



Felipe Hanszmann e Lucas Hermeto (Organizadores)

# Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais

Volume V - Edição Especial

## FUNDOS DE INVESTIMENTO

Alexandre Costa Rangel | Alexandre Pinheiro dos Santos | Ana Carolina Weber  
Ana Luisa Fucci | André Santos Ferraz | Antônio Augusto Tiburcio  
Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos | Bruno Miranda Gontijo | Caio Brandão  
Camila Kneitz | Camila Tinoco | Carla Saback Dau | Carlos Martins Neto | Cláudia Gruppi Costa  
Daniel Kalansky | Daniel Walter Maeda Bernardo | David Casz Schechtman  
Eduardo Caminati Anders | Eli Loria | Elmiro Chiesse Coutinho Neto | Fabiano M. Bitiato  
Fabiola Cavalcanti | Felipe Hanszmann | Felipe Paiva | Fernando Schwarz Gaggini  
Giovanna Queiroz Silva | Guilherme Setoguti J. Pereira | Guilherme Teno Castilho Misale  
Gustavo José Mizrahi | Gustavo Rabello | Gustavo Tavares Borba | Henrique Cunha Barbosa  
Igor Muniz | Isabel Cantidiano | João F. B. Sartini | João Laudo de Camargo | João Luiz Frossard Pestana  
da Silva | João Marcelo Sant'Anna da Costa | Juliana Botini Hargreaves Vieira  
Julio Maia Vidal | Leonardo Kiyoji Guedes Kano | Lucas Hermeto | Luciana Dias | Luiza Coelho da Rocha  
Luiz Felipe Cordeiro | Maíra Beauchamp Salomi | Marcio de Carvalho Silveira Bueno  
Maria Lucia Cantidiano | Maria Paes Barreto de Araujo Carvalho | Marina Copola  
Mário Tavernard Martins de Carvalho | Maurício Moreira Mendonça de Menezes  
Milena Donato Oliva | Nicholas Furlan Di Biase | Pablo Renteria | Paula Moraes Borges de Souza  
Paulo Fernando Campos Salles de Toledo | Paulo Vieira | Rafael Andrade | Ricardo Mafra  
Rodrigo Duffloth | Rodrigo Requena | Vitor Mendes Costa Pinto

**Editor**

João Luiz da Silva Almeida

**Conselho Editorial**

Abel Fernandes Gomes  
Adriano Pilatti  
Alexandre Bernardino Costa  
Ana Alice De Carli  
Anderson Soares Madeira  
André Abreu Costa  
Beatriz Souza Costa  
Bleine Queiroz Caúla  
Bruno Soeiro Vieira  
Daniela Copetti Cravo  
Daniele Maghelly Menezes Moreira  
Diego Araujo Campos  
Enzo Bello  
Firly Nascimento Filho  
Flávio Ahmed  
Frederico Antonio Lima de Oliveira  
Frederico Price Grechi  
Geraldo L. M. Prado

Gina Vidal Marcílio Pompeu  
Gisele Cittadino  
Gustavo Noronha de Ávila  
Gustavo Sénéchal de Goffredo  
Jean Carlos Dias  
Jean Carlos Fernandes  
Jeferson Antônio Fernandes Bacelar  
Jerson Carneiro Gonçalves Junior  
João Marcelo de Lima Assafim  
João Theotonio Mendes de Almeida Jr.  
José Emilio Medauar  
José Ricardo Ferreira Cunha  
José Rubens Morato Leite  
Josiane Rose Petry Veronese  
Leonardo El-Anme Souza e Silva da Cunha  
Lúcio Antônio Chamon Junior  
Luigi Bonizzato  
Luis Carlos Alcoforado

Luiz Henrique Sormani Barbugiani  
Manoel Messias Peixinho  
Marcelo Pinto Chaves  
Marcelo Ribeiro Uchôa  
Márcio Ricardo Staffen  
Marco Aurélio Bezerra de Melo  
Marcus Maurícios Holanda  
Maria Celeste Simões Marques  
Murilo Siqueira Comério  
Océlio de Jesus Carneiro de Moraes  
Ricardo Lodi Ribeiro  
Roberto C. Vale Ferreira  
Salah Hassan Khaled Jr.  
Sérgio André Rocha  
Simone Alvarez Lima  
Valter Moura do Carmos  
Vicente Paulo Barreto  
Victor Sales Pinheiro  
Vinícius Borges Fortes

**Conselheiros beneméritos**

Denis Borges Barbosa (*in memoriam*)  
Marcos Juruena Villela Souto (*in memoriam*)

**Filiais****Sede: Rio de Janeiro**

Rua Octávio de Faria, nº 81 – Sala 301  
CEP: 22795-415  
Recreio dos Bandeirantes  
Rio de Janeiro – RJ  
Tel. (21) 3933-4004 / (21) 3249-2898

**Maceió**

(Divulgação)  
Cristiano Alfama Mabilia  
[cristiano@lumenjuris.com.br](mailto:cristiano@lumenjuris.com.br)  
Maceió – AL  
Tel. (82) 9-9661-0421

**São Paulo**

(Distribuidor)  
Rua Sousa Lima, 75  
CEP: 01153-020  
Barra Funda – São Paulo – SP  
Telefax (11) 5908-0240

Felipe Hanszmann e Lucas Hermeto (Organizadores)

# Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais

Volume V - Edição Especial

## FUNDOS DE INVESTIMENTO

Alexandre Costa Rangel | Alexandre Pinheiro dos Santos | Ana Carolina Weber

Ana Luisa Fuccl | André Santos Ferraz | Antonio Augusto Tiburcio

Bernardo Fabião Barbeito de Vasconcellos | Bruno Miranda Gontijo | Caio Brandão

Camila Kneitz | Camila Tinoco | Carla Saback Dau | Carlos Martins Neto | Cláudia Gruppi Costa

Daniel Kalansky | Daniel Walter Maeda Bernardo | David Casz Schechtman

Eduardo Caminati Anders | Eli Loria | Elmiro Chiesse Coutinho Neto | Fabiano M. Bitiato

Fabiola Cavalcanti | Felipe Hanszmann | Felipe Paiva | Fernando Schwarz Gaggini

Giovanna Queiroz Silva | Guilherme Setoguti J. Pereira | Guilherme Teno Castilho Misale

Gustavo José Mizrahi | Gustavo Rabello | Gustavo Tavares Borba | Henrique Cunha Barbosa

Igor Muniz | Isabel Cantidiano | João F. B. Sartini | João Laudo de Camargo | João Luiz Frossard Pestana

da Silva | João Marcelo Sant'Anna da Costa | Juliana Botini Hargreaves Vieira

Julio Maia Vidal | Leonardo Kiyoji Guedes Kano | Lucas Hermeto | Luciana Dias | Luiza Coelho da Rocha

Luiz Felipe Cordeiro | Maira Beauchamp Salomi | Marcio de Carvalho Silveira Bueno

Maria Lucia Cantidiano | Maria Paes Barreto de Araujo Carvalho | Marina Copola

Mário Tavernard Martins de Carvalho | Mauricio Moreira Mendonça de Menezes

Milena Donato Oliva | Nicholas Furlan Di Biase | Pablo Renteria | Paula Morais Borges de Souza

Paulo Fernando Campos Salles de Toledo | Paulo Vieira | Rafael Andrade | Ricardo Mafra

Rodrigo Dufloth | Rodrigo Requena | Vitor Mendes Costa Pinto

EDITORA LUMEN JURIS

RIO DE JANEIRO

2021

Copyright © 2021 by Felipe Hanszmann  
Lucas Hermeto

Categoria: Direito Empresarial e Comercial

PRODUÇÃO EDITORIAL  
Livraria e Editora Lumen Juris Ltda.

Diagramação: Rômulo Lentini

A LIVRARIA E EDITORA LUMEN JURIS LTDA.  
não se responsabiliza pelas opiniões  
emitidas nesta obra por seu Autor.

É proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer  
meio ou processo, inclusive quanto às características  
gráficas e/ou editoriais. A violação de direitos autorais  
constitui crime (Código Penal, art. 184 e §§, e Lei nº 6.895,  
de 17/12/1980), sujeitando-se a busca e apreensão e  
indenizações diversas (Lei nº 9.610/98).

Todos os direitos desta edição reservados à  
Livraria e Editora Lumen Juris Ltda.

Impresso no Brasil  
*Printed in Brazil*

CIP-BRASIL. CATALOGAÇÃO-NA-FONTE

---

A886a

Atualidades em direito societário e mercado de capitais : fundos de  
investimento / organizadores : Felipe Hanszmann, Lucas Hermeto. – Rio  
de Janeiro : Lumen Juris, 2021.

732 p. ; 23 cm. – (Série Atualidades em Direito Societário e Mercado  
de Capitais ; 5).

Inclui bibliografia.

ISBN 978-65-5510-584-1

1. Direito empresarial. 2. Direito societário. 3. Fundos de investimento.  
4. Mercado de capitais. I. Hanszmann, Felipe. II. Hermeto, Lucas.  
III. Título. IV. Série.

CDD 346.81065

Ficha catalográfica elaborada por Ellen Tuzi CRB-7: 6927

## Apresentação

Após quatro edições da coletânea *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais* dedicadas a temas livres nessas matérias, resolvemos consagrar o quinto volume ao estudo dos fundos de investimento, tema constante de nossas atividades profissionais e de nosso particular interesse. O instituto já havia sido foco de excelentes artigos publicados nas edições anteriores e a atenção que recai sobre ele é crescente, por diversos motivos que não precisam ser explicitados nesta apresentação – até porque podem ser extraídos, com muito mais propriedade, dos trabalhos que vêm a seguir.

Apenas para exemplificar, na data de submissão desta obra à edição, encontra-se em curso a Audiência Pública SDM nº 08/20, que a CVM lançou com o objetivo de modernizar a regulamentação de fundos de investimento. Como se sabe, trata-se de movimento deflagrado, entre outras razões, pelas alterações pioneiras promovidas pela Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/2019), que introduziu uma sequência de artigos no Código Civil para tratar do instituto – com relação a pontos relevantes que são objeto de alguns dos trabalhos a seguir (como a possibilidade de limitação da responsabilidade de cotistas e dos prestadores de serviço do fundo). A atualidade do tema justifica, então, que uma edição inteira da coletânea *Atualidades* lhe seja dedicada.

Mantendo-se a tradição e a fórmula dos últimos volumes, esta obra compõe-se de artigos elaborados por profissionais de perfis diversos, que compreendem desde jovens que se dedicam ao estudo de temas afetos a Direito Societário e Mercado de Capitais, até figuras consagradas e autoridades no mercado jurídico nacional. Como nas edições precedentes, tema, abordagem e extensão dos trabalhos poderiam ser definidos livremente pelos autores, desde que – requisito inaugurado no presente volume – o objeto do estudo guardasse alguma relação com fundos de investimento. Encorajamos, inclusive, que os autores, se assim quisessem, escrevessem sobre assuntos que tivessem interseções com o que outros estavam escrevendo. Decerto, a nosso ver, a atualidade e a relevância das discussões sobre fundos comportam a utilidade de múltiplas opiniões sobre pontos coincidentes, ainda que reunidas na mesma obra coletiva.

Toda essa liberdade e fluidez – que são do DNA da coletânea – fazem com que o livro não se proponha a exaurir o estudo do tema, senão a compilar as diversas opiniões que pudemos recolher, até o envio para edição, sobre seus diversos aspectos. Pelas mesmas razões, os artigos refletem, exclusivamente, a opinião do(s) respectivo(s) autor(es), de modo que é possível, inclusive, que entre eles exista divergência de interpretação sobre pontos controversos.

Para a nossa felicidade, o chamado para a obra provocou adesões vastas e entusiasmadas, inclusive de autores que, por falha nossa, não constavam do nosso *mailing* original, mas que nos manifestaram o interesse de, mercedamente, estar no mesmo barco. E ao final, elas se converteram em trabalhos de calibre, que já nascem fundamentais para o estudo dos fundos de investimento no Direito brasileiro. A qualidade

do produto nos deixa orgulhosos pela iniciativa, mas o mérito é 100% dos autores, a quem vão os nossos agradecimentos.

Para tornar a obra mais didática, procuramos organizar os artigos em *macro* grupos de tema, conforme identificássemos que os assuntos abordados em cada um deles guardassem alguma afinidade entre si. Obviamente, a rotulação de cada grupo e a classificação dos artigos configuram tarefas ingratas e necessariamente falhas. Um trabalho sobre responsabilidade de gestor de FIPs poderia entrar tanto no grupo de artigos sobre gestores e administradores como naquele sobre fundos estruturados, para dar um exemplo. Qualquer desconforto com relação à ordenação dos artigos, então, aí sim, recai 100% na responsabilidade dos organizadores.

Por fim, a obra também não seria possível sem a contribuição de Simone Cohn Dana, acadêmica competente e interessada – em vias de se tornar advogada –, que nos auxiliou com a revisão formal dos trabalhos. A ela devemos, igualmente, uma mensagem singela de gratidão.

Rio de Janeiro, janeiro de 2021.

**Felipe Hanszmann**  
**Lucas Hermeto**

# A obrigação de aportes extraordinários de recursos pelo cotista de fundo de investimento

Maurício Moreira Mendonça de Menezes<sup>1</sup>

Nicholas Furlan Di Biase<sup>2</sup>

Paula Morais Borges de Souza<sup>3</sup>

SUMÁRIO: 1. Introdução; 2. A limitação da responsabilidade do cotista de fundo; 3. Dívidas superiores aos bens: as consequências da falta de recursos do fundo; 4. Despesas que devem ser arcadas com recursos do fundo de investimento; 4.1. Aporte quando o patrimônio do fundo está negativo e os cotistas têm responsabilidade ilimitada; 4.2. Aporte quando o patrimônio do fundo está negativo e os cotistas têm responsabilidade limitada; 4.3. Aporte em razão da necessidade de caixa por parte do fundo; 4.4. Aporte nas hipóteses em que há vinculação a compromisso de investimento; 5. Conclusões; 6. Bibliografia.

## 1. Introdução

Apesar do vertiginoso crescimento da indústria dos fundos de investimento no Brasil, diversos institutos jurídicos a eles relacionados ainda foram pouco explorados por aqueles que se ocupam do estudo do tema.

Talvez a falta, durante muito tempo, de um arcabouço legal mínimo aplicável aos fundos de investimento, tenha contribuído para essa situação particular. Até pouco tempo atrás, não havia diploma legal disciplinando, de modo geral, os fundos de investimento (a exceção a esse comentário era a Lei nº 8.668/1993, que há anos disciplina especificamente os fundos de investimento imobiliário). As poucas Leis que mencionavam os fundos de investimento o faziam de forma pontual, tangenciando o tema dentro de algum outro contexto (como, por exemplo, ocorre nas leis tributárias).

Na prática, coube à Comissão de Valores Mobiliários - CVM assumir, no âmbito de sua competência institucional, a função de sistematizar as regras aplicáveis aos fundos de investimento. Olhando-se para o passado, pode-se afirmar que esse papel

1 Professor Titular de Direito Comercial da Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ. Advogado.

2 Mestrando da linha de Empresa e Atividades Econômicas pela Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ. Bacharel em Direito pela UERJ. Advogado.

3 Graduanda em Direito na Universidade do Estado do Rio de Janeiro - UERJ.

foi (e continua sendo) muito bem exercido pela CVM, sem cuja atuação os fundos de investimento certamente não teriam a importância que têm hoje no Brasil.

Diante desse cenário, foi bem-vindo o art. 7º da Lei nº 13.874/2019 (a chamada “Lei de Liberdade Econômica”) que alterou diversos dispositivos do Código Civil, inserindo um Capítulo exclusivamente destinado a estabelecer regras mínimas acerca dos fundos de investimento.

Por outro lado, sabe-se que esse novo regime jurídico dos fundos de investimento é objeto de críticas, que vão desde questionamentos sobre a localização topográfica dos arts. 1.368-C a 1.368-F no Código Civil (os quais foram inseridos dentre as disposições que tratam das modalidades de condomínio civil), até o próprio conteúdo das novas normas em si.

De todo modo, com críticas ou sem elas, esse é o regime jurídico que atualmente está em vigor e deve ser profundamente estudado e interpretado da melhor maneira possível, à luz das funções a que se destinam os fundos de investimento, do sucesso que o instituto vem tendo até aqui e, principalmente, dos fundamentos da Lei de Liberdade Econômica, como a proteção da livre iniciativa e livre exercício de atividade econômica.

Feita essa breve contextualização, o presente trabalho tem por objetivo analisar as situações em que o cotista de fundo de investimento estaria obrigado (ou não) a realizar aportes extraordinários de recursos para arcar com encargos e obrigações relacionadas às atividades do fundo. Entende-se que a nova disciplina legal dos fundos de investimento introduzida pela Lei de Liberdade Econômica impactou a matéria de forma significativa, razão pela qual o tema merece ser mais bem explorado.

Para tanto, inicialmente serão feitas algumas considerações sobre duas das principais alterações da Lei de Liberdade Econômica no regime jurídico dos fundos de investimento: a possibilidade de limitação da responsabilidade do cotista do fundo e a aplicação das regras da insolvência civil ao fundo com limitação de responsabilidade do cotista que possuir mais dívidas do que bens.

Serão, ainda, explicitados os encargos e despesas relacionados ao desempenho das atividades do fundo de investimento que devem ser arcados com uso de recursos do próprio fundo (diferenciando-os das despesas que devem ser pagas diretamente pelo administrador do fundo, com recursos próprios).

Na sequência, serão analisados quatro cenários para que seja determinado, em cada caso, se os cotistas estariam obrigados à realização de aportes de recursos no fundo, quais sejam: (i) quando o fundo estiver com patrimônio líquido negativo e houver limitação da responsabilidade dos cotistas; (ii) o cenário anterior, mas sem que haja a responsabilidade limitada; (iii) quando o fundo, a despeito de ter patrimônio líquido positivo, tiver necessidades de caixa (recursos líquidos); e, finalmente, (iv) nas hipóteses em que o cotista estiver vinculado por compromisso de investimento.

Por fim, são sistematizadas as principais conclusões alcançadas ao longo da exposição.

Importante registrar que, em princípio, as questões jurídicas discutidas a seguir podem se verificar em praticamente qualquer modalidade de fundo de investimento. Não



obstante, é mais comum que os cenários analisados abaixo ocorram nos chamados fundos estruturados, especialmente nos fundos imobiliários (os "FIIs"), fundos de investimentos em direitos creditórios ("FIDCS") e fundos de investimento em participações (os "FIPs"), os quais são disciplinados pela CVM em instruções próprias, adaptadas aos tipos de investimentos realizados por meio desses fundos. Por essa razão, o artigo foi elaborado com enfoque em aspectos práticos relacionados a FIIs, FIDCs e FIPs.

## 2. A limitação da responsabilidade do cotista de fundo

A importância da limitação da responsabilidade do investidor e dos seus efeitos no desenvolvimento das atividades econômicas é inquestionável.<sup>4</sup> A separação entre o patrimônio pessoal do sócio e da sociedade empresária permite a limitação do risco assumido pelo primeiro, estimulando a alocação de capital na exploração de atividades econômicas.

Se não houvesse a possibilidade de limitação de responsabilidade, certamente o número de pessoas empreendendo seria significativamente inferior, em razão do (compreensível) receio de colocar todo seu patrimônio pessoal no risco do negócio. Essa situação, por sua vez impactaria negativamente o nível de atividade econômica e, por consequência, a sociedade como um todo. Não é exagero afirmar que o instituto da limitação de responsabilidade é um dos responsáveis pelo nível de desenvolvimento que o mundo possui hoje.

Não por outra razão, os tipos societários que limitam a responsabilidade do sócio são notoriamente os mais utilizados no Brasil.

A seu turno, os fundos de investimento no Brasil são uma indústria que, ano passado (2019), alcançou o impressionante patamar de R\$ 5 trilhões em patrimônio líquido total, o equivalente a 74% do PIB brasileiro no ano anterior (2018).<sup>5</sup> Esse número expressa, por si só, a inquestionável relevância dos fundos de investimento no cenário econômico nacional.

Contudo, até pouco tempo atrás, não havia dispositivo legal que, de uma maneira geral, permitisse a limitação da responsabilidade daquele que investe em fundos

4 Nesse sentido, confira-se: EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. *The Economic Structure of Corporate Law*. Harvard University Press: Cambridge, 1996. p. 41-62; COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial: Direito de Empresa*. 17. ed, São Paulo: Saraiva, 2013. v. I, p. 84-86; GONÇALVES, Oksandro. Os princípios gerais do direito comercial: autonomia patrimonial da pessoa jurídica, limitação e subsidiariedade da responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 58, p. 183, out./dez. 2012; e SABIÃO, Thiago Moreira de Souza; TEIXEIRA Tarcísio. Reflexões sobre a importância da limitação da responsabilidade nas Sociedades Limitadas. *Revista de Direito Empresarial*, São Paulo, v. 19, p. 39-64, out. 2016.

5 Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA. Indústria de fundos alcança R\$ 5 trilhões de patrimônio líquido. Notícias. São Paulo, 18 jun. 2019. Disponível em <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/noticias/industria-de-fundos-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/industria-de-fundos-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm)>. Acesso em: 12 set. 2020.

de investimento. Inclusive, o tratamento jurídico dos fundos como condomínios<sup>6</sup> levava à conclusão de que a responsabilidade patrimonial do cotista seria ilimitada (conclusão esta decorrente da própria disciplina dos condomínios, que não possuem patrimônio separado de seus titulares).

Apenas em fundos de investimento imobiliário a responsabilidade do cotista era limitada, à luz do art. 13 da Lei nº 8.668/1993, que prevê expressamente que o investidor dos FIIs “não responde pessoalmente por qualquer obrigação legal ou contratual, relativamente aos imóveis e empreendimentos integrantes do fundo ou da administradora, salvo quanto à obrigação de pagamento do valor integral das quotas subscritas”.

Para os demais tipos de fundo de investimento, vigorava o disposto no art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014, segundo o qual “os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução”<sup>7,8</sup>.

Essas circunstâncias sempre causaram ineficiências nas atividades envolvendo fundos de investimento, como a necessidade de criação de estruturas mais complexas, envolvendo fundos e sociedades com limitação de responsabilidade (de forma a gerar maior proteção ao cotista, ainda que indiretamente) e uma considerável insegurança jurídica nos investidores.

A disciplina dos fundos de investimento nesse aspecto em particular sempre foi objeto de críticas por parte da doutrina. Carlos Martins Neto, em trabalho publicado em 2017 sobre a responsabilidade do cotista de FIP, já sinalizava a necessidade de alteração legal para prever a limitação de responsabilidade do investidor de fundos, nos seguintes termos:

Entende-se que a solução deve passar necessariamente pelo reconhecimento do fundo de investimento como espécie de pessoa jurídica com natureza própria, bem como pela instituição de uma disciplina básica comum a todos os

6 Sobre o tema, anteriormente à edição da Lei de Liberdade Econômica, a doutrina que se ocupa do estudo dos fundos de investimento no Brasil não era pacífica sobre sua natureza jurídica. No entanto, conforme já registrava Ricardo de Santos Freitas, a doutrina brasileira tinha uma tendência a atribuir a natureza de condomínio aos fundos de investimento, muito em virtude de a própria CVM adotar essa posição desde a Instrução CVM nº 409/2004 (art. 2º), até hoje (art. 3º da ICVM nº 555). Nesse sentido, cabe destacar as palavras do referido autor: “No Brasil, a doutrina sobre o tema, embora reduzida, registra uma tendência a reconhecer ao fundo natureza condominial, fato que novamente atribuímos à terminologia escolhida pelo legislador, seguramente premido por preocupações de ordem muito mais prática do que teórica e decorrente também, dentre outras causalidades, do fenômeno da importação de conceitos legais estrangeiros. O conceito legal da CVM refere-se aos fundos de investimento como sendo condomínios” (FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 167).

7 Não obstante os fundos estruturados serem disciplinados por normativos próprios, a Instrução CVM nº 555/2014 aplica-se subsidiariamente a todos os tipos de fundos (art. 1º da referida instrução).

8 O art. 2º, XXXVII, da ICVM nº 555, conceitua patrimônio líquido do fundo como “a diferença entre o total do ativo realizável e do passivo exigível”.

fundos de investimento, com previsão expressa da limitação da responsabilidade dos cotistas.

Para tanto, seria necessário: (i) a inclusão dos fundos de investimento no rol das pessoas jurídicas contempladas pelo artigo 44 do Código Civil; (ii) a aprovação de lei que institua a disciplina legal básica aplicável a todos os fundos de investimento e estabeleça a limitação de responsabilidade dos cotistas; (iii) revisão dos atos normativos expedidos pela CVM para fins de adequá-los à nova lei; e (iv) ajustes pontuais nas normas tributárias, a fim de garantir ao fundo de investimento "pessoa jurídica" o mesmo tratamento tributário conferido ao fundo de investimento "condomínio".

Deve-se encarar esse problema com a seriedade que a importância dos fundos de investimento para a economia brasileira exige, passando-se a tratar o fundo de investimento como um instituto jurídico com natureza própria e não mais como condomínio.

Com a adoção destas medidas, além de se garantir maior nível de tecnicidade ao sistema jurídico, contribuir-se-á para a criação de um ambiente de maior segurança e previsibilidade para os investidores, o que tende a gerar o aumento dos investimentos e, conseqüentemente, da economia como um todo.<sup>9</sup>

Tal sugestão à época de *lege ferenda* foi atendida, em parte, com a edição da Lei de Liberdade Econômica e inclusão dos arts. 1.368-C a 1.368-F no Código Civil.

O *caput* do mencionado art. 1.368-C, ainda que sujeito a críticas, parece ter colocado fim às discussões sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento, os quais são expressamente definidos como condomínios (e não como uma nova modalidade de pessoa jurídica). Trata-se de um condomínio "de natureza especial" e que não se sujeita às regras gerais sobre condomínios dispostas nos arts. 1.314 ao 1.358-A do Código Civil.

Já o novo art. 1.368-D<sup>10</sup> do Código Civil permite que os regulamentos dos fundos de investimento limitem a responsabilidade de cada investidor ao valor de suas respectivas cotas, desde que observadas normas expedidas pela CVM. Até o momento de conclusão desse artigo, a CVM ainda não havia disciplinado a matéria.<sup>11</sup>

9 MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. Rio de Janeiro: Almedina, 2017. p. 162.

10 Artigo 1.368-D do Código Civil: "O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas; II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade; e III - classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe."

11 Em julho de 2020, o Presidente da CVM informou que a regulação da autarquia sobre o tema seria editada após a realização de audiência pública (VASCONCELOS, Gabriel. Presidente da CVM diz que haverá regulação sobre limitação de responsabilidade de cotistas de fundos. *Valor Investe*, 31 jul. 2020. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2020/07/31/>>

A partir do momento em que esse dispositivo for regulamentado, será possível classificar os fundos de investimento, quanto à limitação de responsabilidade de seus cotistas, da seguinte forma:

- I. fundos de investimento com limitação de responsabilidade, categoria que incluirá os FIIs (por força do art. 13 da Lei nº 8.668/1993) e demais fundos que contenham dispositivo em seus regulamentos limitando a responsabilidade dos investidores. A responsabilidade dos cotistas do fundo, limitada ao valor de suas cotas, será semelhante à hoje existente para sociedades anônimas, nas quais a responsabilidade do acionista é limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, conforme art. 1º da Lei nº 6.404/1976; e
- II. fundos de investimento sem limitação de responsabilidade, nos casos em que a CVM não admitir essa limitação e/ou quando o regulamento do fundo não contiver dispositivo expresso nesse sentido. Os cotistas responderão pelas dívidas do fundo de investimento de forma pessoal (i.e., com seu patrimônio particular), subsidiária (a responsabilidade do cotista pressupõe o esgotamento do patrimônio do fundo de investimento) e ilimitada (com todas as forças do seu patrimônio).<sup>12</sup>

Não há como deixar de notar uma singela semelhança entre a forma de adoção da responsabilidade limitada nos fundos de investimento e nas sociedades simples. Em ambos os casos, o legislador prestigiou a autonomia da vontade dos investidores, de forma que a limitação de responsabilidade não foi imposta, mas sim permitida pelo ordenamento.<sup>13</sup> Caberá aos cotistas decidir por estabelecer, ou não, a limitação de responsabilidade em cada fundo (observada apenas a regulamentação da matéria que ainda será editada pela CVM).

Apesar dos inúmeros benefícios e da segurança conferida pela limitação de responsabilidade, não necessariamente todos os fundos a adotarão. Por diversas razões, pode ser útil, sob um ponto de vista estratégico e negocial, que a responsabilidade dos cotistas de um fundo seja ilimitada.

A título ilustrativo, imagine-se um FIP que esteja negociando o preço para adquirir ações de uma investida com pagamento diferido. Talvez o alienante concorde

---

presidente-da-cvm-diz-que-haver-regulao-sobre-limitao-de-responsabilidade-de-cotistas-de-fundos.shtml>. Acesso em: 13 set. 2020).

12 CAMPINHO, Sergio. *O Direito de Empresa à Luz do Código Civil*. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 58.

13 Nos termos do art. 997, VIII, do Código Civil, o contrato social das sociedades simples deve estabelecer "se os sócios respondem, ou não, subsidiariamente, pelas obrigações sociais". Ou seja, a decisão sobre limitar sua responsabilidade cabe aos próprios sócios, no momento da celebração do contrato social (ou posteriormente, mediante sua alteração). Da mesma forma que para os fundos de investimento, pode ser vantajoso para a sociedade que os sócios não tenham responsabilidade limitada. Por exemplo, alguns Municípios concedem uma alíquota diferenciada para as chamadas sociedades "uniprofissionais", entendidas como aquelas formadas por sócios que possuam a mesma profissão regulamentada. Nesses casos, os Municípios costumam exigir que a sociedade seja constituída sob a forma de sociedade simples e não contenha a limitação de responsabilidade dos sócios.

com uma redução no preço ou deixe de exigir uma garantia na operação se o fundo não contiver limitação de responsabilidade, dada a certeza de que o alienante poderá eventualmente atingir o patrimônio dos investidores em caso de inadimplemento do fundo.

Finalmente, o §2º do art. 1.368-D do Código Civil dispõe que "a adoção da responsabilidade limitada por fundo de investimento constituído sem a limitação de responsabilidade somente abrangerá fatos ocorridos após a respectiva mudança em seu regulamento".

Trata-se de dispositivo que visa prestigiar a segurança jurídica nas relações do fundo com credores e terceiros. Com efeito, o credor que negociou com o fundo sem limitação de responsabilidade dos cotistas não pode ser surpreendido com a superveniente adoção da responsabilidade limitada, uma vez que o fato de o patrimônio do cotista poder ser atingido pode ter influenciado no negócio celebrado. O mesmo pode ser dito em relação a terceiros que tenham se relacionado com o fundo: presume-se que a ausência de limitação de responsabilidade interfere na forma como essas relações ocorrem.

Aparentemente, não será tarefa fácil a conciliação dessa norma com o mencionado art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014. Se a limitação de responsabilidade for adotada posteriormente à constituição de um fundo e o patrimônio líquido deste se tornar negativo, será necessário verificar a origem das obrigações que o fundo precisa adimplir para confirmar a necessidade de aportes adicionais pelos cotistas: (i) se anteriores à limitação de responsabilidade, os aportes serão exigíveis, em razão da regra do §2º acima mencionado; mas (ii) se posteriores à limitação de responsabilidade, nada mais poderá ser exigido dos cotistas.

### **3. Dívidas superiores aos bens: as consequências da falta de recursos do fundo**

Como decorrência lógica da nova disciplina de limitação de responsabilidade dos cotistas dos fundos de investimento, vinha o questionamento sobre qual deveria ser o tratamento adequado na hipótese de o fundo não possuir recursos suficientes para arcar com seus encargos e obrigações assumidas perante terceiros.

Sobre esse particular, importante registrar que o novo art. 1.368-E do Código Civil reforça entendimento que já vinha sendo sedimentado, no sentido de que fundos de investimento podem assumir direitos e obrigações em nome próprio, a despeito de não possuírem personalidade jurídica.<sup>14</sup> Daí o referido dispositivo dis-

<sup>14</sup> Nesse sentido, cf. OLIVA, Milena Donato. Indenização devida "Ao Fundo de Investimento": Qual quotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? *Revista dos Tribunais*, São Paulo, v. 904, p. 73-96, fev. 2011, p. 9-10 (versão eletrônica). Esse entendimento também já foi manifestado no Superior Tribunal de Justiça - STJ, em voto proferido pelo Min. Ricardo Villas Bôas Cueva e seguido por unanimidade pela Terceira Turma do Tribunal: "A despeito do desencontro de teses no âmbito doutrinário, para os fins que aqui interessam, importa reconhecer que: [...] c) embora destituídos de personalidade jurídica, aos fundos de investimento são imputados direitos e deveres, tanto em suas relações internas quanto externas, e d) não obstante exercerem suas atividades por

por que “os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas”.

Ao assumir obrigações, os fundos de investimento devem ser representados por seu administrador ou gestor (a depender do que dispuser o regulamento) ou, ainda, em situações específicas, por procurador devidamente constituído. O mesmo art. 1.368-E deixa claro que o administrador, o gestor ou outros prestadores de serviço atuando em nome do fundo, como regra geral, não respondem pelas obrigações contraiadas, mas somente pelos prejuízos que eventualmente causarem quando agirem com culpa ou dolo comprovados.

Nesse cenário, pode ocorrer – assim como ocorre com todos os tipos de agentes econômicos – de o fundo de investimento não possuir recursos para arcar com as obrigações assumidas ou decorrentes da legislação, tornando-se insolvente.

Quando não for estabelecido no regulamento a limitação da responsabilidade dos cotistas, estes terão responsabilidade subsidiária pelas dívidas do fundo. Assim, esgotado o patrimônio do fundo, seus credores poderão exercer suas pretensões diretamente sobre o patrimônio dos investidores.

Uma das principais novidades introduzidas pela Lei da Liberdade Econômica diz respeito às regras aplicáveis ao caso de insolvência de fundo de investimento que preveja a responsabilidade limitada dos cotistas. A solução encontrada pelo legislador para essa situação foi introduzida nos parágrafos do mencionado art. 1.368-E do Código Civil, segundo os quais as normas que regem a insolvência civil serão aplicadas ao fundo de investimento com limitação de responsabilidade que não possuir patrimônio suficiente para satisfazer suas dívidas.

O instituto da insolvência civil tem suas regras de direito material disciplinada nos arts. 955 a 965 do Código Civil; ao passo que as normas procedimentais aplicáveis se encontram previstas nos arts. 748 a 790 do Código de Processo Civil de 1973 (“execução por quantia certa contra devedor insolvente”). O art. 1.052 do Código de Processo Civil de 2015 manteve expressamente em vigor as disposições do Código anterior que tratam do procedimento de insolvência civil, até que seja editada lei específica sobre o tema.

A insolvência civil destina-se, de modo geral, a qualquer devedor não-empresário, inclusive pessoas físicas, sociedades simples, associações e fundações. Trata-se de instrumento de ordenação da execução, aplicável sempre que “as dívidas excedam a importância dos bens do devedor” (art. 955 do Código Civil).<sup>15</sup> As disposições da insolvência civil não se aplicam ao empresário e à sociedade empresária – que devem seguir o regime falimentar ou recuperacional previsto na Lei nº 11.101/2005 –, bem como a outras entidades submetidas a regimes próprios de insolvência, como instituições financeiras.

---

intermédio de seu administrador/gestor, os fundos de investimento podem ser titular, em nome próprio, de direitos e obrigações” (STJ, Recurso Especial nº 1.834.003, 3ª T., Relator Min. Ricardo Villas Bôas Cueva. Brasília, j. 17/09/2019, DJ 20/09/2019).

15 TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República*: 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. v. II, p. 890.

A insolvência é constatada a partir de uma situação fática de desequilíbrio patrimonial do devedor (dívidas superando o patrimônio). Não obstante, reconhece-se que, muitas vezes, pode não ser possível que o credor reúna documentos comprobatórios da real situação patrimonial de seu devedor para requerer a insolvência. Por isso, o art. 750 do Código de Processo Civil de 1973 contempla duas hipóteses em que a insolvência do devedor será presumida, quando: (i) este não possuir outros bens livres e desembaraçados para nomear à penhora; e (ii) forem arrestados bens do devedor.<sup>16</sup>

O procedimento de insolvência civil pode ser dividido em duas fases: uma inicial, de apuração ou verificação do estado de insolvência do devedor (fase cognitiva); e uma subsequente, em que os bens do devedor são efetivamente executados para satisfação dos credores.<sup>17</sup>

A fase inicial se encerra com a sentença declaratória de insolvência do devedor. Apenas se esta for declarada é que se passa à fase de execução de bens. Nessa segunda fase, deverá ser observada a regra da isonomia no concurso de credores, de forma que, não havendo título legal de preferência, os credores terão igual direito sobre os bens do devedor comum (art. 957 do Código Civil).<sup>18</sup>

Os créditos em face do devedor são classificados na seguinte ordem de preferência: (i) crédito real (nos limites do bem gravado); (ii) crédito com privilégio especial (art. 964 do Código Civil); (iii) crédito com privilégio geral (art. 965 do mesmo Código); e (iv) crédito simples.

Declarada a insolvência, o devedor perde o direito de administrar os seus bens e de dispor deles, até a liquidação total da massa (art. 752 do Código de Processo Civil de 1973). Cabe ao juiz que profere a sentença declaratória nomear um administrador para os bens do devedor, o qual deverá ser escolhido dentre os maiores credores (art. 761). Os credores serão convocados por edital para que declarem seus créditos, a partir dos quais será formado o quadro-geral de credores.

A insolvência civil pode ser requerida por qualquer credor quirografário, pelo próprio devedor ou pelo inventariante do espólio do devedor (art. 753 do Código de Processo Civil de 1973). No caso específico dos fundos de investimento, a insolvência pode ser requerida, ainda, pelo credor, por deliberação dos cotistas reunidos em assembleia ou pela CVM (art. 1.368-E, §2º, do Código Civil).<sup>19</sup> Vale notar que o Código Civil não atribuiu ao administrador a possibilidade de requerer, por conta própria, a insolvência do fundo, de modo que tal prestador de serviço fica vinculado à vontade dos cotistas ou dos credores.

16 MOREIRA, José Carlos Barbosa. *O novo processo civil brasileiro: exposição sistemática do procedimento*. 29. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 281

17 THEODORO JÚNIOR, Humberto. *Curso de Direito Processual Civil*. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996. v. II, p. 306-323.

18 TEPEDINO et. al., op. cit., p. 893.

19 Até a data de conclusão deste artigo, a CVM ainda não havia editado norma disciplinando as situações em que poderá atuar para requerer a insolvência de fundo de investimento.

O art. 783 do Código de Processo Civil de 1973 dispõe sobre a chamada "concordata civil", segundo a qual, uma vez aprovado o quadro geral de credores, o devedor poderá propor a celebração de acordo para pagamento das dívidas. Não havendo oposição dos credores aos termos do acordo, o juiz aprovará a proposta por sentença. Trata-se de dispositivo destinado ao tratamento da crise do devedor civil, ainda que de forma demasiadamente sucinta.

Atualmente, entende-se que a concordata civil não consiste em meio adequado para o enfrentamento da crise do agente econômico. Em parecer juntado aos autos da recuperação judicial do Instituto Cândido Mendes e da Associação Sociedade Brasileira de Instrução, o Prof. Sérgio Campinho apontou a ineficiência do instituto para solucionar a crise do devedor, destacando, dentre outras razões, a necessidade de unanimidade para aprovação do acordo, bem como o momento no qual sua proposta pode ser apresentada pelo devedor (apenas após a formação do quadro geral de credores, momento em que, na maioria dos casos, "nenhuma atividade poderá ser efetivamente preservada").<sup>20</sup>

A adoção do regime de insolvência civil é considerada, por muitos, como inadequada e vem sendo objeto de críticas.<sup>21</sup> Luciana Pedroso Xavier e Rafael Santos-Pinto, por exemplo, ressaltam que as hipóteses de privilégio geral e especial previstas no Código Civil foram manifestamente pensadas para o caso de insolvência da pessoa física, tendo pouca aplicabilidade para a insolvência do fundo de investimento.<sup>22</sup>

Por sua vez, Pablo Renteria entende que seria mais condizente submeter os fundos a um regime de liquidação extrajudicial semelhante ao adotado pela Lei nº 9.514/1997, tendo em vista a onerosidade, morosidade e rigidez do processo da insolvência civil. Na opinião do ex-Diretor da CVM, um regime semelhante ao aplicável ao patrimônio de afetação administrado por companhias securitizadoras tornaria o procedimento mais flexível, sem perder de vista a natureza condominial dos fundos de investimento.<sup>23</sup>

20 A recuperação judicial do Instituto Cândido Mendes e da Associação Sociedade Brasileira de Instrução tramita perante a 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital do Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro (TJR), Processo nº 0093754-90.2020.8.19.0001, 5ª Vara Empresarial da Comarca da Capital). O referido parecer do Prof. Sergio Campinho pode ser publicamente acessado às fls. 106-135 do referido processo.

21 VIO, Daniel de Avila. Comentário Geral. Art. 1.368-C. In: CUNHA FILHO, Alexandre Jorge Carneiro da; PICCELLI, Roberto Ricomini; MACIEL, Renata Mota. *Lei da Liberdade Econômica Anotada*. São Paulo: Quartier Latin, 2020. v. II, p. 311; e XAVIER, Luciana Pedroso; SANTOS-PINTO, Rafael. Art. 7º. Fundos de Investimento. Art. 1.368, C, D e E. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., OTAVIO LUIZ; LEONARDO, Rodrigo Xavier. *Comentários à Lei de Liberdade Econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019. p. 457.

22 *Ibidem*, p. 457.

23 RENTERIA, Pablo. A reforma dos fundos de investimentos no Projeto de Lei de Conversão 17/2019. *Jota*, 20 ago. 2019. Disponível em: <[https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-lei-de-conversao-no-17-2019-20082019#\\_ftn1](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-lei-de-conversao-no-17-2019-20082019#_ftn1)>. Acesso em: 6 set. 2020. No mesmo sentido, cf. VIO, Daniel de Avila, *op. cit.*, p. 312.



Nessas circunstâncias, há dúvidas sobre a adequação do instituto da insolvência civil ao regime jurídico dos fundos de investimento com limitação de responsabilidade. Pode ter andado mal o legislador ao utilizar-se de um instituto já existente – mas pensado para agentes e situações muito diversas das de um fundo – ao invés de propor um regime próprio de insolvência para os fundos de investimento.

#### **4. Despesas que devem ser arcadas com recursos do fundo de investimento**

A regulação pertinente aos fundos de investimento contempla uma clara distinção entre aquelas obrigações que devem ser arcadas com uso de recursos pertencentes ao próprio fundo e outras, que devem ser suportadas pelo administrador.

Nesse sentido, a Instrução CVM nº 555/2014 estabelece um extenso rol de encargos inerentes ao funcionamento dos fundos de investimento e que, portanto, devem ser por estes arcados, nos seguintes termos:

Art. 132. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente:

I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;

II – despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução;

III – despesas com correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas;

IV – honorários e despesas do auditor independente;

V – emolumentos e comissões pagas por operações do fundo;

VI – honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso;

VII – parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente diretamente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções;

VIII – despesas relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos financeiros do fundo;

IX – despesas com liquidação, registro, e custódia de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais;

X – despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários;

XI – no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou às entidades do mercado organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação;

XII – as taxas de administração e de performance;

- XIII – os montantes devidos a fundos investidores na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração e/ou performance, observado ainda o disposto no art. 85, § 8º; e
- XIV – honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado.

Em razão de suas particularidades, as normas aplicáveis aos fundos estruturados costumam apresentar relação própria de encargos aos quais esses tipos de fundos estão sujeitos. Por essa razão, FIPs, FIDCs e FIIIs devem observar as extensas listas de encargos previstas no art. 45 da Instrução CVM nº 578/2016,<sup>24</sup> art. 56 da Instrução CVM nº 356/2001<sup>25</sup> e art.

- 24 "Art. 45. Constituem encargos do fundo, além das remunerações de que trata o art. 9º, VII, as seguintes despesas: I – emolumentos, encargos com empréstimos e comissões pagos por operações do fundo; II – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; III – registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução; IV – correspondência do interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas; V – honorários e despesas dos auditores encarregados da auditoria das demonstrações contábeis do fundo; VI – honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, imputada ao fundo, se for o caso; VII – parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções; VIII – prêmios de seguro, bem como quaisquer despesas relativas à transferência de recursos do fundo entre bancos; IX – inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento; X – inerentes à realização de assembleia geral de cotistas, reuniões de comitês ou conselhos do fundo, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento; XI – com liquidação, registro, negociação e custódia de operações com ativos; XII – contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento; XIII – relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos do fundo; XIV – contribuição anual devida às entidades autorreguladoras ou às entidades administradoras do mercado organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação; XV – despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários; XVI – gastos da distribuição primária de cotas, bem como com seu registro para negociação em mercado organizado de valores mobiliários; e XVII – honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado."
- 25 "Art. 56. Constituem encargos do fundo, além da taxa de administração e da taxa de desempenho ou de performance prevista no regulamento respectivo: I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; II – despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas, previstas no regulamento do fundo ou na regulamentação pertinente; III – despesas com correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos condôminos; IV – honorários e despesas do auditor encarregado da revisão das demonstrações financeiras e das contas do fundo e da análise de sua situação e da atuação da instituição administradora; V – emolumentos e comissões pagas sobre as operações do fundo; VI – honorários de advogados, custas e despesas correlatas feitas em defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, caso o mesmo venha a ser vencido; VII – quaisquer despesas inerentes à constituição ou à liquidação do fundo ou à realização de assembleia geral de condôminos; VIII – taxas de custódia de ativos do fundo; IX – no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação; X – despesas com a contratação de agência classificadora de risco; XI – despesas com o profissional

47 da Instrução CVM nº 472/2008,<sup>26</sup> respectivamente. O conteúdo dos mencionados dispositivos possui um “núcleo duro” que se assemelha ao da listagem geral prevista na Instrução CVM nº 555/2014, mas também leva em consideração outras despesas que, em decorrência das características dos investimentos realizados por meio dos fundos estruturados, não devem ser imputadas ao administrador.

Por exclusão, salvo disposição expressa do regulamento em contrário, todas as despesas não previstas como encargos do fundo devem correr por conta do administrador (conforme art. 133 da Instrução CVM nº 555/2014, reproduzido com poucas alterações nas instruções aplicáveis aos fundos estruturados).<sup>27</sup>

Um exemplo recorrente de despesas que devem ser suportadas pelo administrador são as de contratação de outros prestadores de serviço para o fundo (salvo auditores independentes, advogados e outros serviços expressamente referidos nos rols de encargos do fundo). A taxa de administração cobrada do fundo deve ser estabelecida em valor suficiente para incluir os custos com contratação de terceiros, tais como os responsáveis pela gestão da carteira do fundo (quando este não for o próprio

---

especialmente contratado para zelar pelos interesses dos condôminos, na forma do inciso I do art. 31; e XII – despesas com a contratação de agente de cobrança de que trata o inciso IV do art. 39”.

26 “Art. 47. Constituem encargos do fundo: I – taxa de administração e, se prevista em regulamento, de desempenho (performance); II – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo; III – gastos com correspondência, impressão, expedição e publicação de relatórios e outros expedientes de interesse do fundo e dos cotistas, inclusive comunicações aos cotistas previstas no regulamento ou nesta Instrução; IV – gastos da distribuição primária de cotas, bem como com seu registro para negociação em mercado organizado de valores mobiliários; V – honorários e despesas do auditor independente encarregado da auditoria das demonstrações financeiras do fundo; VI – comissões e emolumentos pagos sobre as operações do fundo, incluindo despesas relativas à compra, venda, locação ou arrendamento dos imóveis que componham seu patrimônio; VII – honorários de advogados, custas e despesas correlatas incorridas em defesa dos interesses do fundo, judicial ou extrajudicialmente, inclusive o valor de condenação que lhe seja eventualmente imposta; VIII – honorários e despesas relacionadas às atividades previstas nos incisos II, III e IV do art. 31; IX – gastos derivados da celebração de contratos de seguro sobre os ativos do fundo, bem como a parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro, desde que não decorra diretamente de culpa ou dolo do administrador no exercício de suas funções; X – gastos inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo e realização de assembleia-geral; XI – taxa de custódia de títulos ou valores mobiliários do fundo; XII – gastos decorrentes de avaliações que sejam obrigatórias; XIII – gastos necessários à manutenção, conservação e reparos de imóveis integrantes do patrimônio do fundo; XIV – taxas de ingresso e saída dos fundos de que o FII seja cotista, se for o caso; XV – despesas com o registro de documentos em cartório; e XVI – honorários e despesas relacionadas às atividades previstas no art. 25 desta Instrução”.

27 Conforme anotou Mário Tavernard Martins de Carvalho: “Qualquer outra despesa não prevista na lista supracitada não poderá ser considerada encargo do fundo. Essa norma representa proteção aos cotistas, pois somente as despesas expressamente previstas poderão ser custeadas pelos fundos. Dessa forma, outras despesas, até mesmo aquelas referentes à elaboração do prospecto e da lâmina, deverão ser contratadas e pagas pelo administrador, sem possibilidade de qualquer ressarcimento pelo fundo” (CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 143-144).

administrador), pela distribuição de cotas, escrituração, custódia e classificação de risco, dentre outros (art. 78, §2º, da Instrução CVM nº 555/2014).<sup>28</sup>

A despeito da correta destinação dos valores neles investidos, é possível que fundos se encontrem sem recursos líquidos em sua carteira para o pagamento de encargos. Essa situação costuma ser mais comum em fundos estruturados, em razão das características de seus investimentos-alvo (ou ativos-alvo), que podem não permitir uma desvinculação ou liquidação imediata.<sup>29</sup>

Para evitar a indesejada situação de que esses fundos não tenham recursos líquidos para cumprimento de suas obrigações, as normas editadas pela CVM permitem que parte do patrimônio dos fundos estruturados sejam aplicados em outros ativos que não os investimentos-alvo. Com base nesse permissivo, é comum que os regulamentos dos fundos prevejam a aplicação de parte dos seus recursos em ativos de baixo risco e alta liquidez, formando uma espécie de reserva utilizada para pagamento de despesas de funcionamento e demais encargos.

Nesse sentido, a Instrução CVM nº 578/2016 permite aos FIPs aplicar até 15% dos recursos captados em ativos diversos daqueles aos quais esse tipo de fundo se destinam.<sup>30</sup> De forma semelhante, a Instrução CVM nº 356/2001 admite que FIDCs mantenham parte de seu patrimônio aplicado, dentre outros, em títulos do tesouro nacional e outros ativos de renda fixa (art. 40, §1º), ao passo que a Instrução CVM nº 472/2008 estabelece que "o FII pode manter parcela do seu patrimônio permanentemente aplicada em cotas de fundos de investimento ou títulos de renda fixa, públicos ou privados, para atender suas necessidades de liquidez" (art. 46, parágrafo único).

Entretanto, a falta de recursos líquidos pode decorrer de diversos fatores, a depender das características do fundo e ainda que sejam tomadas todas as cautelas para constituição de uma "reserva" de liquidez para o fundo.

No caso de FIP, por exemplo, pode acontecer de os cotistas decidirem prorrogar o prazo de duração do fundo em razão de o investimento realizado não ter maturado da forma inicialmente prevista.<sup>31</sup> O mesmo pode ocorrer em relação ao FII que inves-

28 A remuneração de tais prestadores deve estar englobada na taxa de administração e performance, devendo o administrador zelar para que as despesas com pagamento daqueles não excedam o valor recebido a título de taxa (sob pena de ter que arcar, mediante uso de recursos próprios, com os montantes que excedam o limite previsto no regulamento, nos termos do art. 85, §1º, da Instrução CVM nº 555/2014).

29 MARTINS NETO, Carlos. *A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações*. Rio de Janeiro: Almedina, 2017. p. 145.

30 MARTINS NETO, loc. cit.

31 Sobre esse aspecto, Bernardo Vianna Freitas registrou que "uma vez estabelecido o prazo de duração como sendo determinado, não há limite regulamentar para a duração do FIP, ficando totalmente a critério do regulamento delimitar o seu prazo de duração e as condições para sua eventual prorrogação, conforme dispõe a própria ICVM nº 391/2003. Além disso, o prazo estabelecido no regulamento pode ser alterado a qualquer momento por deliberação da assembleia geral de cotistas" (FREITAS, Bernardo Vianna. *Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento*

te seus recursos em empreendimentos imobiliários e pode ser impactado pelos mais diversos fatores, inerentes ou não ao investimento em si.

Esgotados os recursos líquidos destinados aos encargos do fundo, abrem-se, em regra, duas opções de medidas a serem tomadas: liquidar os ativos-alvo (total ou parcialmente); ou solicitar a realização de aportes extraordinários de recursos pelos seus cotistas.

Com a adoção da primeira alternativa, não há desembolso de valores, por parte dos investidores, para além do que já fora inicialmente realizado na integralização das cotas subscritas. Parte dos ativos-alvo que, normalmente, correspondem à maior parte do patrimônio investido do fundo, será liquidada a fim de gerar caixa para que o fundo possa arcar com suas despesas de manutenção e demais encargos.

Ocorre que, muitas das vezes, a opção de liquidar os ativos-alvo não se mostra vantajosa ao fundo ou aos seus cotistas, por diversos motivos, tais como: (i) a falta de terceiros interessados na aquisição dos ativos-alvo (i.e., falta de liquidez desses ativos); (ii) a eventual necessidade de adesão de terceiros interessados a instrumentos celebrados pelo fundo (como acordos de acionistas de sociedades investidas ou contratos com construtoras e incorporadoras); (iii) a necessidade de concordância de outros personagens envolvidos nos investimentos do fundo, como outros acionistas de sociedades investidas; e (iv) a possibilidade de que a liquidação de ativos-alvo represente uma violação de dispositivos contratuais celebrados entre o fundo e tais personagens.

Além disso, em determinados casos, o esgotamento de recursos líquidos pode ter ocorrido em razão de situações como a prorrogação do prazo de duração do fundo (conforme acima exemplificado). Nesses casos, houve justamente uma opção por se aguardar a maturação adequada do investimento, a fim de proporcionar aos cotistas um determinado retorno de seus investimentos. Se o fundo alienar ativos-alvo de maneira precipitada, possivelmente o fará por valor abaixo do pretendido, reduzindo, portanto, tais perspectivas de retorno do investimento.

Por conta desses e de outros fatores, existem casos em que a realização de aportes extraordinários de recursos pelos cotistas pode se mostrar mais vantajosa do que a decisão de liquidar parte dos ativos-alvo do fundo.

São diversos os cenários nos quais o administrador do fundo propõe ou requer a realização de novos aportes de recursos pelos cotistas, cada um com características próprias, inclusive no que diz respeito à obrigatoriedade de o cotista atender ao chamado e efetivamente desembolsar novos recursos em favor do fundo. Tal obrigatoriedade dependerá, ainda, do regime de limitação de responsabilidade do cotista no fundo em questão.

Passa-se agora, então, à análise de determinados cenários sobre esse tema.

---

em Empresas Emergentes (FMIEE). In: \_\_\_\_\_; VERSIANI, Fernanda Valle (Coord.). *Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 192).

#### **4.1. Aporte quando o patrimônio do fundo está negativo e os cotistas têm responsabilidade ilimitada**

Uma primeira hipótese na qual o cotista do fundo de investimento pode ser demandado à realização de aportes extraordinários verifica-se quando o fundo estiver com patrimônio líquido negativo.

Conforme acima mencionado, os fundos de investimento possuem natureza jurídica de condomínio, ainda que uma modalidade de condomínio especial. Em razão disso, salvo nos casos em que o regulamento do fundo estabelecer a limitação de responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas – nos termos do art. 1.368-D, inciso I, do Código Civil – as relações jurídicas mantidas pelo fundo refletirão, direta ou indiretamente, no patrimônio dos cotistas.

Além disso, a Instrução CVM nº 555/2014 prevê expressamente que os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, regra que é anterior à edição da Lei de Liberdade Econômica.

Após a regulamentação a ser editada pela CVM para disciplinar a limitação de responsabilidade dos fundos, é provável que essa obrigação passe a se aplicar apenas: (i) aos fundos que não prevejam (ou não possam prever) em seu regulamento a limitação de responsabilidade dos cotistas ao valor das cotas subscritas; e (ii) aos fatos ocorridos antes da alteração do regulamento que estabelecer a limitação de responsabilidade (quando for o caso).

Assim, verificando-se que o patrimônio líquido do fundo sem limitação de responsabilidade está negativo, seus cotistas serão demandados à realização de aportes para reposição de tal patrimônio, de modo que o fundo possa voltar a cumprir com as obrigações por ele assumidas e demais encargos. Não há, nessa hipótese, opção ao cotista de atender, ou não, ao requerimento de desembolso extraordinário, visto se tratar de disposição regulamentar à qual ele está submetido.

Há, nesse caso de patrimônio líquido negativo e responsabilidade ilimitada, verdadeira imposição normativa de desembolso por parte do cotista do fundo, cuja recusa poderia ensejar a utilização da via judicial para se exigir o cumprimento da obrigação pelo cotista inadimplente.<sup>32</sup> Tal cobrança poderia incluir, além do valor não aportado, eventuais perdas e danos incorridos pelo fundo e/ou seus demais cotistas em razão da impontualidade.

Importante reiterar que, como a limitação de responsabilidade não abarca fatos anteriores à sua inserção no regulamento do fundo, haverá certa dificuldade prática para verificação da origem das obrigações devidas pelo fundo que alterou seu regime de responsabilidade, caso este esteja com patrimônio líquido negativo. Isso porque, nesses casos, os cotistas somente poderão ser demandados a realizar aportes extraordinários para fazer frente a obrigações anteriores à adoção da responsabilidade limitada.

32 Sobre a obrigação de aportes no FIP por patrimônio líquido negativo, cf. MARTINS NETO, op. cit., p. 146-148.

## **4.2. Aporte quando o patrimônio do fundo está negativo e os cotistas têm responsabilidade limitada**

Um segundo cenário é semelhante ao acima analisado, mas resulta em conclusão diametralmente diversa. Trata-se da situação em que se verifica que o patrimônio líquido do fundo de investimento está negativo, porém os cotistas do fundo estão sujeitos ao regime de limitação de responsabilidade previsto no art. 1.368-D, inciso I, do Código Civil.

Nesse caso, conforme acima adiantado, entende-se inaplicável a regra do art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014, justamente porque a responsabilidade dos cotistas estará limitada ao “valor de suas cotas”.<sup>33</sup>

Assim, ainda que o patrimônio líquido do fundo esteja negativo, não será cabível exigir dos cotistas a realização de aportes adicionais, tendo em vista a limitação de responsabilidade que permeará o regime do fundo de investimento em questão.

Portanto, a verificação de patrimônio líquido negativo em fundo de investimento com limitação de responsabilidade dos cotistas é causa que pode dar ensejo à aplicação do instituto da insolvência civil ao fundo em questão. Somente o patrimônio afetado ao fundo estará ao alcance dos credores deste, de acordo com o procedimento de execução contra devedor insolvente, não havendo que se falar em responsabilidade subsidiária dos cotistas.

## **4.3. Aporte em razão da necessidade de caixa por parte do fundo**

No terceiro cenário, considera-se que o fundo de investimento possui patrimônio positivo. Entretanto, o fundo não possui caixa (i.e., recursos disponíveis) em montante suficiente para fazer frente às suas obrigações e arcar com seus encargos.

Nessas situações, entende-se que os cotistas não estão obrigados a fazer desembolsos adicionais em proveito do fundo, independentemente do regime de responsabilidade adotado. Seja para o fundo cujo regulamento preveja a limitação de responsabilidade dos cotistas, seja para o fundo que não contenha essa limitação, a regra será a mesma.

Sem prejuízo dessa conclusão, é possível que, a depender das especificidades do caso concreto e do fundo de investimento em questão (especialmente em se tratando de fundos estruturados), a realização de aportes extraordinários seja a opção mais vantajosa ao cotista.

Na linha do que já foi discutido, a alternativa aos aportes extraordinários para solução do problema de caixa dos fundos consiste na alienação de ativos-alvo, opção que, por diversos fatores, pode se mostrar demasiadamente onerosa ou, simplesmente,

<sup>33</sup> Na análise deste cenário, entende que as referidas cotas estão devidamente integralizadas. A situação de vinculação a compromisso de investimento ou cotas pendentes de integralização será analisada no Capítulo 4.4 abaixo.

te, inoportuna (quando, por exemplo, a alienação prematura dos ativos representar a redução da perspectiva de rendimento do investimento inicialmente realizado).

Existem diversas circunstâncias que podem levar à falta de caixa dos fundos de investimento, como eventual prorrogação do prazo de duração do fundo ou a contratação de prestadores de serviço cuja necessidade se originou de fatos ocorridos ao longo do desenvolvimento das atividades do fundo (contratação de advogados, alteração do gestor, custodiante ou auditor independente, dentre outros).

Pode ocorrer, até mesmo, de os envolvidos na estruturação do fundo terem simplesmente calculado mal o custo dos encargos devidos ao longo do prazo de duração do fundo. Em determinados tipos de fundos de investimento, como os FIPs, é comum que, em razão da imprevisibilidade do desenvolvimento de seus ativos-alvo, os cotistas sejam solicitados pela administradora à realização de aportes adicionais de recursos, evitando-se a liquidação dos ativos ilíquidos que constituem o objetivo central da política de investimentos do fundo.

Como, no entanto, os cotistas não estão obrigados à realização desses aportes originados da mera necessidade de caixa do fundo, a decisão de aportar, ou não, envolverá uma análise de risco-retorno e conveniência.

Caso os cotistas decidam por realizar aportes extraordinários – por entenderem, a partir de suas análises, que essa é a decisão mais vantajosa – o fundo poderá destinar os novos recursos ao custeio dos encargos, sem necessidade de liquidação dos ativos-alvo.

Sem dúvida, essa primeira escolha preserva os ativos-alvo do fundo, mas, sob a ótica do cotista, pode representar novos custos com um investimento que pode estar dando sinais de fragilidade. A falta de caixa pode decorrer de um sem número de motivos, não necessariamente ligados ao desempenho insatisfatório do investimento. Porém, pode ser um sinal de alerta sobre a capacidade de retorno do investimento realizado no fundo. Daí a necessidade de uma análise acurada para avaliar se faz sentido aportar mais recursos nesse fundo.

Se houver uma divergência no entendimento dos cotistas, alguns optando pela realização de novos aportes, enquanto outros se recusam a proceder dessa maneira, o cotista que decidir não desembolsar os valores terá sua participação no fundo diluída. Tal fato afeta diretamente direitos políticos desse cotista no fundo, como o exercício do voto (regra geral, as deliberações nos fundos são tomadas com base no número de cotas).

Por outro lado, na hipótese de prevalecer o posicionamento pela não realização de aportes extraordinários em um cenário de falta de caixa, o administrador do fundo de investimento se verá obrigado a liquidar parcelas dos ativos-alvo – ainda que por valor inferior ao que seria obtido caso se aguardasse a maturação total do investimento – sendo as quantias obtidas utilizadas para pagamento das dívidas. Com a reiterada repetição desse procedimento, o fundo poderá, até a data de seu encerramento, ter liquidada uma parcela significativa de seus ativos-alvo para pagamento de encargos, o que pode comprometer o investimento inicialmente realizado.



Ainda tratando da situação em que se opta por alienar parte dos ativos-alvo do fundo, é possível que tal alienação se mostre impraticável, em razão da iliquidez desses ativos ou da vinculação do fundo perante terceiros. Quando se está diante de FIPs ou FII's, por exemplo, seus ativos-alvo serão ações de companhia fechadas, imóveis ou outros semelhantes, podendo não ser tão simples encontrar um comprador ou se desvincular de contratos (como acordos de acionistas que restrinjam a alienação de ações da companhia investida).

Nessa situação, ainda assim os cotistas estariam desobrigados à realização de aportes adicionais? A resposta a esse questionamento deve ser afirmativa: os cotistas, qualquer que seja o regime de responsabilidade do fundo, não estarão obrigados à realização de aportes adicionais.

Como o fundo possui bens em seu patrimônio,<sup>34</sup> ainda que ilíquidos, caberá ao credor do fundo que não tem caixa para arcar com seus encargos promover as medidas necessárias para execução desses bens e satisfação de seu crédito, utilizando-se dos meios permitidos por lei para tanto (como a penhora de bens do patrimônio do fundo ou excussão de garantia eventualmente existente).

No caso do fundo que contenha limitação de responsabilidade do cotista, é simples chegar a essa conclusão, justamente porque o patrimônio do fundo é o único que poderá ser utilizado para pagamento de seus credores. Se as dívidas excederem a importância dos bens do fundo nos termos do art. 955 do Código Civil (o que não necessariamente ocorrerá), aplicar-se-ão as regras da insolvência civil.

Não obstante, no caso do fundo sem limitação de responsabilidade, a conclusão será a mesma, dada a existência de bens no patrimônio do próprio fundo. Conforme já esclarecido, a responsabilidade ilimitada do cotista é subsidiária, de forma que este somente poderá ser demandado uma vez esgotado o patrimônio do fundo. Apenas na hipótese de o patrimônio do fundo se esgotar sem o pagamento da totalidade de suas dívidas é que os atos executórios poderão ser direcionados ao patrimônio dos cotistas de responsabilidade ilimitada.

#### **4.4. Aporte nas hipóteses em que há vinculação a compromisso de investimento**

No regime do Direito Societário, distingue-se o momento no qual o acionista assume a obrigação de realizar o preço de emissão das ações por ele subscritas ("subscrição"), do momento no qual esse valor é efetivamente realizado (quando ocorre a "integralização").

Não necessariamente o acionista deverá realizar o preço das ações no momento em que estas são subscritas: tal prazo dependerá do que dispuser o estatuto social ou

<sup>34</sup> Novamente, é importante registrar que esse tópico se refere ao caso em que o fundo possui bens em seu patrimônio, vivenciando apenas um problema de caixa. Para os casos em que o fundo não possui bens em seu patrimônio, veja-se as conclusões alcançadas nos Capítulos 4.1 e 4.2 acima (a depender do regime de responsabilidade).

o boletim de subscrição, conforme o caso (art. 106 da Lei nº 6.404/1976). A subscrição e integralização do preço das ações, apesar de serem eventos relacionados, podem ocorrer em momentos distintos.

Se o estatuto social e o boletim de subscrição forem ambos omissos em relação ao prazo de integralização, aplicar-se-á o disposto no §1º do art. 106 da Lei nº 6.404/1976: caberá aos órgãos da administração proceder a chamadas de capital, mediante avisos publicados, fixando prazo para atendimento às chamadas pelos acionistas, nunca inferior a 30 dias da data da primeira publicação.

A possibilidade de permitir que a integralização do preço das ações ocorra em momento oportuno, a ser definido pela administração, é uma forma de adequar a realização de desembolsos às reais necessidades de caixa da companhia. Nas palavras de Marcelo Barbosa: "se a companhia não precisa imediatamente de todos os recursos do capital social, os fundadores ou controladores deixam à discrição da administração a oportunidade de chamar o capital subscrito em função das necessidades da companhia".<sup>35</sup>

Como a subscrição das ações consiste em manifestação de vontade irrevogável e irretratável,<sup>36</sup> o acionista que não realizar o preço das ações de acordo com as condições do estatuto social ou do boletim de subscrição ou, ainda, não atender às chamadas de capital, estará sujeito a penalidades (art. 106, §2º, da Lei nº 6.404/1976). O art. 107 da mesma Lei dispõe sobre as alternativas que a companhia tem em face do acionista em mora (o chamado "acionista remisso"), dentre elas a possibilidade de promover processo de execução dos montantes devidos.

No caso de encerramento das atividades da companhia por liquidação, o acionista que não integralizou o preço das ações pode ser demandado, pelo liquidante, à prática desse ato quando "o ativo não bastar para a solução do passivo" (art. 210, V, da Lei nº 6.404/1976). Entende-se que esse dispositivo se aplica também nos casos de falência da sociedade (afinal, trata-se de uma obrigação assumida em face da companhia, mas pendente de cumprimento).<sup>37</sup>

Embora não exista Lei disciplinando a subscrição e integralização das cotas de fundos de investimentos, a regulação editada pela CVM, aliada às práticas comumente adotadas no mercado, conferem ao tema tratamento semelhante àquele acima descrito para as sociedades anônimas.

Na maior parte dos fundos de investimento, o momento da subscrição e integralização das cotas ocorre simultaneamente (ou em um intervalo de tempo reduzido, necessário apenas para cumprimento das formalidades para que os recursos saiam da conta do subscritor e ingressem na conta destinada ao fundo). Essa é a regra nos fundos destinados ao público em geral (apelidados fundos de "varejo").

35 BARBOSA, Marcelo. Obrigações dos Acionistas. In: LAMY Filho, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Direito das Companhias*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 211.

36 COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de Direito Comercial*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. II, p. 137.

37 BARBOSA, Marcelo, *op. cit.*, p. 212-213.

Não obstante, nos termos do art. 27, parágrafo único, da Instrução CVM nº 555/2014, podem os cotistas de fundos fechados destinados exclusivamente a investidores qualificados assumir "compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com os prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso".

Como regra geral, essa possibilidade existe apenas em fundos destinados a investidores qualificados<sup>38</sup> ou profissionais.<sup>39</sup> Entretanto, alguns fundos estruturados permitem essa forma de integralização das cotas mesmo quando destinados ao público em geral, como no caso dos FIIs.<sup>40</sup>

Essa obrigação normalmente é assumida por meio da celebração de documento usualmente denominado "instrumento particular de compromisso de investimento".<sup>41</sup> Por meio deste, o cotista do fundo se compromete a integralizar cotas já subscritas, à medida que o administrador fizer chamadas de capital nesse

38 O conceito de investidor qualificado passou a ser disciplinado no art. 9º-B da Instrução CVM nº 539/2013, que assim dispõe: "Art. 9º-B São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados".

39 O art. 9º-A da Instrução CVM nº 539/2013 assim definirá o "investidor profissional": "Art. 9º-A São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes".

40 Nos termos da Instrução CVM nº 472/2008, a integralização das cotas de emissão do FII pode ocorrer à vista ou "em prazo determinado em compromisso de investimento" (art. 11, §4º), sendo este descrito como "documento por meio do qual o investidor se obriga a integralizar as cotas subscritas na medida em que o administrador do fundo fizer chamadas de capital, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento e no regulamento".

41 MARTINS NETO, op. cit., p. 144. Sem prejuízo dessa nomenclatura, as conclusões a seguir mencionadas serão as mesmas independentemente do instrumento por meio do qual o cotista se comprometer, em face dos demais, do próprio fundo ou de seu administrador, à realização de aportes. Pouco importa, assim, o *nomem juris* do instrumento celebrado.

sentido. Os procedimentos para realização das chamadas e seu atendimento constarão do instrumento celebrado e, possivelmente, do regulamento do fundo.

Os instrumentos de compromisso de investimento são muito utilizados para vincular os aportes às necessidades de recursos do fundo. Ou seja, havendo necessidade de aportes de recursos por parte do fundo, o administrador fará as chamadas de capital, que deverão ser atendidas pelos cotistas que estejam vinculados ao compromisso de investimento.

Como regra geral, a obrigação assumida é limitada a um teto (usualmente denominado "valor comprometido"), a partir do qual o cotista não pode mais ser compelido ao desembolso.

Nesses casos em que há compromisso de investimento assumido pelo cotistas de fundo de investimento e não tenha sido atingido o teto do valor comprometido, não há que se falar na recusa em atender às chamadas de capital realizadas pelo administrador do fundo (desde que, é claro, tais chamadas tenham sido realizadas em observância ao disposto no instrumento de compromisso).

Isso porque o cotista está vinculado ao compromisso contratual assumido. A recusa, obviamente, representaria hipótese de inadimplemento contratual. Essa conclusão aplica-se tanto aos casos em que há limitação de responsabilidade do cotista, quanto para aqueles em que a responsabilidade é ilimitada.

Ainda que a CVM não estabeleça sanção específica para o seu descumprimento, em se tratando de obrigação contratual, o cotista que descumpri-la ficará sujeito às sanções pactuadas no respectivo instrumento – que geralmente correspondem à multa sobre o valor comprometido e juros moratórios. Na mesma linha, o cotista poderá ser executado judicialmente para cumprimento da obrigação.

Por outro lado, tendo sido atingido o limite do valor comprometido, o cotista não poderá ser obrigado a atender novas chamadas de capital, uma vez que a obrigação por ele assumida por meio do compromisso de investimento já terá sido integralmente cumprida.<sup>42</sup>

## 5. Conclusões

O presente trabalho teve por objetivo analisar a obrigatoriedade de o cotista de fundo de investimento realizar aportes de recursos para arcar com encargos e obrigações relativos às atividades do fundo.

Na linha do exposto acima, a nova disciplina legal dos fundos de investimento introduzida pela Lei de Liberdade Econômica impactou o tratamento da matéria, especialmente em razão da possibilidade de limitação da responsabilidade do cotista do fundo e da aplicação das regras da insolvência civil.

42 Exceto, é claro, na hipótese de patrimônio líquido negativo, em se tratando de fundo sem limitação de responsabilidade dos cotistas, conforme acima já analisado.

As instruções editadas pela CVM para disciplinar os diferentes tipos de fundos de investimento estruturados permitem a aplicação de parte dos recursos dos fundos em ativos líquidos, de forma a permitir a formação de uma "reserva de liquidez" nesses veículos cujos investimentos-alvo podem ser de difícil liquidação ou desvinculação.

Não obstante, a falta de recursos líquidos pode decorrer de diversos fatores, a depender das características do fundo e ainda que sejam tomadas todas as cautelas.

Esgotados os recursos líquidos destinados aos encargos do fundo, abrem-se, em regra, duas opções de medidas a serem tomadas: liquidar os ativos-alvo (total ou parcialmente); ou solicitar a realização de aportes extraordinários de recursos por parte dos cotistas.

Com a adoção da primeira alternativa, os cotistas não irão desembolsar recursos para além daqueles que já foram aportados quando da integralização das cotas subscritas. Entretanto, muitas das vezes, a opção de liquidar ativos-alvo não se mostra vantajosa ao fundo ou aos seus cotistas, por diversos motivos, normalmente ligados a compromissos anteriormente assumidos pelo fundo ou a questões relacionadas ao retorno esperado do investimento realizado.

Assim, existem casos em que a realização de aportes extraordinários de recursos pelos cotistas pode se mostrar mais vantajosa do que liquidar parte dos ativos-alvo do fundo.

Conforme visto ao longo deste trabalho, diversos são os cenários nos quais o administrador do fundo propõe ou requer a realização de novos aportes de recursos, inclusive no que diz respeito à obrigatoriedade de atendimentos das chamadas realizadas por parte do cotista. As principais conclusões alcançadas nesses diferentes cenários podem ser sistematizadas da seguinte forma:

- I. um primeiro cenário no qual o cotista pode ser demandando à realização de aportes extraordinários verifica-se quando o fundo de investimento sem limitação de responsabilidade do cotista estiver com seu patrimônio líquido negativo. Não há, nesse caso, opção de atender, ou não, ao requerimento de desembolso extraordinário, em razão do disposto no art. 15 da Instrução CVM nº 555/2014;
- II. ainda em relação ao primeiro cenário, haverá certa dificuldade prática para verificação da origem das obrigações devidas pelo fundo que alterou seu regime de responsabilidade do cotista (passando a limitá-la) e estiver com patrimônio líquido negativo. Isso porque, nesses casos, os cotistas somente poderão ser demandados a realizar aportes extraordinários para fazer frente a obrigações anteriores à adoção da responsabilidade limitada;
- III. em um segundo cenário, o fundo de investimento verifica patrimônio líquido negativo, mas há limitação de responsabilidade dos cotistas. Nessa situação, nada poderá ser exigido dos cotistas, cuja responsabilidade estará limitada ao "valor de suas cotas". Devem ser aplicadas em face do fundo, portanto, as regras da insolvência civil (execução contra devedor insolvente);
- IV. no terceiro cenário, considera-se que o fundo de investimento possui patrimônio líquido positivo, mas não possui caixa (recursos disponíveis) para fazer

frente aos seus encargos e obrigações. Nesses casos, entende-se que os cotistas não estão obrigados a desembolsos adicionais em proveito do fundo, independentemente do regime de responsabilidade dos cotistas adotado;

- V. a conclusão acima se mantém ainda que a liquidação dos ativos do fundo seja difícil, dadas as características do ativo em questão. Como o fundo possui bens em seu patrimônio, ainda que ilíquidos, cabe ao credor promover as medidas necessárias para execução desses bens e satisfação de seu crédito, utilizando-se os meios permitidos por lei. No fundo sem limitação de responsabilidade, o cotista somente poderá ser demandado de forma subsidiária, após esgotados os bens do fundo sem satisfação da totalidade de seus credores; e
- VI. finalmente, um quarto cenário trata do caso em que o acionista do fundo está vinculado a compromisso de investimento. Em sendo realizadas chamadas nos termos do compromisso e não tendo sido atingida a totalidade do valor comprometido pelo cotista, este deverá atender às chamadas, sob pena de inadimplemento de obrigação contratual (e independentemente do regime de responsabilidade do cotista do fundo).

## 6. Bibliografia

ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Indústria de fundos alcança R\$ 5 trilhões de patrimônio líquido. Notícias. São Paulo, 18/07/2019. Disponível em <[https://www.anbima.com.br/pt\\_br/noticias/industria-de-fundos-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/industria-de-fundos-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm)>.

BARBOSA, Marcelo. Obrigações dos Acionistas. In: LAMY Filho, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Direito das Companhias. 2. ed., Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CAMPINHO, Sérgio. O Direito de Empresa à Luz do Código Civil. 13. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. Regime Jurídicos dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. 17ª ed., São Paulo: Saraiva, v. I, 2013.

\_\_\_\_\_. Curso de Direito Comercial. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2014. v. II.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. The Economic Structure of Corporate Law. Harvard University Press: Cambridge, 1996.

FREITAS, Bernardo Vianna. Fundos de Investimento em Participações (FIP) e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE). In: \_\_\_\_\_; VERSIANI, Fernanda Valle (Coord.). Fundos de Investimento: aspectos jurídicos, regulamentares e tributários. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

FREITAS, Ricardo de Santos. Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

GONÇALVES, Oksandro. Os princípios gerais do direito comercial: autonomia patrimonial da pessoa jurídica, limitação e subsidiariedade da responsabilidade dos sócios pelas obrigações sociais. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo, v. 58, p. 183, out./dez. 2012.

MARTINS NETO, Carlos. A responsabilidade do cotista de fundo de investimento em participações. Rio de Janeiro: Almedina, 2017.

MOREIRA, José Carlos Barbosa. O novo processo civil brasileiro: exposição sistemática do procedimento. 29. ed. Rio de Janeiro, Forense, 2012.

OLIVA, Milena Donato. Indenização devida "Ao Fundo de Investimento": Qual quotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano? Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 904, p. 73-96, fev. 2011. (versão eletrônica).

RENTERIA, Pablo. A reforma dos fundos de investimentos no Projeto de Lei de Conversão 17/2019. Jota, 20/08/2019. Disponível em: <[https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-lei-de-conversao-no-17-2019-20082019#\\_ftn1](https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/a-reforma-dos-fundos-de-investimentos-no-projeto-de-lei-de-conversao-no-17-2019-20082019#_ftn1)>.

SABIÃO, Thiago Moreira de Souza; TEIXEIRA Tarcísio. Reflexões sobre a importância da limitação da responsabilidade nas Sociedades Limitadas. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 19, p. 39-64, out. 2016.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. Código Civil Interpretado conforme a Constituição da República. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, v. II, 2012.

THEODORO JÚNIOR, Humberto. Curso de Direito Processual Civil. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, v. II, 1996.

VASCONCELOS, Gabriel. Presidente da CVM diz que haverá regulação sobre limitação de responsabilidade de cotistas de fundos. Valor Investe, 31/07/2020. Disponível em: <<https://valorinveste.globo.com/produtos/fundos/noticia/2020/07/31/presiden>>

*Mauricio Moreira Mendonça de Menezes*  
*Nicholas Furlan Di Biase*  
*Paula Morais Borges de Souza*

te-da-cvm-diz-que-haver-regulao-sobre-limitao-de-responsabilidade-de-cotistas-de-fundos.ghtml>.

VIO, Daniel de Avila. Comentário Geral Art. 1.368-C. In: FILHO, Alexandra Jorge Carneiro da Cunha et al. *Lei da Liberdade Econômica Anotada*. São Paulo: Quartier Latin, 2020.

XAVIER, Luciana Pedroso; SANTOS-PINTO, Rafael. Art. 7º. Fundos de Investimento. Art. 1.368, C, D e E. In: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JR., OTAVIO LUIZ; LEONARDO, Rodrigo Xavier. *Comentários à Lei de Liberdade Econômica*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.