such securities or of any action requiring a vote of security holders as in section 13(a) provided”.

³⁹ “(1) “Open-end company” means a management company which is offering for sale or has outstanding any redeemable security of which it is the issuer. (2) “Closed-end company” means any management company other than an open-end company”.

⁴⁰ “(b) No registered closed-end company shall sell any common stock of which it is the issuer at a price below the current net asset value of such stock, exclusive of any distributing commission or discount (which net asset value shall be determined as of a time within forty-eight hours, excluding Sundays and holidays, next preceding the time of such determination), except (1) in connection with an offering to the holders of one or more classes of its capital stock; (2) with the consent of a majority of its common stockholders; (3) upon conversion of a convertible security in accordance with its terms; (4) upon the exercise of any warrant outstanding on the date of enactment of this Act or issued in accordance with the provisions of section 18(d); or (5) under such other circumstances as the Commission may permit by rules and regulations or orders for the protection of investors”

⁴¹ “A beneficial owner’s failure to provide voting instructions may limit the broker’s ability to vote those shares (uninstructed shares), and if the matter that has been submitted to shareholders for a vote is one on which a broker needs affirmative direction from a beneficial owner (and it has not received such direction), a broker non-vote will be considered to have occurred”- PETERSON, J. Weston, ZEBERKIEWICZ, John Mark; KAPLOWITZ, Jonathan M. Like Herding Cats: An Analysis of Common State –Law Shareholder Meeting Question. 27 *The Investment Lawyer*, p. 2.

⁴² *Berlin v. Emerald Partners*, 552 A.2d 482 (Del. 1988).



no caso *Kohlberg*,⁴³ desconsiderou completamente os “não-votos”, tanto para o quórum de 50% de presença, quanto para o quórum de 67% de aprovação dos presentes.

II. União Europeia – Diretrizes Gerais

Os Fundos de Investimento na União Europeia são regulados pelas Diretivas 2009/65/CE (Diretiva UCITS) e 2011/61/EU (Diretiva AIF) do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia.

A Diretiva UCITS trata sobre os chamados “organismos de investimento coletivo em valores mobiliários” (UCITS, em inglês: *undertakings for collective investment in transferable securities*).

De acordo com o art. 2º da Diretiva 85/611/CEE, os UCITS são organismos “*cujo objeto exclusivo é o investimento coletivo dos capitais obtidos junto do público em valores mobiliários ou noutros ativos financeiros líquidos [unidades de participação de OICVM, depósitos juntos de instituições de crédito pagáveis à vista ou susceptíveis de serem mobilizados, instrumentos financeiros derivados, instrumentos do mercado monetário]*”.

Os UCITS podem três diferentes formas: (i) contratual (fundos comuns de investimento geridos por uma sociedade gestora); ou (ii) trust (*unit trust*); ou (iii) estatutária (sociedade de investimento)⁴⁴.

Com relação a matéria de quórum, a Diretiva UCITS apenas regula as deliberações sobre fusões de UCITS, sendo que: (i) as regras nacionais em matéria de quórum não deverão distinguir entre fusões nacionais e transfronteiriças **nem ser mais rigorosas do que as aplicáveis às fusões de empresas**⁴⁵; e (ii) o quórum para a aprovação de fusões de UCITS, caso a deliberação seja necessária, não pode ser superior a 75%.⁴⁶

⁴³ Kohlberg Capital Corp., SEC No-Action Letter, 2009 WL 796667, at *1 (Mar. 12, 2009).

⁴⁴ Cf. previsto no art. 3º da Diretiva 2009/65/CE

⁴⁵ Cf. item 28 da Diretiva 2009/65/CE

⁴⁶ Cf. art. 44 da Diretiva 2009/65/CE



Por sua vez, a Diretiva AIF rege os “fundos de investimento alternativo” (AIF, em inglês: *Alternative Investment Funds*), os quais gerenciam ativos não abarcados pelos UCITS, geralmente voltados a investidores institucionais.⁴⁷ **Não foram encontradas na Diretiva disposições sobre votos no âmbito interno dos AIF, tampouco sobre quórum.**

Os REITs também estão presentes na União Europeia, e geralmente assumem o papel de companhias de responsabilidade limitada e são classificados como AIF. A regulação é feita de maneira customizada em cada jurisdição, aplicando-se as normas da Diretiva AIF onde for necessário. Conforme o portal da CCLEX “(w)hile broadly similar in concept, all the existing regimes have their unique requirements, benefits and restrictions”⁴⁸.

Os UCITs não podem ter como foco o investimento em ativos imobiliários, pois estes não se encaixam no critério de liquidez que lhes é imposto. Os AIFs, por seu turno, são propícios para investimentos em ativos imobiliários, sendo que grande parte dos REITs adota a estrutura de AIF e está sujeita às diretrizes da Diretiva AIF.⁴⁹

III. Luxemburgo

Em Luxemburgo, investimentos equivalentes aos Fundos de Investimento Imobiliários brasileiros podem ser realizados através de quatro veículos principais: **(i) Undertakings for Collective Investment (UCIs Part II Funds)**. **(ii) Specialised Investment Fund (SIF)**; **(iii) Investment Company in Risk Capital (SICAR)**; e **(iv) Reserved Alternative Investment Funds (RAIF)**.

Esses veículos se enquadram como AIF, dentro das Diretrizes AIF da União Europeia. Um AIF pode ser definido como “*a collective investment undertaking, including investment compartments thereof, which raises capital from a number of investors,*

⁴⁷ “The AIF sector is typically associated with a great variety of schemes which are primarily, although by no means always, designed for institutional investment. While it includes property funds, commodity funds and infrastructure funds, it is strongly associated with the hedge fund and private equity/venture capital sectors. Prior to the crisis, most regulatory discussion was framed in relation to one or the other of these two sectors”. – MOLONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford, UK: Oxford University Press, 2014, p. 271.

⁴⁸Cf. (<https://www.ccllex.com/publications/real-estate-investment-trusts-in-europe>, acesso em 22/08/2023).

⁴⁹ “A REIT cannot be a UCITS because UCITS cannot invest in real estate but it does generally raise capital from a number of investors (at least 5) and, according to draft Irish Stock Exchange guidelines for REITs, would have to do so on the basis of an investment policy set out in the prospectus being used to obtain its listing. Therefore, most REITs will be AIFs and subject to AIFMD” – DILLON EUSTACE. *REITs: An introduction and a new context after the implementation of AIFMD*. Dublin, 2013.



with a view to investing it in accordance with a defined investment policy for the benefit of those investors (...)”, de acordo como o Artigo 1(39) do Luxembourg Law of 12 July 2013⁵⁰, sobre *Alternative Investment Managers* (AIFM Law).

A AIFM Law foi promulgada com a intenção de implementar em Luxemburgo a Diretiva AIF. O objetivo por trás da AIFM Law seria o de replicar o sucesso dos *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (UCITS) para todos os fundos de investimento que não se enquadrem como UCITS.

Os quatro veículos supramencionados se enquadram como *Fund Product Laws*, isto é, como leis específicas que oferecem possibilidades adicionais de estruturação para os AIFs, permitindo que os gestores de fundos adequem o quadro legal e operacional dos fundos às suas necessidades e estratégias específicas.

Todavia, é permitido em Luxemburgo que UCITS invistam em REITs – e não diretamente em propriedade imobiliária.⁵¹

Undertakings for Collective Investment (UCIs Part II Funds)

Os *Undertakings for Collective Investment (UCIs Part II Funds)* são regulados pela *Part II da Law of 17 December 2010*, esses são fundos de investimento que podem investir em todos os tipos de ativos. Os *UCIs Part II Funds* se qualificam como um AIF e podem ser vendidos para todos os tipos de investidores.

Ademais, os *UCIs Part II Funds* podem ser constituídos de três diferentes formas: **(i)** Fundo Comum de Investimento (FCP); **(ii)** Sociedade de Investimento de Capital Variável (SICAV); e o mais comum a **(iii)** Sociedade de Investimento de Capital Fixo (SICAF).

Os *UCIs Part II Funds* precisam ser autorizados pela *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (“CSSF”) antes de iniciarem suas atividades. Ainda, esses estão, também, sujeitos a supervisão constante da CSSF.

Por fim, os *UCIs Part II Funds* precisam ser geridos por um AIFM que seja autorizado ou registrado de acordo com a Diretiva sobre Gestores de Fundos de Investimento Alternativo.

Specialised Investment Fund – SIF

⁵⁰ Disponível em: <https://www.cssf.lu/en/Document/law-of-12-july-2013-2/>

⁵¹ Most jurisdictions do not allow investments in physical commodities or certificates linked to them. Hedge fund, private equity, and real-estate holdings are not allowed anywhere. However, the Luxembourg regulation allows UCITS to invest in closed-ended real estate investment trust (REIT) funds and closed-ended hedge funds” – TUCHSCHMID, Nils S., WALLERSTEIN, Erik. UCITS: Can They Bring Funds of Hedge-Funds On-Shore?. In: 2015 The Journal of Wealth Management, 375-190. P. 377.



Os SIFs são regulados pela *Law of 13 February 2007*⁵², e se desenvolveram como um regime especializado para fundos imobiliários. Esses veículos se qualificam como um AIFs, de acordo com a previsão da AIFM Law, e precisam ser geridos por um AIFM que seja autorizado ou registrado de acordo com a AIFMD.

Ademais, os SIFs estão sujeitos a supervisão direta do órgão regulador de Luxemburgo, a CSSF, e requerem prévia aprovação dessa para que possam funcionar.

O artigo 1º da *Law of 13 February 2007*, define o SIF como:

“Article 1. (1) For the purpose of this Law, specialised investment funds shall be any undertakings for collective investment situated in Luxembourg:

- the exclusive object of which is the collective investment of their funds in assets in order to spread the investment risks and to ensure for the investors the benefit of the results of the management of their assets, and

- the securities “or partnership interests” of which are reserved to one or several well-informed investors, and

- the constitutive documents or offering documents “or partnership agreement” of which provide that they are subject to the provisions of this Law.”

Os SIFs, assim como os *UCIs Part II Funds*, podem ser constituídos de três diferentes formas: **(i)** FCP; **(ii)** SICAV; e o mais comum a **(iii)** SICAF

Investment Company in Risk Capital – SICAR

A SICAR é um veículo comumente utilizado para investimentos imobiliários e são estruturados para investimentos em *private equity* e *venture capital*. Normalmente, as SICAR são qualificadas como um AIF e somente podem ser vendidas para investidores bem-informados.

As SICARs são reguladas pela *Luxembourg Law of 15 June 2004*, que foi emendada pela AIFM Law. Como resultado, atualmente, a SICAR Law é dividida em duas partes: (i) previsões gerais aplicáveis a todas SICARs, e (ii) previsões específicas que são somente aplicáveis as SICARs que se qualificam como AIF e que têm como requisito serem geridas por um AIFM autorizado pelo CSSF. Por conta da definição ampla de AIFs, a maioria das SICARs se qualificam como AIFs.

⁵² Law of 13 February 2007, disponível em: <https://www.cssf.lu/en/Document/law-of-13-february-2007/>



Reserved Alternative Investment Funds - RAIF

Em 2016 foi promulgada a *Law of 23 July 2016*⁵³ que introduziu os RAIF, estruturados a partir da Diretiva AIF da União Europeia. O RAIF tem se tornado um regime regulatório muito popular para Fundos de Investimento Imobiliário e se apresenta como uma alternativa para o regime do SIF.

Assim como os SIFs e os *UCIs Part II Funds*, os RAIFs podem ser constituídos de três diferentes formas: **(i)** FCP; **(ii)** SICAV; e o mais comum a **(iii)** SICAF.

Apesar de terem estrutura semelhante àquela dos SIFs e SICARs, os fundos regulados pelo RAIF não estão sujeitos a supervisão direta do órgão regulador de Luxemburgo, a CSSF. Entretanto, esses devem nomear um gestor que cumpra com os requisitos determinados pela AIFMD⁵⁴, que é, por sua vez, regulado pela CSSF.

Matéria de Quórum nos AIFs

Em relação a matérias de quórum, a *Law of 17 December 2010* trouxe mudanças específicas para os *UCIs Part II Funds* que adotam a forma de SICAV ou SICAF.

De acordo com o artigo 67 (4) da *Company Law*⁵⁵:

“Every shareholder may, notwithstanding any clause to the contrary in the constitutive instrument, take part in the deliberations, with a number of votes equal to the number of shares held by him, without limitation”.

Em outras palavras, havia a previsão normativa de que o cálculo do quórum e dos requisitos de maioria para uma Assembleia Geral de acionistas deveria ser feito com base no número de ações emitidas e em circulação no momento em que a Assembleia for realizada.

Contudo, para *UCIs Part II Funds* que adotam a forma de SICAV ou SICAF, essa medida torna-se de difícil aplicação, uma vez que há muitas alterações no registro de acionistas por conta das solicitações diárias de subscrição e resgate.

De forma a remediar essa dificuldade, a *Law of 17 December 2010* estabeleceu que os avisos de convocação das Assembleias Gerais devem determinar o quórum e os requisitos de maioria de acordo com o número de ações emitidas e em circulação à meia-noite (horário de Luxemburgo) do quinto dia anterior à Assembleia Geral.

⁵³ Law of 23 July 2016, disponível em:

https://www.cssf.lu/wp-content/uploads/L_230716_RAIF_eng.pdf

⁵⁴ Directive on alternative investment fund managers – AIFMD, disponível em:

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32011L0061>.

⁵⁵ Disponível em: <https://www.cssf.lu/en/Document/law-of-10-august-1915/>



Ademais, a *Law of 17 December 2010* traz, em relação aos *UCIs Part II Funds*, outras considerações sobre quórum que são específicas para UCIs que adotam a forma de SICAV ou SICAF, apenas no contexto de cumprimento de requisitos de capital mínimo regulamentar, usando maioria simples. No artigo 94b da referida norma, lê-se:

*“(1) If the capital of the SICAV falls below two thirds of the minimum capital, as defined in Article 94, the directors or managers shall submit the question of the dissolution of the SICAV to a **general meeting for which no quorum shall be prescribed and which shall decide by a simple majority of the securities or partnership interests represented at the meeting.***

*“(2) If the capital of the SICAV falls below one quarter of the minimum capital, as defined in Article 94, the directors or managers shall submit the question of the dissolution of the SICAV to a **general meeting for which no quorum shall be prescribed.** The dissolution may be resolved by shareholders or unit-holders holding one quarter of the securities or partnership interests represented at the meeting.”*

Em relação a forma de SICAF, ou como é colocado na norma “*UCIs which have not been constituted as common funds or SICAVs*”, lê-se, no artigo 98, o seguinte:

*“(2) If the net assets have fallen below two thirds of the legal minimum, the directors or the management board, as the case may be, or managers shall submit the question of the dissolution of the UCI to a **general meeting for which no quorum shall be prescribed and which shall decide by simple majority of the units represented at the meeting.***

*“(3) If the net assets have fallen below one quarter of the legal minimum, the directors or the management board, as the case may be, or the managers shall submit the question of the dissolution to a **general meeting for which no quorum shall be prescribed;** the dissolution may be resolved by investors holding one quarter of the units represented at the meeting.”*

Em relação aos SIFs, SICARs e RAIFs, ao analisar as legislações aplicáveis a cada um desses veículos, percebe-se que essas possuem previsões semelhantes quanto a questão de quórum.

Inicialmente, salienta-se que as leis que regulam SIFs e RAIFs contêm normas idênticas àquelas da *Law of 17 December 2010* quanto ao quórum e os requisitos de maioria das *UCIs Part II Funds*.

Contudo, em relação ao veículo SICAR há algumas diferenças que devem ser mencionadas. A *Law of 15 June 2004*, que regulamente o veículo SICAR, não faz nenhuma menção a forma de SICAV ou SICAF, reproduzindo, somente, em seu artigo 3, uma passagem da AIFM Law, na qual se lê:

“The convening to the general meetings of the investors of a SICAR may require that the quorum in the general meeting be determined according to the securities



or partnership interests issued at midnight (Luxembourg time) on the fifth day prior to the general meeting (referred to as “Record Date”). The investors’ rights to participate in the general meeting and to exercise the voting right attached to their securities or partnership interests shall be determined according to the securities or partnership interests held by each investor at the Record Date.”

Ainda, salienta-se que essa é a única menção sobre quórum em relação ao veículo SICAR.

A luz do exposto, não foi identificado no âmbito desta análise previsões no regime regulatório de Fundos de Investimento Imobiliário em Luxemburgo de *quórum qualificado* para aprovação de matérias em Assembleia Geral.

Model Articles of Incorporation for a UCITS set up in the form of a société d’investissement à capital variable (SICAV) e European Shareholder Rights Directive II

Em primeiro lugar, ao analisar o documento "*Model Articles of Incorporation for a UCITS set up in the form of a société d’investissement à capital variable (SICAV)*", percebe-se que esse não traz informações relevantes para serem incluídas no presente relatório, pois aborda somente questões relativas às UCITS, que não são veículos autorizados, em Luxemburgo, para realizar investimentos em *real estate*.

Como previamente mencionado, há somente quatro veículos em Luxemburgo que podem ser utilizados para realizar investimentos em Fundos Imobiliários, são eles: (i) UCIs Part II Funds (ii) SIF; (iii) SICAR; e (iv) RAIF; os quais se caracterizam como AIFs.

Em segundo lugar, em relação a *European Shareholder Rights Directive II* (“SRD II”), essa tem como objetivo melhorar as políticas de sustentabilidade das empresas da UE cujas ações são listadas em um mercado regulamentado de um Estado-Membro da UE, incentivando um envolvimento de investimento de longo prazo entre os acionistas e aumentando a transparência em relação aos investidores⁵⁶.

⁵⁶ Algumas das novas previsões da SRD II são: (i) A implementação de um framework para as empresas listadas identificarem seus acionistas ao obrigar os intermediários a transmitirem, de forma oportuna, informações relacionadas à identidade dos acionistas; (ii) A transparência obrigatória das políticas de votação e engajamento de investidores institucionais e gestores de ativos; (iii) • A obrigação para proxy advisors fornecerem informações sobre suas recomendações de voto e divulgar seus conflitos de interesse; (iv) A divulgação da política de remuneração dos diretores e remuneração individual, em conjunto com uma votação dos acionistas; (v) o aprimoramento da supervisão dos acionistas sobre as transações relevantes entre partes relacionadas das empresas.



Em Luxemburgo, a SRD II se aplica as seguintes entidades: (i) empresas cujas ações são admitidas à negociação em um mercado regulamentado de um Estado-Membro; (ii) empresas, cujos títulos são negociados em um mercado de um Estado não-membro, que é regulamentado, opera regularmente, é reconhecido e aberto ao público; podem optar por se submeter aos requisitos da Lei, por disposição expressa em seus estatutos; (iii) Investidores institucionais, na medida em que investem diretamente ou por meio de um gestor de ativos em ações negociadas de empresas listadas; (iv) gestores de ativos, na medida em que investem em empresas listadas em nome dos investidores; (v) intermediários na cadeia de custódia, na medida em que prestam serviços de depósito aos acionistas ou outros intermediários em relação às ações de empresas listadas; (vi) *Proxy advisors*, na medida em que prestam serviços aos acionistas em relação às ações de empresas listadas.

A Lei atualmente isenta UCITS e AIFs das disposições do SRD II, exceto pelos requisitos de seu capítulo III, que trata da transparência de investidores institucionais, gestores de ativos e *proxy advisors*.

A partir de análise, nota-se que a SRD II não trata de matéria de quórum, mas, na verdade, consiste em uma Diretiva que procura regulamentar questões de governança corporativa e transparência de informações, inserida dentro da agenda de sustentabilidade da União Europeia. Logo, os temas abordados pela SRD II não têm implicações no tema do presente relatório.

Em suma, diante do exposto na presente análise, não foi identificada a existência de um regime regulatório de quórum qualificado para aprovação de matérias em Assembleia Geral em Fundos de Investimento Imobiliário.

IV. Austrália

A Austrália possui um mercado de Australian REITs (A-REITs), voltados a empreendimentos imobiliários australianos. Os REITs, como outros fundos ou veículos de investimento coletivo, podem adotar as estruturas de (i) *trusts*, próprias do Direito Anglo-Saxônico e nas quais os investidores não têm poder de voto, como nas companhias ou nos fundos brasileiros, (ii) companhias classificadas como “Managed Investment Schemes” (MIS), e (iii) companhias classificadas como “Corporate Collective Investment Vehicles” (CCIV).

A forma de *trust* é amplamente majoritária na Austrália, não sendo os direitos de voto dos investidores aplicáveis à maioria dos REITs.⁵⁷

⁵⁷ “The overwhelming majority of Australian managed investment schemes are structured as public unit trusts” – MOODIE, Grant; RAMSAY, Ian. **Managed Investment Schemes: An Industry Report**. Melbourne: The University of Melbourne, 2003, p. 5.



Os MIS e os CCIV são regulados pelo Corporations Act, de 2001, complementado pelo Managed Investments Act, de 1988, e pelo Corporate Collective Investment Vehicle Framework Bill, de 2021.

Os MIS são estruturas de investimento (*schemes*) em que, respectivamente, (a) pessoas contribuem com dinheiro ou bens equivalentes para adquirir direitos (*interests*) a benefícios produzidos pela estrutura; (b) qualquer desses valores contribuídos vai ser compartilhado (*pooled*) ou utilizado em empreendimento comum, para ser utilizado para produzir benefícios aos titulares dos direitos (*interests*); e (c) os titulares de direitos (*interests*) não possuem controle constante (*day-to-day control*) sobre a gestão do esquema.⁵⁸

Na Austrália, um CCIVs é (i) uma sociedade de responsabilidade limitada por ações; (ii) dirigida unicamente por uma companhia aberta com licença para operar CCIVs; e (iii) com ao menos um sub-fundo, este sempre registrado.⁵⁹

Tanto nos MIS, quanto nos CCIV, existem duas formas de os acionistas/cotistas aprovarem uma resolução: (i) em uma reunião; ou (ii) por meio da assinatura conjunta de todos os acionistas. No caso das reuniões, existem dois quóruns de aprovação possíveis: (i) o de uma *resolução ordinária*, por maioria simples; e (ii) de *resoluções especiais*, que “usualmente envolvem questões mais importantes que afetam a companhia como um todo ou direitos de alguns ou todos os seus acionistas”,⁶⁰ por 75% do capital votante [*Corporations Act*, Section 1, Part 1.9].⁶¹

⁵⁸ **Managed investment scheme means:** (a) a scheme that has the following features: (i) people contribute money or money’s worth as consideration to acquire rights (interests) to benefits produced by the scheme (whether the rights are actual” – *Corporations Act*, Chapter 1, Part 1.2, Division 1, Section 9;

⁵⁹ “The requirements for registration of a company as a CCIV are as follows: (a) the company is a company limited by shares; (b) the company has a constitution; (c) the sole proposed director of the company is a public company that holds an Australian financial services licence authorising it to operate the business and conduct the affairs of a CCIV; (d) the company will, upon registration, have at least one sub-fund; (e) each sub-fund of the company will, upon registration, have at least one member; (f) a notice under subsection 1222A(4) (about whether a CCIV is to be a retail CCIV or a wholesale CCIV) has been lodged with the application; (g) if the company will, on registration, be a retail CCIV—the company has a compliance plan” (*Corporations Act*, Chapter 8B, Part 8B.2; .Division 1, Subdivision A.”

⁶⁰ “A ‘special resolution’ usually involves more important questions affecting the company as a whole or the rights of some or all of its shareholders” - *Corporations Act*, Section 1, 1.9.

⁶¹ “There are 2 ways that shareholders may pass a resolution: at a meeting; or by having all of the shareholders record and sign their decision. If a meeting is held, an ordinary resolution must be passed by a majority of the votes cast by shareholders of the company entitled to vote on the resolution at the meeting in person or by proxy (if proxies are allowed). A special resolution must be passed by at least 75% of the votes cast by shareholders of the company entitled to vote on the resolution and who vote at the meeting in person or by proxy (if proxies are allowed)” – *Corporations Act*, Section 1, 1.9.



Entre as resoluções especiais, sujeitas ao quórum de 75% do capital votante, estão: (i) a dissolução voluntária da sociedade (*winding up*) (*Corporations Act*, Section 1, Part 1.4, 12.3); (ii) modificação do ato constitutivo (*constitution*) (*Corporations Act*, Section 2, Part 2B.4, 136, 2); e (iii) alteração do nome da sociedade (*Corporations Act*, Section 2, Part 2B.4, 157, 1, b);

Portanto, o regulamento de fundos australianos prevê, para os fundos estruturados como sociedades empresárias, quórum qualificado em caso de deliberação de matérias fundamentais para o fundo e seus cotistas/acionistas.

