

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 23

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Julho / Dezembro de 2018

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

EDITORES: Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto, Nicholas Furlan Di Biase e Viviane Perez.

PARECERISTAS DESTE NÚMERO: Bruno Valladão Guimarães Ferreira (PUC-Rio), Gerson Branco (UFRGS), Fabrício de Souza Oliveira (UFJF), Vinicius Figueiredo Chaves (UFRJ), Maíra Fajardo Linhares Pereira (UFJF), Sergio Negri (UFJF) e Uinie Caminha (UNIFOR).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 23 (julho/dezembro 2018)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicado no segundo semestre de 2020.

INCORPORAÇÃO DE AÇÕES E GARANTIA DE COTAÇÃO¹

ACQUISITION AND SHARE PRICE GUARANTEE

Marcelo Vieira von Adamek

Resumo: Nas negociações que antecedem uma operação de M&A, é comum que os acionistas da sociedade alvo exijam alguma garantia do benefício econômico que esperam auferir. No entanto, procurou-se exigir essa garantia em alguns casos recentes, não mediante um ajuste na relação de troca de ações (pelo qual os antigos acionistas da sociedade alvo passam a titular um percentual maior de ações na companhia adquirente em caso de variação do preço destas), mas mediante a promessa de pagamento, pela sociedade adquirente, da diferença entre o preço pelo qual os antigos acionistas da sociedade alvo efetivamente conseguissem alienar suas novas ações no mercado e um preço mínimo previamente ajustado – isto é, mediante uma garantia da cotação das ações à custa da companhia adquirente. Nesses casos, surgem alguns problemas relacionados a um princípio fundamental do direito societário, que está por detrás de inúmeras regras voltadas à proteção de interesses dos acionistas (especialmente minoritários) e dos credores sociais: o princípio da vinculação patrimonial, segundo o qual o patrimônio da sociedade não pode refluir para os sócios senão nas hipóteses taxativamente previstas em lei. Por meio de uma discussão sobre esse princípio, este artigo se propõe a demonstrar como a garantia da cotação das ações de uma sociedade adquirente (por exemplo, incorporadora) é ilegal no direito brasileiro vigente.

¹ Artigo recebido em 25.09.2020 e aceito em 15.11.2020.

Palavras-chave: Fusões e aquisições. Vinculação patrimonial. Garantia de cotação. Incorporação de ações.

Abstract: In negotiations preceding an M&A transaction, it is common for target company's shareholders to demand some guarantee of the economic benefit they expect to receive. However, in some recent cases, this guarantee was required not through an adjustment in the share exchange ratio (whereby target company's shareholders receive a higher percentage of shares in the event of a share price variation), but rather through a promise of payment, by the acquiring company, of the difference between the price at which the target company's shareholders would be able to sell their new shares on the market and a previously adjusted minimum price – in other words, through a share price guarantee at the expense of the acquiring company. In such cases, some problems arise concerning a fundamental principle of corporate law underlying numerous rules that protect the interests of shareholders (especially of minority shareholders) and of corporate creditors: the principle of asset retention, according to which the company's assets can flow back to the shareholders only in the cases specifically provided for by law. Through a discussion on that principle, this paper aims to demonstrate why the share price guarantee in an M&A agreement is illegal under current Brazilian law.

Keywords: Mergers and acquisitions. Asset retention. Share price guarantee. Acquisition.

Sumário: Introdução: enunciação do problema e os seus contornos. 1. O regime jurídico da vinculação patrimonial no direito acionário e a proibição de atribuições patrimoniais a acionistas fora dos casos autorizados em lei. 2. A ilegalidade da garantia de cotação de ações concedida a benefício de acionistas da sociedade incorporada: a invalidade da estipulação e o dever de restituição dos valores recebidos da companhia.

Introdução: enunciação do problema e seus contornos.

O problema, a que nos propomos a analisar nas linhas seguintes, pode ser enunciado nos seguintes termos: “em operações de incorporação de ações, é válida a inserção de cláusula de garantia de cotação mínima (ou preço mínimo), por meio da qual a incorporadora obriga-se a efetuar, exclusivamente a acionistas controladores da incorporada, o pagamento da diferença entre o valor pelo qual ditos acionistas vierem a alienar as suas ações a terceiros, de um lado, e a cotação fixada no contexto da cláusula de garantia de cotação, de outro, dentro dos períodos de garantia ajustados?”

Estranhável que seja cogitar de uma tal hipótese, fato é que com ela já nos deparamos em caso concreto – aqui lembrado apenas para ilustrar o problema –, no qual a cláusula de garantia de cotação de ações (*Kursgarantie*) foi estipulada inicialmente no acordo de incorporação de ações (LSA, art. 252), com a seguinte conformação:

1.2. Participação dos Acionistas Delta no capital social da Companhia. As Partes acordam que, em razão da implementação da Operação, serão emitidas 30.000.000 (trinta milhões) de novas ações ordinárias, escriturais e sem valor nominal pela Companhia (“Novas Ações”), equivalentes, após tal aumento de capital, a 22,3% do capital social da Companhia. As Novas Ações serão atribuídas aos Acionistas Delta na proporção indicada no Anexo 1.2, deste Acordo de Incorporação, em substituição à totalidade das ações de emissão da Delta por eles detidas nesta data, as quais passarão a ser detidas pela Companhia.

1.3. Relação de Substituição. Em razão do disposto acima, os Acionistas Delta receberão 1,5 (uma e meia) Novas Ações para cada 1 (uma) ação ordinária, nominativa e sem valor nominal de emissão da Delta. A relação de substituição das ações

de emissão da Delta pelas Novas Ações foi determinada em negociações entre as administrações da Companhia e da Delta, levando em consideração os resultados financeiros da Delta e da Abc Produtos, os ativos de cada uma das companhias, o nível de endividamento e a garantia de preço mínimo dada pela Abc Produtos aos acionistas da Delta nos termos da Cláusula XI deste Acordo de Incorporação. [...]

XI. Cláusula Décima Primeira – Garantia de Preço Mínimo.

11.1. Garantia de Preço Mínimo. A relação de troca das ações de emissão da Delta por Novas Ações estabelecida na Cláusula I deste Acordo de Incorporação foi estabelecida considerando-se um preço mínimo estimado da totalidade das ações de emissão da Delta nesta data pelo valor total de R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), ou R\$ 1,00 (um real) por ação de emissão de Delta.

11.1.1. Desta forma, caso ao final do prazo de (a) 3 (três) anos contados da data da aprovação da incorporação pela assembleia geral de acionistas da Companhia – em relação às Novas Ações, com exceção das Ações Vinculadas –, qualquer dos Controladores Delta tenha, de boa-fé, alienado Novas Ações (menos as Ações Vinculadas) por este recebidas quando da Implementação da Incorporação, e/ou (b) 5 (cinco) anos contados da data da aprovação da Incorporação pela assembleia geral de acionistas da Companhia – em relação às Ações Vinculadas –, qualquer dos Controladores Delta tenha, de boa-fé, alienado Ações Vinculadas, e o preço bruto médio de venda por Nova Ação alienada por tal Controlador Delta em

qualquer dos períodos (a) e (b) desta Cláusula 11.1.1 tenha sido inferior a R\$ 1,00 (um real), a Companhia pagará a tal Controlador Delta o valor equivalente (1) à *diferença* entre (i) o preço bruto médio por Nova Ação alienada por este no período em questão (observado o cronograma previsto na Cláusula X acima) e (ii) R\$ 1,00 (um real) (2) *multiplicada pelo* número de Novas Ações alienadas por tal Controlador Delta no período em questão (observado o cronograma previsto na Cláusula X acima) (“Preço Garantido”).

Dita garantia foi, ademais, repetida no “protocolo e justificção de incorporação das ações”, aprovado por ambas as sociedades.

Certo ou errado, naquele caso a garantia de cotação mínima – estipulada no contexto da relação de substituição das ações negociada entre as administrações das companhias “com base na expectativa de que as ações de emissão da Abc Produtos serão, após a Incorporação de ações e apropriação dos benefícios delas decorrentes, negociadas no mercado a um preço igual ou superior a R\$ 1,00 (um real)” (cf. item X.3.iii do protocolo) – foi estruturada para servir como um benefício, uma espécie de “seguro”,² às expensas de todos os acionis-

2 Da análise dos documentos então apresentados, era evidente que garantia de cotação ostentava conformação negocial que a arredava da mera função de ajuste do fator de substituição e, muito mais, a timbrava como bônus ou seguro garantia em favor apenas dos antigos acionistas da incorporada, mas às custas da incorporadora, visto que: (i) de partida, a garantia foi concedida com a projeção de valor (R\$ 1,00) já superior àquela pela qual os títulos estavam sendo negociados (R\$ 0,96); ademais, (ii) nela se contemplou um critério temporal variável, em função da vinculação ou não das ações a acordo de acionistas, estranho a um mero ajuste de fator de substituição (eis que, fosse ajuste em sentido próprio, ser ou não signatário do acordo de acionistas haveria de ser em si dado irrelevante); além disso, (iii) a garantia, uma vez concedida, positivou tratamento diferenciado entre acionistas da mesma classe (LSA, art. 109, § 1º), na exata medida em que apenas os acionistas da incorporada é que são por ela beneficiados, mas não os da Incorporadora, e, além disso, criou uma indesejável situação de relativa indiferença daqueles para com os resultados da empresa (sobre o ponto, *Cf.* com proveito: DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do capital social: noção, princípios e funções*. Coimbra: Coimbra Editora, 1998. N. 6.2, p. 108). Sobretudo, porém, a garantia não ostentava os traços

tas da companhia, e não apenas dos controladores da incorporadora, a privilegiar, porém, somente os acionistas da incorporada, da seguinte forma: (i) se no período de referência a cotação projetada para as ações da incorporadora viesse a se confirmar, nada seria devido por esta aos antigos acionistas da incorporada; mas (ii) caso contrário, ao invés de realizar um ajuste na relação de substituição – para que os antigos acionistas da incorporada passassem a titular um percentual maior de ações na incorporadora e os desta, conseqüentemente, um percentual menor, em função da diluição –, os acionistas da incorporada, e só estes, receberiam certos valores da incorporadora. E mais: o ônus de tal garantia não recairia apenas sobre os acionistas controladores da incorporadora, mas seria diluído entre todos os acionistas, prejudicando assim também os minoritários.

Pois bem. Ilustrado assim o problema, vejamos o seu equacionamento.

De partida, vale anotar que, ainda quando se reconheça que a incorporação de ações é operação societária a envolver duas companhias³ e nela a relação de troca, ou substituição, das ações possa ser

de real fator de ajuste porque (iv) para deflagrar o pagamento, não se considerava a causalidade da queda de cotação: a queda de cotação das ações da incorporadora no período de garantia pode nem ser imputável a ela ou a seus acionistas, pode ser circunstância fortuita decorrente da incorporação, das vicissitudes da economia ou mesmo de uma má apreciação que o mercado faça da adjunção das empresas, e ainda assim, de acordo com o que foi convencionado, os pagamentos seriam em tese devidos. Ora, nas situações por último figuradas, nas quais não existe causalidade alguma, qual o sentido de beneficiar apenas os acionistas da incorporada ou de funcionar independentemente dos motivos que levaram à oscilação negativa de valores de cotação? A única explicação é: porque se cuidava de seguro ou bônus, e nada mais. De toda forma, fosse um real fator de ajuste (que a rigor implicaria na redistribuição percentual das ações entre as partes, de lado a lado), isso em nada impactaria as conclusões expostas no texto, pois ainda assim continuaria a ser uma atribuição patrimonial concedida pela sociedade (incorporadora) a acionistas (ex-acionistas da incorporada) e em favor de acionistas (da incorporadora, que continuariam a titular a mesma fração do capital social).

3 Cf.: XAVIER, Alberto. Incorporação de ações: natureza jurídica e regime tributário. In: ARA-GÃO, Leandro Santos de; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de (Coord.). *Sociedade anônima: 30 anos da Lei 6.404/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2007. p. 127; e LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S/A*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 561.

livremente negociada entre as partes, porquanto não há exigência ou determinação especial de aplicação de critérios rígidos e inflexíveis para a sua justa determinação,⁴ ainda assim, é evidente e inegável que essa liberdade de modelagem negocial (*Gestaltungsfreiheit*) há de ser exercida dentro dos limites dados pelo sistema jurídico e, no que aqui interessa, com integral respeito às regras cogentes preordenadas a tutelar a posição jurídica dos credores sociais e, antes de tudo, das próprias companhias envolvidas.⁵ Ou, de acordo com as sempre lúcidas e precisas palavras de José Luiz Bulhões Pedreira:

A relação de substituição é matéria negocial, mas a liberdade de contratar é limitada (a) pelos deveres do acionista controlador e (b) pelo princípio da realidade do capital social.⁶

Segue-se daí que, ao se conceder aos acionistas da incorporada garantia de cotação de ações – paga às custas do patrimônio da incorporadora – viola-se, de chapa, o regime de vinculação patrimonial.

4 Cf.: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A*, 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. IV, p. 293; _____. Incorporação de ações: aspectos polêmicos. In: WARDE JR., Walfrido Jorge (Coord.). *Fusão, cisão, incorporação e temas correlatos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 90-91; e _____. Incorporação de ações: natureza jurídica e principais características. In: CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. *Estudos de direito empresarial*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 87-88; e KALANSKY, Daniel. *Incorporação de ações: estudo de casos e precedentes*. São Paulo: Saraiva, 2012. n. 3.1, p. 84-85 (com o registro de que “a liberdade convencional prevista em lei não poderá ser utilizada para praticar qualquer tipo de ilegalidade para obter vantagem com a operação”).

5 De igual modo, o aumento de capital na incorporadora, decorrente da versão das ações da incorporada, é aumento atípico (Cf.: PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de capital das sociedades anônimas*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012. n. 23, p. 107-108), por ser ato complementar e necessário da operação, no qual a subscrição das ações se dá pelos administradores da incorporada, independentemente da vontade individual dos acionistas desta; mas, em qualquer caso, também deve respeitar as regras cogentes que visam “resguardar o princípio da realidade do capital social, essencial à preservação dos interesses dos credores da companhia incorporadora” (Cf.: EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A*, 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. IV, p. 295).

6 PEDREIRA, José Luiz Bulhões. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (Coord.). *Direito das companhias*, Rio de Janeiro: Forense, 2009. v. II, § 495, n. 6, p. 1.997.

nial, na exata medida em que, por meio da estipulação questionada, se assegura a certos e determinados acionistas atribuições patrimoniais fora das hipóteses autorizadas em lei ou do regular processo de apuração e distribuição de lucros em balanço, o que, em última análise, configura ainda uma ilegal restituição de aporte e, pois, uma ofensa ao princípio da realidade do capital social.

Antes de aprofundar na explicação dessa conclusão, cumpre previamente esclarecer, em homenagem à clareza da exposição, no que consiste o regime jurídico da vinculação patrimonial (*Vermögensbindung*) das sociedades – tema esse ainda muito pouco estudado de maneira sistemática no direito brasileiro, embora já tenha sido destrinchado no direito alemão, e que congrega não só as tradicionais regras sobre capital social, mas, em última análise, todas as demais normas que disciplinam as atribuições patrimoniais entre sócios e sociedade. E que, ao amalgamá-las, melhor explica a razão subjacente a estes vários institutos. Vejamos, pois.

1. O regime jurídico da vinculação patrimonial no direito acionário e a proibição de atribuições patrimoniais a acionistas fora dos casos autorizados em lei.

Embora não seja privativo das sociedades anônimas (e das sociedades limitadas), o tema da vinculação patrimonial ganha frente a estas especial relevo, diante da bem evidente circunstância de que, diferentemente do que sucede nas típicas sociedades de pessoas – onde, em caráter subsidiário, o cumprimento das obrigações sociais encontra nos patrimônios de todos ou alguns dos sócios a garantia suplementar (CC, arts. 1.023, 1.039, 1.045, 1.091 e 1.095, § 2º) –, nas sociedades anônimas esta garantia repousa primordialmente no patrimônio social (CC, art. 391; e CPC, art. 789).

Assim é porque as sociedades anônimas constituem a personalização objetiva de um patrimônio;⁷ são pessoas jurídicas (CC, art.

7 O registro é de Fábio Konder Comparato (A constituição da reserva de lucros a realizar e

44, II), dotadas de personalidade jurídica própria, com autonomia patrimonial absoluta:⁸ “o capital divide-se em ações, obrigando-se cada sócio ou acionista somente pelo preço de emissão das ações que subscrever ou adquirir” (CC, art. 1.088; e LSA, art. 1º).

As regras do regime jurídico da vinculação patrimonial – tradicionais no direito europeu continental⁹ e, em boa parte, desconhecidas em países da common law¹⁰ – *preocupam-se com a constituição* do patrimônio social (*Kapitalaufbringung*) e com a sua *manutenção* (*Kapitalerbhaltung*), sempre estritamente *afetado* à realização dos seus fins específicos.¹¹ Essa vinculação, como bem se observou, “mar-

o dividendo obrigatório. In: _____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense. 1981, p. 148).

8 A rigor, a autonomia patrimonial constitui corolário lógico e necessário da personalidade jurídica, segundo bem observou A. Ferrer Correia: “Pode haver autonomia patrimonial sem personalidade, mas não esta sem aquela” (CORREA, Ferrer. Lições de direito comercial. *reprint*. Lisboa: Lex, 1994. n. 29, p. 240) e assim é porque “se a sociedade não tiver bens que respondam com autonomia pelas dívidas relacionadas com o seu comércio, e antes aquilo a que chamamos os bens da sociedade estiver afetado indistintamente, com o restante do patrimônio dos sócios, ao cumprimento das obrigações destes e ao daquelas assumidas no desenvolvimento das operações sociais – decerto não a poderemos conceber como dotada de capacidade para a si mesma se vincular” (CORREA, loc. cit.).

9 Cf.: WIEDEMANN, Herbert. *Gesellschaftsrecht*, Band I: *Grundlagen*. München: C. H. Beck, 1980, § 10 IV 1, p. 558; e HIRTE, Heribert. *Kapitalgesellschaftsrecht*. 6. ed. Köln: RWS Verlag, 2009, § 5.18, p. 302. No processo europeu de unificação legislativa, as regras do direito alemão influenciaram fortemente a 2ª Diretiva (77/91/CEE) do Conselho da Comunidade Econômica Europeia e foram, ao depois, incorporadas ao direito interno dos vários Estados-membros.

10 É o que observa o emérito jurista Herbert Wiedemann: “O meio jurídico anglo-americano desconhece o instituto do patrimônio vinculado” (WIEDEMANN, Herbert, op. cit., p. 558; no original: “*Der anglo-amerikanische Rechtskreis kennt das Institut des gebundenen Vermögens nicht*”). Cf. ainda: DOMINGUES, Paulo de Tarso. Capital e patrimônio sociais, lucros e reservas. In: COUTINHO DE ABREU, J. M. (Coord.). *Estudos de direito das sociedades*. 11. ed. Coimbra: Almedina, 2013. N. 1, p. 52-53.

11 Heribert Hirte observa que, “do ponto de vista do seu conteúdo, é característico para o sistema do capital-garantia fixo: a obrigação ou o mandamento para a realização de um determinado capital social (mínimo) inicial, ou em dinheiro ou por meio de bens reais (o dever de realizar a entrada); de outro, a proibição de (1) deixar refluir, aberta ou dissimuladamente, (2) aos sócios, o patrimônio assim constituído” (HIRTE, Heribert. *Kapitalgesellschaftsrecht*, p. cit., § 5, n. 5.19, p. 303); no original: “*In inhaltlicher Hinsicht kennzeichnend ist für das System des*

ca de forma concludente a natureza da sociedade anônima como sociedade de capital e é o preço pela limitação de responsabilidade do acionista”.¹²

Do ponto de vista de *constituição* do patrimônio social, sobressaem o dever de contribuição (ou dever de realizar as entradas) – elemento constitutivo do contrato de sociedade (CC, art. 981) e do qual, por isso, nenhum membro pode ser isentado – e as correlatas regras sobre a formação do capital social, em especial as que asseguram “(i) que o capital, uma vez subscrito, será integralizado (LSA, arts. 80, I e III, e 81, 106, 107, 108, 210, V; CC, arts. 1.004, 1.052 e 1.103, V; e LRF, art. 82) e que, portanto, aquilo que os sócios prometeram realizar, ao subscrever as quotas ou ações em que se divide o capital social, será efetivamente aportado, na forma prometida; (ii) que a integralização corresponda, efetivamente, à cifra nominal em dinheiro declarada como capital no contrato de sociedade, ainda quando a integralização se dê através da conferência de bens ou direitos (LSA, arts. 8º e 10; e CC, art. 1.055, § 1º)”¹³ (= princípio da exata formação ou da realidade do capital social).

De outro lado, “a contrapartida da contribuição para o capital social (*Kapitalaufbringung*)” – explica Heribert Hirte – “constitui a manutenção do capital (*Kapitalerhaltung*). Ela significa a *proibição de deixar refluir para os sócios, de forma aberta ou oculta, o patrimônio realizado de acordo com as normas sobre a formação de capital*”.¹⁴

festen Garantiekapitals: die Verpflichtung oder das Gebot zur Aufbringung eines bestimmten (Mindest-) Grund- bzw. Stammkapitals entweder in bar oder in Form von Sachwerten (die Einlageverpflichtung); zum anderen das Verbot, dieses so aufgebrauchte Vermögen offen oder verdeckt (1) an die Gesellschafter (2) zurückfließen zu lassen”.

12 SERVATIUS, Wolfgang; WACHTER, Thomas (Coord.). *Kommentar zum Aktiengesetz* Köln. RWS Verlag, 2011, § 57, n. 1, p. 354 (no original: “*Sie prägt entscheidend das Wesen der AG als Kapitalgesellschaft und ist der Preis für die Haftungsbeschränkung der Aktionäre*”).

13 FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N; e VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Da invalidade da deliberação assemblear contrastante com as regras de fixação do preço de emissão de ações (LSA, art. 170, § 1º), *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 51, n. 161-162, p.17-37, jan./ago. 2012, e, com análogo registro, em A proteção aos credores e aos acionistas no aumento de capital, *RAASP, São Paulo*, v. 96, n. 34-35, 2008.

Dentre as regras sobre *manutenção* do patrimônio social destacam-se aquelas que, no entendimento da doutrina, conformam o princípio da intangibilidade do capital (LSA, arts. 189, 193 e 201; CP, art. 177, § 1º, VI; e CC, arts. 1.009 e 1.059) e, por esse modo, asseguram que “as contribuições dos sócios, correspondentes à integralização, somente poderão ser utilizadas na atividade social, não podendo ser a eles devolvidas senão, em princípio, na liquidação da sociedade (LSA, art. 210, IV; e CC, art. 1.103, IV), ou, então, nas hipóteses expressamente previstas na lei (LSA, arts. 45 e 174; e CC, arts. 1.031, § 1º, 1.082, II, e 1.084)”.¹⁵

Mas, note-se bem, não são só estas: há diversas outras regras inspiradas pelo propósito de manter o patrimônio social *afetado* à companhia, pouco importando a situação do patrimônio líquido. São exemplos de tais regras – que miram, antes de tudo, a preservação do patrimônio, e não só do capital social – as seguintes: (i) a regra que proíbe a prática de atos de liberalidade pela administração e só os autoriza em caráter excepcional e em valores módicos (LSA, art. 154, § 2º, *a*),¹⁶ o que demonstra a indisponibilidade relativa do patrimônio até mesmo para os sócios; (ii) a regra que nos grupos de fato exige que as operações entre as sociedades agrupadas sejam realizadas sob condições estritamente comutativas ou com pagamento compensatório adequado (LSA, art. 245), para evitar que, mesmo nas relações

14 HIRTE, Heribert, op. cit., § 5, n. 5.74, p. 330 (no original: “*Das Gegenstück zur Kapitalaufbringung bildet die Kapitalerhaltung. Sie bedeutet das Verbot, das nach Maßgabe der Kapitalaufbringungsvorschriften aufgebrauchte Vermögen offen oder verdeckt an die Gesellschafter zurückfließen zu lassen*”).

15 FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N.; e VON ADAMEK, Marcelo Vieira, op. cit., p. 35.

16 A vinculação patrimonial está na raiz da regra, segundo bem anota Erasmo Valladão A. e N. França: “Tal proibição encontra fundamento no fato de que os bens sociais devem ser utilizados para a realização da atividade que constitui o objeto da companhia e para a consecução de sua finalidade, que, como a de toda sociedade, mormente a de uma companhia, é a de produzir lucros para distribuição entre os seus sócios” (FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N. Competência do Conselho de Administração para autorizar a doação de bens ou serviços pela companhia. In: _____. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009. p. 319).

entre sociedades controladora e controladas, ou coligadas, haja atribuições patrimoniais indiretas a sócios ou quebra do princípio de vinculação patrimonial; (iii) regra que prevê a indenizabilidade do dano individual indireto do acionista (LSA, art. 159, § 7º),¹⁷ justamente para que o patrimônio social não reste desfalcado e reflua para os sócios; (iv) regras que vedam sejam as ações tomadas em penhor em favor da companhia (LSA, art. 30, § 3º; e CP, art. 177, § 1º, V) e que só em caráter excepcional admitem negócios da companhia com as próprias ações (LSA, art. 30, § 1º) ou participações recíprocas (LSA, art. 244); (v) regra que estipula que o patrimônio social, fora das hipóteses de partilha de lucros ao término do exercício, só será restituído aos acionistas ao fim do processo de liquidação (LSA, art. 210, IV, 2ª parte); (vi) regra que impõe a obrigatória formação de reservas legais (LSA, art. 193) e, portanto, em geral não permite sequer que a totalidade dos resultados seja objeto de distribuição – e, pois, de disposição; e, de forma central, (vii) as regras que preveem o direito dos acionistas a auferirem atribuições patrimoniais da sociedade apenas depois de formalmente apurados e distribuídos os lucros em balanço (LSA, arts. 132, II, 201 e 204).¹⁸

Daí se vê que, embora o legislador pátrio não o tenha enunciado expressamente, o princípio de vinculação patrimonial constitui o cerne das sociedades anônimas e resulta, sem mais, da análise sistemática da lei.

É por isso, aliás, que a esclarecida doutrina alemã tem anotado, de forma iterativa, que, mais do que a intangibilidade do capital, o que há, mais propriamente, é a intangibilidade do patrimônio:

17 Também não é por outra razão que a doutrina considera inválido o pacto, inserto em contrato de transferência de participações societárias, pelo qual os adquirentes se comprometem a não processar os antigos sócios-administradores por danos causados à sociedade (Cf.: BONELLI, Franco. *Gli amministratori di S.p.A. dopo la riforma delle società*. Milano: Giuffrè, 2004. p. 198).

18 Para a análise de várias outras regras inspiradas por este mesmo propósito, é proveitosa a consulta à obra de Philomeno J. da Costa (*Anotações às companhias*. São Paulo: RT, 1980. v. I, p. 143-146).

<p>“An der Vermögensbindung nehmen nicht nur die im Zusammenhang mit Gründung oder Kapitalerhöhung erbrachten Einlagen des Gesellschafter teil, sondern alles Vermögen, was aus den Mitteln der AG geschaffen worden ist, und zwar ohne Rücksicht auf die Höhe des Stammkapitals oder der Reserven”¹⁹ (Harm Peter Westermann).</p>	<p>“Da vinculação patrimonial não fazem parte, portanto, apenas as entradas dos sócios, dadas quando da constituição ou do aumento do capital, mas todo o patrimônio que tenha sido criado com os meios da S/A, e isto sem qualquer atenção quanto ao montante do capital social ou das reservas”¹⁹ (Harm Peter Westermann).</p>
<p>“Darüber hinaus darf nur der in der Bilanz ausgewiesene Gewinn an die Aktionäre verteilt werden. Die herrschende Lehre (BGHZ 90, 381, 386 (BuM/WestLB); OLG Frankfurt AG 1996, 324; KG NZG 1999, 161; Flume, Allg. Teil I/2, 285; K. Schmidt, GesR § 29II2a; KölnKommAktG/ Lutter § 57, Rn. 2; GroßkommAktG/ Henze § 57 Rn. 8) versteht diese Vorschriften seit langem im Sinn einer Bindung des gesamtem Vermögens und nicht nur des Grundkapitals an die Gesellschaft. Aus dem Gesellschaftsvermögen dürfen keinerlei Leistungen an die Aktionäre gewährt werden mit Ausnahme des auf sie entfallenden Anteils am ordnungsgemäß festgestellten Jahresgewinn oder eines Gewinnvorschusses. So gesehen sichern die Vorschriften die Trennung zwischen dem Gesellschaftsvermögen und dem Privatvermögen der Aktionäre ab”²⁰ (Thomas Raiser e Rüdiger Veil).</p>	<p>“Para além disso, somente lucro demonstrado no balanço é que pode ser distribuído aos acionistas. A doutrina predominante (BGHZ 90, 381, 386 (BuM/WestLB); OLG Frankfurt AG 1996, 324; KG NZG 1999, 161; Flume, Allg. Teil I/2, 285; K. Schmidt, GesR §; KölnKommAktG/ Lutter § 57, nº 2; GroßkommAktG/ Henze § 57 nº 8) interpreta estas regras, há muito tempo, como uma vinculação de todo o patrimônio, e não tão-somente do capital social da sociedade. Por conta do patrimônio social não poderão ser concedidas prestações de espécie alguma aos acionistas, exceção feita à parte que no lucro anual devidamente apurado ou em uma sua distribuição antecipada lhes possa caber. Visto assim, asseguram as regras a separação entre o patrimônio da sociedade e o patrimônio particular dos acionistas”²⁰ (Thomas Raiser e Rüdiger Veil).</p>

19 WESTERMANN, Harm Peter; In: BÜRGERS, Tobias; e KÖRBER, Torsten (Coord.). *Heidelberger Kommentar zum Aktiengesetz*. 2. ed. Heidelberg: C. F. Müller, 2012, § 57, n. 4, p. 443. A mesma idéia aparece noutras passagens da obra deste emérito societarista, taxativo ao dizer que “se acha abraçado pela vinculação, não tão-somente os aportes dos acionistas, mas o patrimônio inteiro da sociedade, incluindo as reservas vinculadas” (Ibidem, § 57, nº 1, p. 440; no original: “*nicht nur die Einlagen der Aktionäre, sondern das gesamte Vermögen des Gesellschaft einschließlich gebundener Rücklagen von der Bindung umfasst ist*”).

Ou seja, o que se proíbe pelas regras de vinculação patrimonial – e, em especial, aquelas relativas à sua manutenção – “é, melhor dito, toda e qualquer disposição (subvenção ou atribuição patrimonial) da sociedade em favor de um acionista, que por uma especial regulamentação legal não seja permitida fora da distribuição do lucro apurado em balanço”.²¹

É dizer, o patrimônio social só pode refluir aos sócios ao fim do processo de liquidação, depois de pago todo o passivo; ou, antes disso, depois de apurados e distribuídos os lucros de balanço ou, excepcionalmente, em outras operações minunciosamente reguladas em lei;²² fora daí, não existe hipótese em que o acionista possa receber atribuições patrimoniais, abertas ou ocultas (dissimuladas).

Por força das regras de vinculação patrimonial e, em especial,

20 RAISER, Thomas; e VEIL, Rüdiger. *Recht der Kapitalgesellschaften*. 4. ed. München: Franz Vahlen, 2006, § 19, n. 1, p. 302. A mesma lição é apresentada por Uwe Hüffer (*Aktiengesetz*. 5. ed. München: C. H. Beck, 2002. § 57, n. 3, p. 271), para quem “melhor se fala, por isso, de vinculação patrimonial, ao invés de conservação do capital social” (no original: “*besser als von Kapitalerhaltung wird deshalb von Vermögensbindung gesprochen*”). Vide ainda, com a mesma lição: RICKERS, Oliver. *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, Band 4: *Aktiengesellschaft*. 4. ed. München: C. H. Beck, 2016. § 16, nº 57, p. 239.

21 SPINDLER, Gerald; STILZ, Eberhard. *Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 1. 2. ed. München: C. H. Beck, 2010. § 57, n. 14, p. 502; no original: “*ist vielmehr jede Zuwendung der Gesellschaft an einen Aktionär außerhalb der Verteilung des Bilanzgewinns, die nicht durch eine besondere gesetzliche Regelung gestattet ist*”). Cf., ainda: WESTERMANN, Harm Peter, op. cit., § 57, n. 5, p. 443; FLEISCHER, Holger. In: SCHMIDT, Karsten; LUTTER, Marcus (Coord.). *Aktiengesetz*. I. Band: §§ 1-149. 2. ed. Köln: Verlag Dr. Otto Schmidt, 2010. § 57, n. 10, p. 774; SCHMIDT, Karsten. *Gesellschaftsrecht*. 4. ed. Köln: Carl Heymanns, 2002. § 29, II, p. 890; RAISER, Thomas; e VEIL, Rüdiger. loc. cit., p. 302 (destacando que, por força da norma que proíbe a devolução de capital aos acionistas, de regra “somente o lucro apurado no balanço é que pode ser distribuído aos acionistas”); e FLUME, Werner. *Allgemeiner Teil des Bürgerlichen Rechts*, 1^{er} Band – 2^{er} Teil: *Die juristische Person*; Berlin: Springer-Verlag, 1983. § 8 IV, p. 285 (para quem “o patrimônio da sociedade por ações encontra-se totalmente vinculado para ela, abstração feita ao lucro de balanço deliberado para a distribuição”).

22 Essas operações são, por exemplo, o resgate e a amortização (LSA, art. 44), o reembolso (LSA, art. 45) e a redução de capital (LSA, arts. 173 e 174), sempre observado o procedimento taxativamente regulado em lei.

das que vedam a devolução dos aportes, a doutrina mais moderna destaca não ser dado então à companhia, por exemplo, pagar dividendos antecipados, sem que haja cobertura; distribuir dividendos em geral, sem deliberação assemblear ou com apoio em deliberação nula; aquinhoar acionistas com prêmio de lealdade em razão do tempo de permanência na sociedade ou pagar prêmio por presença em assembleia; devolver aportes, sem que haja deliberação eficaz de redução do capital; pagar remunerações excessivas a acionistas exercentes de cargos em órgãos sociais; renunciar a créditos ou efetuar pagamentos para liberar acionistas de obrigações para com terceiro; e assim por diante.²³

Do ponto de vista subjetivo, ademais, as regras do regime de vinculação patrimonial aplicam-se não só àquelas prestações que, à conta do patrimônio social, venham a ser atribuídas ou prometidas a *acionista atual* (*früherer Aktionär*), senão também a *futuro acionista* (*künftiger Aktionär*). Ou seja, “estes princípios” – conforme anota Oliver Rieckers, amparado em sólida doutrina e jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça alemão – “valem também para terceiros que apenas futuramente se tornarão acionistas. Também neste caso, uma atribuição patrimonial viola o § 57, al. 1, 1ª parte, da lei acionária alemã, quando a prestação efetua-se tendo em conta a futura qualidade acionária”.²⁴

23 Sobre as várias hipóteses de atribuições patrimoniais ilícitas, Cf.: WESTERMANN, Harm Peter, op. cit., § 57, n. 14, p. 448, e nº 20, p. 451-452; FLEISCHER, Holger, op. cit., § 57, n. 10, p. 774; RAISER, Thomas; VEIL, Rüdiger, op. Cit., § 19, nºs 3-5, p. 303-305; e HÜFFER, Uwe, op. cit., § 57, n. 5, p. 271, e n. 12, p. 273.

24 RICKERS, Oliver, op. cit., § 16, n. 71, p. 246; no original: “*Diese Grundsätze gelten ebenfalls für Dritte, die erst künftig Aktionäre werden. Auch hier verstößt eine Zuwendung gegen § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG, wenn die Leistung mit Rücksicht auf die künftige Aktionärseigenschaft erfolgt (BGH AG 2008, 120/121; GroßkommAktG/Henze § 57, Rdn. 80; Hölters/Laubert AktG § 57 Rdn. 13; Hüffer AktG/Koch § 57 Rdn. 18; Kölner KommAktG/Drygala § 57 Rdn. 119; Münch KommAktG/Bayer § 57 Rdn. 57; Spindler/Stilz/Cahn/v. Spannenberg AktG § 57 Rdn. 54)*”. Cf. no mesmo sentido: CANARIS, Claus-Wilhelm. Die Rückgewähr von Gesellschaftereinlagen durch Zuwendung an Dritte. In: LÜTTER, Marcus; SIMPEL, Walter; WIEDEMANN, Herbert (Coord.).

A proibição em causa compreende não só o negócio com eficácia real (ato de disposição patrimonial), mas igualmente negócio jurídico meramente obrigacional, isto é, a promessa de prestação à conta do patrimônio social.²⁵

Em suma, “toda e qualquer medida da sociedade” – conforme bem observou o renomado jurista Werner Flume – “a pedido do sócio majoritário ou da maioria dos sócios ou mesmo de todos os sócios, que à custa da sociedade venha a proporcionar vantagens a um ou a mais de um acionista, representa uma violação da regulamentação do direito acionário relativa à restrição fundamental dos pagamentos aos acionistas em sede de distribuição do lucro de balanço”.²⁶

E é evidente, diante de todo o exposto, que as regras do regime jurídico de vinculação patrimonial têm finalidades protetivas múltiplas.²⁷ Por meio delas, tutela-se o interesse dos credores sociais (que

Festschrift für Robert Fischer. Berlin, NY: Walter de Gruyter. 1979, p. 32-33; SPINDLER, Gerald; e STILZ, Eberhard, op. cit., § 57, n. 51, p. 515; HOLGER, Fleischer, op. cit., § 57, n. 33, p. 784; e BAYER, Walter. *Münchener Kommentar zum Aktiengesetz*, Band 2: §§ 53a – 75. 2. ed. München: C. H. Beck, 2003. § 57, n. 51, p. 115.

25 É o que bem registra Martin Gross-Langenhoff, em profunda monografia sobre o tema: “A proibição (de restituição de aporte) compreende, em primeiro lugar, o negócio com eficácia real (ato real de disposição patrimonial), por exemplo, a transferência de bens patrimoniais a acionista. Ao mesmo tempo, compreende também o negócio jurídico obrigacional, isto é, a promessa de atribuir bens sociais a acionista” (*Vermögensbindung im Aktienrecht*. 2. ed. Frankfurt am Main: Nomos Verlag, 2015. p. 105); no original: “Das Verbot erfasst zum einen des Verfügungsgeschäft, z.B. die Übereignung von Vermögensgegenständen an die Aktionäre. Zugleich erfasst es auch das Verpflichtungsgeschäft, d.h. das Versprechen, den Aktionären Gesellschaftsvermögen zukommen zu lassen (RGZ 149, 385, 400)”.

26 FLUME, Werner, op. cit., § 8 IV, p. 288 (no original: “Jedwede Maßnahme einer Gesellschaft auf Veranlassung des Mehrheitsgesellschafters oder einer Gesellschaftermehrheit oder auch aller Gesellschafter, die zu Lasten der Gesellschaft einem Gesellschafter oder Gesellschaftern Vorteile verschafft, ist ein Verstoß gegen die aktienrechtliche Regelung der grundsätzlichen Beschränkung der Leistungen an die Aktionäre auf den ausgeschütteten Bilanzgewinn”). Evidentemente, as transferências de patrimônio assim indiretamente realizadas são proibidas, ainda quando porventura haja lucros a ampará-las (Cf.: WIEDEMANN, Herbert, op. cit., § 10, IV 2, p. 562-563).

27 Cf.: SPINDLER, Gerald; e STILZ, Eberhard, op. cit., p. 499; FLEISCHER, Holger, op. cit., p. 771-772; e SERVATIUS, Wolfgang, op. cit., § 57, n^{os} 4-5, p. 355-356.

constituem grupo de referência do direito societário e que, por terem a garantia geral dos seus créditos no patrimônio social, são prejudicados pela defraudação deste); assegura-se a igualdade de tratamento entre os *acionistas*, obstando vantagens particulares a alguns destes, ou entre acionistas atuais e futuros; preserva-se a ordem de competências sociais, obstando a partilha de bens ao largo do processo de apuração e partilha de resultados do exercício; antes de tudo, protege-se ainda a própria companhia, enquanto pessoa jurídica e, portanto, titular do patrimônio e dos seus bens.²⁸

São regras cogentes, proibitivas e de caráter imperativo, que não podem ser condicionadas ou restringidas por convenção contratual ou pelos estatutos²⁹ e, *a fortiori*, por pactos parassociais ou contratos coligados; a sua violação no direito brasileiro é, por isso, causa de nulidade do negócio jurídico (CC, art. 166, VD).³⁰

Feita essa exposição, volvemos à análise da higidez da garantia de cotação de ações de que aqui estamos a tratar, prevista no con-

28 Tem total razão Werner Flume ao colocar, em primeira plana, a própria pessoa jurídica: “É dito, em geral, que a vinculação patrimonial vem a serviço dos interesses dos credores sociais e dos acionistas ou sócios da sociedade limitada. Todavia, a vinculação patrimonial diz respeito diretamente com a autonomia da sociedade de capital como pessoa jurídica” (FLUME, Werner, pp. cit., § 8 IV, p. 286; no original: “*Man sagt im allgemeinen, die Vermögensbindung diene den Interessen der Gesellschaftsgläubiger und der Aktionäre oder Gesellschafter der GmbH. Unmittelbar ist die Vermögensbindung aber bezogen auf die Eigenständigkeit der Kapitalgesellschaft als juristische Person*”).

29 Cf.: RAISER, Thomas; e VEIL, Rüdiger, o. cit., p. 302 (para quem ditas regras “caracterizam a natureza da S/A, e não são, portanto, no estatuto, elimináveis ou restringíveis”); FLEISCHER, Holger, op. cit., p. 772 (dizendo que se trata de “direito cogente” e que por isso, “não pode ser condicionado ou restringido estatutariamente”); e RICKERS, Oliver, op. cit., § 16, n.º 57, p. 238-239.

30 Esse entendimento é difuso (Cf.: SCHMIDT, Karsten, op. cit., § 29 II, p. 892; WIEDEMANN, Herbert, op. cit., § 8 III 1, p. 442; HIRTE, Heribert, op. cit., § 5, n. 5.90, p. 338; RAISER, Thomas; e VEIL, Rüdiger, op. cit., § 19, n. 28, p. 311; HÜFFER, Uwe, op. cit., § 57, n. 23, p. 277; e SERVATIUS, Wolfgang, op. cit., § 57, n. 39, p. 369; dentre tantos outros). No direito brasileiro, a doutrina também destaca a invalidade absoluta resultante da violação das regras legais que disciplinam os vários institutos abrangidos pelo regime de vinculação patrimonial (Cf.: COSTA, Philomeno J. da. *Operações da anônima com as ações do seu capital*, São Paulo: Saraiva, 1965. p. 38; e PEDREIRA, José Luiz Bulhões, op. cit., vol. I, p. 172).

texto da relação de substituição ajustada no acordo de incorporação de ações.

2. A ilegalidade da garantia de cotação de ações concedida a benefício de acionistas da sociedade incorporada: a invalidade da estipulação e o dever de restituição dos valores recebidos da companhia.

De tudo o que já restou exposto nos itens precedentes, resta evidente que, tal como acima cogitada, a garantia de cotação mínima das ações –, acertada no acordo de incorporação e por meio da qual a companhia fica obrigada a efetuar, exclusivamente aos acionistas controladores da incorporada, o pagamento da diferença entre o valor pelo qual ditos acionistas vierem a alienar as suas ações a terceiros, de um lado, e a cotação fixada no contexto da cláusula de garantia de cotação, de outro, dentro dos períodos de garantia ajustados (mais ou menos ampliados, conforme se cuide ou não de ações vinculadas a acordo de acionistas) – se afigura manifestamente contrastante com o regime jurídico de vinculação patrimonial.

Em *primeiro lugar*, porque, por meio da aludida garantia, promete-se a certos e determinados acionistas o pagamento de valores que, não previstos ou autorizados por expressa disposição legal, estariam sendo efetuados ao largo das hipóteses de partilha de lucros apurados regularmente em balanço.

Em *segundo lugar*, cuida-se de atribuição patrimonial que, *de um lado*, corre à conta do patrimônio social e pois, em prejuízo da companhia (e, por extensão, em detrimento da posição jurídica dos credores sociais e dos demais acionistas), e, *de outro*, é concedida, *de forma imediata*, em benefício de acionistas da incorporada; *de foram mediata*, pode-se até afirmar que é dada em proveito dos acionistas da incorporadora que, ao invés de sofrerem um ajuste para maior no fator de substituição da operação e, pois, uma redução proporcional

em suas participações, são agraciados com a manutenção da sua posição acionária, tudo em detrimento do patrimônio da companhia e, pois, de maneira ilegal.

Violam-se assim as regras do regime patrimonial; ofende-se, de maneira central, também o *princípio da realidade do capital social* – na exata medida em que parcelas dos valores conferidos em integralização das ações subscritas (LSA, arts. 7º, 170, § 3º, e 252, § 2º) estão sendo restituídas aos subscritores, com o falseamento do próprio capital social da incorporadora.³¹

Em qualquer caso, o que se tem, de maneira mais cristalina na garantia ora cogitada, é o evidente menosprezo ao regime jurídico de vinculação patrimonial, por não ser dado, sob a sua égide, conceder ou prometer a certos e determinados acionistas atribuições patrimoniais fora das hipóteses autorizadas em lei ou do regular processo de apuração e distribuição de lucros em balanço, sob pena de assim caracterizar-se, em última análise, uma ilegal *restituição de aporte* (*Einlagerückgewähr*).³²

31 Invoque-se aqui a sempre precisa lição do insuperável mestre Tullio Ascarelli, para quem a diminuição patrimonial sem redução do capital é ainda mais prejudicial aos credores: “uma diminuição do patrimônio social com redução do capital pode prejudicar os credores atuais da sociedade; uma diminuição, porém, do patrimônio social sem redução do capital, prejudica quer os credores da sociedade, quer aqueles que venham a ser credores dela, quer os futuros compradores das ações” (*Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. São Paulo: Saraiva, 1945. nota 33, p. 347).

32 A proibição de restituição das entradas (ou aportes) é decorrência direta do princípio da intangibilidade do capital social. É o que explica, sempre com propriedade, Paulo de Tarso Domingues: “O princípio da intangibilidade, tal como o definimos, implica que os valores, à sociedade conferidos pelos sócios, não podem mais retornar ao patrimônio destes. Trata-se de um fundo patrimonial posto em comum e que não pode ser desafetado dos fins e funções para que foi constituído, salvo em caso de liquidação da sociedade ou de redução do capital social. Essa regra está claramente expressa no direito alemão no § 57º, I, da AktG, que dispõe: As entradas não podem ser distribuídas aos acionistas [...] Ora, se é a soma das entradas que, em princípio, determina inicialmente a cifra do capital social, aquela norma, ao permitir a distribuição de quaisquer bens – dinheiro ou outros – aos sócios apenas quando o patrimônio líquido supere o capital social [...] está desse modo a impedir a restituição das entradas efetuadas. A cifra do capital social funciona, pois, como linha d’água (ou círculo imaginário ou invisível, a que se referia Thaller que, sem identificação de bens concretos, retém no ativo bens

Diga-se, aliás, que nada do que se está a aqui explicitar constitui novidade, ao menos em direito comparado.

De que, de maneira geral, garantias de cotação violam o princípio da vinculação patrimonial e são por isso mesmo inválidas, é questão resolvida no direito alemão há mais de século, desde quando sobre o tema se debruçou o Tribunal do Reich em célebres decisões do início da primeira década do Século XX (RGZ 72/30 e 87/339).

Entre os doutrinadores alemães, aqui invocados às farras por serem os que mais se aprofundaram no estudo do tema, o entendimento é uníssono:

“Als Einlagerückgewähr wird ferner angesehen eine Kursgarantie’ der Gesellschaft zugunsten eines Aktionärs (BFH WM 1995, 537)” ³³ (Harm Peter Westermann).	“Como restituição da aporte é vista, além disso, a ‘garantia de cotação’ da sociedade em favor de um acionista (BFH WM 1995, 537)” ³³ (Harm Peter Westermann).
---	---

“gg) Kursgarantie; Wiederkaufspflicht. Nach hL kann die AG einem Aktionär nicht zusagen, ihm bei negativer Kursentwicklung der Aktie Kursdifferenzen zu erstatten (Kurs-garantie). Eine derartige Vereinbarung verstieße sowohl gegen Abs 1 Satz 1 als auch gegen § 71a” ³⁴ (Gerald Spindler e Eberhard Stilz).	“gg) Garantia de cotação, obrigação de recompra. Segundo a doutrina dominante a companhia não pode prometer a um acionista a restituição de diferenças de cotação no caso de uma evolução negativa da ação (garantia de cotação). Um ajuste desses infringiria tanto a al. 1 item 1 (do 57) como o § 71a” ³⁴ (Gerald Spindler e Eberhard Stilz).
--	---

cujo valor corresponde à soma das entradas, impedindo, desse modo, a sua devolução aos sócios)” (*Do capital social: noção, princípios e funções*, op. cit., n. 6.1, p. 105-107). No direito acionário brasileiro, a regra correspondente encontra-se no art. 201 da LSA.

33 WESTERMANN, Harm Peter, Op. cit., § 57, nº 21, p. 452. No direito brasileiro, a proibição de restituição de aportes resulta de vários dispositivos, com destaque para a regra do art. 201 da LSA.

34 SPINDLER, Gerald; e STILZ, Eberhard, Op. cit., § 57, nº 44, p. 511.

<p>“bb) Kursgarantie, Wiederkaufspflicht. Die AG verstößt nach allgemeiner Auffassung gegen § 57 Abs. 1 Satz 1, wenn sie sich gegenüber einem Aktionär verpflichtet, ihm bei ungünstiger Kursentwicklung der Aktie die Kursdifferenz zu erstatten (vgl. BFH v. 17.10.1984 – I R 22/79, WM 1985, 537, 539; RG v. 14.10.1909 – Rep. VI 310/08, RGZ 72, 30, 32; Bayer in MünchKomm. AktG, 3. Aufl., § 57 AktG Rz. 86; Cahn/Senger in Spinder/Stilz, § 57, AktG Rz. 42; Henze in GroßKomm. AktG, 4. Aufl., § 57 AktG Rz. 68; Lutter in KölnKomm. AktG, 2. Aufl., § 57 AktG Rz. 31; Westermann in Bürgers/Körper, § 57 AktG Rz. 18). Ebenso wenig darf sie ihm zusagen, auf Verlangen seine Aktien zu einem bestimmten (Mindest-)Kurs zurückzuerwerben”³⁵ (Holger Fleischer).</p>	<p>“bb) Garantia de cotação, obrigação de recompra. Conforme a opinião geral, a companhia infringe o § 57 alínea 1 item 1, quando ela se obriga perante um acionista a lhe restituir, no caso de uma evolução desfavorável da ação, a diferença de cotação (vide BFH v. 17.10.1984 – I R 22/79, WM 1985, 537, 539; RG v. 14.10.1909 – Rep. VI 310/08, RGZ 72, 30, 32; Bayer in MünchKomm. AktG, 3^a ed., § 57 AktG Rz. 86; Cahn/Senger in Spinder/Stilz, § 57, AktG Rz. 42; Henze in GroßKomm. AktG, 4. Aufl., § 57 AktG Rz. 68; Lutter in KölnKomm. AktG, 2. Aufl., § 57 AktG Rz. 31; Westermann in Bürgers/Körper, § 57 AktG Rz. 18). De modo igual não lhe é permitido prometer recomprar as suas ações, a pedido, por uma determinada cotação (mínima)”³⁵ (Holger Fleischer).</p>
---	--

<p>“cc) Kursgarantie, Wiederkaufspflicht: Ebenfalls nach § 57 I 1 verboten ist Verpflichtung der AG, Aktionär bei negativer Kursentwicklung Kursdifferenz zu erstatten. Das Gleiche gilt für wirtschaftlich ähnlich gelagertes Versprechen, Aktien zu bestimmten Preis zurückzuerwerben (zu beiden Fällen MüKoAktG/Bayer, Rn. 86; Spindler/Stilz/Fleischer Rn. 22)”³⁶ (Uwe Hüffer e Jens Koch).</p>	<p>“cc) Garantia de cotação, obrigação de recompra: Igualmente é proibido conforme § 57 I 1 a comprometer-se a companhia a reembolsar ao acionista a diferença de cotação no caso de sua evolução negativa. O mesmo vale para a promessa de efeito econômico análogo à recompra de ações por preço determinado (em ambos os casos MüKoAktG/Bayer, Rn. 86; Spindler/Stilz/Fleischer Rn. 22)”³⁶ (Uwe Hüffer e Jens Koch).</p>
--	--

35 HOLGER, Fleischer, op. cit., § 57, nº 22, p. 779.

36 HÜFFER, Uwe; e KOCH, Jens. *Aktiengesetz*. 11. ed. München: C. H. Beck, 2014, § 57, n. 14, p. 321. Cf. no mesmo sentido, ainda: GRIGOLEIT, Hans Christoph; e RACHLITZ, Richard. *Aktiengesetz*, München: C. H. Beck, 2013, § 57, n. 10, p. 355; RICKERS, Oliver, op. cit., § 16, n. 65, p. 242-243; RAISER, Thomas; VEIL, Rüdiger, Loc. cit., § 19, n. 1, p. 302; BAYER, Walter, loc. cit., § 57, n. 79, p. 121 – todos assentando a ilegalidade da garantia de curso, câmbio ou cotação de ações, por ofensa ao princípio da vinculação patrimonial.

As violações legais ínsitas nas garantias de cotação das ações são múltiplas, pois dizem respeito, antes de tudo, ao regime jurídico da vinculação patrimonial, podendo-se aqui destacar, *exemplificatio-nis causa*, o maltrato: (i) ao art. 154, §§ 2º e 4º, da Lei das S/A, por-quanto a graciosa atribuição da garantia de cotação de ações e os pagamentos ao seu abrigo realizados qualificam-se como *ato de libe-ralidade* (auto despojamento, sem contraprestação) vedado por lei;³⁷ (ii) ao art. 30 da Lei das S/A que, de regra, proíbe a companhia de negociar com as próprias ações;³⁸ (iii) ao art. 201 da Lei das S/A, que consagra a *proibição de restituição das entradas*; e, ainda, (iv) aos arts. 132, II, 204 e 210, IV, 2ª parte, da Lei das S/A, segundo os quais o patrimônio social só pode *refluir aos sócios*, direta ou indiretamente, *ou* ao fim do processo de liquidação, obedecidas as preferências legais e a partilha universal do produto entre todos os sócios, sempre depois de pagos os credores, *ou*, durante a vida da companhia, por efeito da regular apuração e distribuição de lucros em balanço ou, já aí em caráter excepcional, por efeito de operações especificamente reguladas em lei, uma e outras situações inócuentes na espécie.

Sob outro enfoque, pode-se também afirmar que a garantia de cotação de ações malfez diversos artigos da Instrução CVM nº 390,

37 Como já se decidiu, “por ato de liberalidade, compreende-se o auto-despojamento de bem ou direito, de que não resulte qualquer proveito para quem o pratica” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Colegiado. PAS nº RJ 09/97. Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro. Data de Julgamento: 13 dez. 2006). Na mesma linha, Modesto Carvalhosa observa que “haverá liberalidade direta quando parcela do patrimônio é doada ou emprestada (comodato) a terceiros, ou quando onerada a favor de outra pessoa física ou jurídica, sem contrapartida equitativa para a companhia” (*Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 3, p. 339).

38 Diferentemente das leis estrangeiras, que se referem à genérica proibição de a companhia “adquirir” as próprias ações (AktG, §71; OR, art. 659; CC it, art. 2357), a nossa lei acionária, em linha com a anterior (DL. nº 2.627/1940, art. 15), alude, de forma mais ampla, à proibição de a companhia “negociar com as próprias ações” (LSA, art. 30), o que leva a entender-se que nela se compreenderiam inclusive outros negócios além dos de aquisição e alienação direta; seja como for, “a proibição legal implementa o princípio da intangibilidade do capital social” (LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões, op. cit., vol. I, § 140, p. 547).

de 8 de julho de 2003, e nesta medida é também nula (LSA, art. 30, § 1º, “b”; e Inst. CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, art. 24).³⁹

Isto porque, do ponto de vista funcional, a garantia de cotação exerce o papel de autêntica “put option” (opção de venda) com liquidação por diferença: o beneficiário vende as ações em mercado e cobra a diferença da companhia – sendo que o efeito econômico daí resultante é o mesmo, pouco importando se há entrega física ou liquidação por diferença; há, em qualquer caso, uma negociação da companhia com as próprias ações (LSA, art. 30).

Ocorre que, para que a companhia pudesse negociar com opções referenciadas em ações de sua emissão, seria imprescindível, de partida, a prévia aprovação da Comissão de Valores Mobiliários (Inst. CVM nº 390, art. 3º, § 1º), e, para além disso, a observância de diversos outros pressupostos – como, por exemplo, a existência de reservas e ações em tesouraria (art. 3º, I e V), a vedação à emissão privada (art. 3º, II) e o prazo de vencimento não superior a 365 dias (art. 3º, III) – e que, nesta medida, também inquinam aquela estipulação.

É dizer, assentado que a cláusula de garantia de cotação é estruturada para exercer a função de opção de venda, lastreada em ações da companhias e com liquidação por diferença, caracterizado está o negócio indireto ilícito, a atrair a incidência das regras cogentes cuja incidência se procurou eludir e a partir das quais, destarte, também se extrai a invalidade da cláusula em análise.⁴⁰

39 Vide: LSA, art. 30, § 1º, “b”; e Inst. CVM nº 10, de 14 de fevereiro de 1980, art. 24 (“A desobediência às normas desta Instrução no que se refere às exigências para aquisição das próprias ações importará em nulidade da operação, sem prejuízo da responsabilidade dos administradores e acionistas”), cujas regras são aplicáveis à espécie por força do disposto no art. 9º da já citada Inst. CVM nº 390, de 8 de julho de 2003.

40 A cláusula de garantia de preço foi convencionada para exercer a função típica realizada através de outro negócio jurídico (a opção de compra com ações da companhia), e é precisamente nisso que reside a caracterização do negócio como indireto, segundo a sempre lembrada lição de Tullio Ascarelli: “As partes recorrem a um determinado negócio jurídico, mas o escopo prático visado não é, afinal, o normalmente realizado através do negócio adotado, mas um

Em qualquer caso, a consequência da violação destas regras cogentes – cogentes, repita-se, porquanto inspiradas pelo propósito de tutelar as posições dos credores sociais, dos demais acionistas e da companhia – é a *invalidade absoluta* (nulidade) e, pois, insanável, a inquirar a garantia de cotação de ações (CC, art. 166, II e VI) e, conseqüentemente e em respeito ao princípio da retroatividade real (CC, art. 182, 1ª parte), a condenação dos aquinhoados à *restituição dos valores* indevidamente percebidos, uma e outra providências passíveis de serem pleiteadas pela companhia.⁴¹

escopo diverso, muitas vezes análogo àquele de outro negócio jurídico ou sem forma típica própria no sistema jurídico. Há, pois, negócio indireto, quando as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado, para alcançar, consciente e consensualmente, por seu intermédio, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas” (ASCARELLI, Tullio, op. cit., p. 103). Nem todo negócio indireto, por certo, é ilícito. No caso, todavia, o que se tem é a utilização do mecanismo da garantia de cotação para *contornar*, para *obviar*, para *eludir a incidência das regras cogentes* e proibitivas do regime de negociação com as próprias ações (e opções de ações de emissão da Companhia), repousando nessa particularidade então a qualificação do negócio indireto como *ilícito* e, pois, nulo, de acordo também aqui com as lições do emérito comercialista italiano: “A ilegitimidade não recai, nesta hipótese, sobre a causa típica do negócio adotado pelas partes; recai sobre o objetivo último por estes concretamente visado [...] Há, com efeito, normas jurídicas que não se limitam a disciplinar um determinado ato, mas têm em conta o resultado prático visado pelas partes, quaisquer que sejam os meios por ela escolhidos para consegui-lo – e por isso deve-se na aplicação de tais normas, considerar o fim visado pelas partes e não apenas a causa típica do negócio” (Ibidem, p. 121-122).

41 A Companhia, lesada em seu patrimônio, tem legítimo interesse em impugnar a validade do negócio jurídico nulo (CC, art. 168; e CPC, art. 17) e, ao fazê-lo, evidentemente não incorre em *venire contra factum proprium*. A regra de proibição de exercício contraditório de posição jurídica, como se sabe, não proscreve qualquer mudança de opinião ou posicionamento (Cf.: JAUERNIG/MANSEL. *Bürgerliches Gesetzbuch: Kommentar*. 15. ed. München: 2014. § 242, nº 50, p. 210; PALANDT et al. *Bürgerliches Gesetzbuch*. 63. ed. München: C. H. Beck, 2004, § 242, n. 55, p. 250; e BGH, NJW 97, 3377); o que por ela se busca é, apenas, tutelar as legítimas expectativas consolidadas no tráfego negocial. Não tem incidência no caso concreto, porque: (1º) a incorporação de ações não se qualifica tecnicamente como *factum proprium* – que “é, por definição, uma *conduta não-vinculante*” (SCHREIBER, Anderson. *A proibição do comportamento contraditório – tutela da confiança e ‘venire contra factum proprium’*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2007. p. 134) de uma das partes diante da outra – precisamente porque a incorporação em si é (*i*) negócio jurídico *vinculante* celebrado entre duas sociedades e, portanto, (*ii*) imputável a ambas as partes (*factum commune*), e não apenas a uma delas. Ademais, (2º) pudesse absurdamente o *factum proprium* ser o negócio jurídico em si, e não a conduta fática (ou comportamento) de uma das partes frente a outra, inviabilizada doravante restaria,

Em conclusão: garantia de cotação mínima de ações, estipulada no contexto da relação de substituição ajustada no acordo de incorporação de ações, é ilegal e absolutamente inválida. Fosse a garantia prestada pelos acionistas controladores da incorporadora, até poderia ser considerada válida, pois estes estariam assumindo o risco e o seu custo; o que não se pode, porém, como feito, é imputá-los à companhia e, desta forma, também aos minoritários da incorporadora, com prejuízos evidentes também aos credores sociais.

em termos práticos, toda e qualquer alegação de invalidade, eis que, para arguir o vício de um contrato, é preciso que, por definição e tautologicamente, as partes antes o tenham celebrado. Além disso, (3º) a aprovação da operação de incorporação de ações, de lado a lado, decorre de deliberações (que, pelo metro do método assemblear, são juridicamente atribuídas em seus efeitos às sociedades), mas concretamente a conduta, no plano fático, antes de tudo continua a ser dos sócios de então. De mais a mais, (4º) no caso, o que se argui é a invalidade absoluta da cláusula de garantia de cotação por ofensa a regras tutelares do regime de vinculação patrimonial e, pois, do capital social, de tal sorte que, estando assim em causa não só interesses particulares dos partícipes do negócio jurídico, mas também os interesses dos demais acionistas (atuais e futuros), da companhia e dos credores sociais, a tutela destes teria sempre que prevalecer sobre a daqueles, conclusão essa a que se chega a partir de uma adequada *ponderação dos interesses* em contraste. Até porque (5º) de outro modo, estar-se-ia, em realidade, prestigiando os interesses dos acionistas de então (da incorporada e da incorporadora), os quais estariam se beneficiando do negócio inválido que engendraram, e, por aí, então sim, ofendendo uma bem conhecida manifestação da boa-fé objetiva. Sobre a inaplicabilidade da exceção a casos como o presente, vide, por todos, o excelente estudo de Jan Peter Schmidt (*Alegação de invalidade como comportamento contraditório proibido? Revista de Direito Civil Contemporâneo*, v. 7, p. 419-437).