

O ENTIRE FAIRNESS TEST NO DIREITO NORTE-AMERICANO

Rafael Vieira de Andrade de Sá (rafael@ldiasadv.com.br) é associado do L. Dias Advogados. Formado pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro – PUC-RIO (2017). Trabalhou como assessor do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2016-2017) e como assistente na Superintendência de Relações com Empresas – SEP da CVM (2011-2016). Atua preponderantemente nas áreas de Direito Societário e Mercado de Capitais.

Resumo: Este artigo tem por objetivo examinar o modo de aplicação da estratégia regulatória baseada em standards na análise de operações de reestruturação societária que envolvem companhias controladoras e controladas. Com o fim de melhor entender como funcionam tais estratégias no mencionado contexto, este artigo pretende analisar como ocorre a sua aplicação nos Estados Unidos, em especial pelas cortes de Delaware, com o uso do *entire fairness test*.

Palavras-chave: Direito Internacional – Direito Societário – Mercado de Capitais – Sociedade Anônima – Reestruturação Societária.

Title: The entire fairness test in american law

Abstract: The purpose of this article is to examine the application of standards-based regulatory strategies in the analysis of mergers involving parents and subsidiaries. In order to better understand how these strategies work in the mentioned context, this article intends to analyze its application in the United States, especially in the Delaware courts, through the use of the entire fairness test.

Keywords: International Law – Corporate Law – Capital Markets – Corporation – Merger & Acquisition.

1. Introdução

De acordo com Bernard S. Black, a existência do mercado de capitais se deve, em certa medida, a um toque de mágica¹. Afinal, trata-se de um sistema em que milhares de pessoas fornecem seus recursos para serem geridos por terceiros, que muitas vezes sequer conhecem, em troca de direitos cujos valores os investidores precificam com base em informações que lhes são fornecidas por esses próprios terceiros. E tudo isso sem que haja, em regra, qualquer garantia de retorno do investimento realizado.

Mágico ou não, e apesar desse cenário no mínimo desafiador, é certo que o mercado de capitais se firmou como um dos meios mais utilizados para a captação do capital necessário para o financiamento das atividades empresariais. E, nesse contexto, a companhia constitui a principal instituição jurídica

¹ BLACK, Bernard S. *Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*. UCLA Law Review, v. 48, 2001, p. 782.

utilizada para a obtenção de recursos nesse mercado. Sem o tipo societário anônimo, sustentam Alfredo Lamy Filho e José Luiz Bulhões Pedreira, não teria sido possível a mobilização de capital necessária para o alcance do atual estágio de desenvolvimento das mais variadas atividades econômicas².

O triunfo da companhia, segundo William T. Allen, Reinier Kraakman e Guhan Subramanian, pode ser explicado, ao menos parcialmente, pelo fato de as leis societárias regularem com precisão as relações entre os principais grupos que orbitam o universo desse tipo de sociedade, notadamente os fornecedores de capital próprio (acionistas) e os gestores da empresa (administradores), não havendo, assim, a necessidade de que esses agentes econômicos definam detalhadamente, por meio de contratos individuais, seus respectivos direitos e deveres, o que seria altamente custoso³.

Esses mesmos autores alertam, contudo, ser inerente à estrutura da sociedade anônima – que congrega personagens movidos por incentivos distintos e, muitas vezes, antagônicos – a existência de conflitos de interesse entre esses grupos, os quais precisam ser equacionados para a garantia do pleno e sustentável desenvolvimento das companhias e, conseqüentemente, do próprio mercado de capitais.

Nesse panorama de potencial hostilidade, as leis societárias possuem duas funções primordiais⁴. De um lado, a elas cabe o estabelecimento das regras relativas ao regime jurídico básico das sociedades anônimas. De outro, as leis societárias também são responsáveis por criar mecanismos com o fim de gerenciar os conflitos de interesses existentes entre as diversas partes interessadas das companhias, sejam eles conflitos intergrupos (*e.g.*, acionistas v. administradores), sejam eles conflitos intragrupo (*e.g.*, acionistas controladores v. acionistas não-controladores).

Uma dessas potenciais tensões está presente no relacionamento entre os acionistas controladores e os acionistas não-controladores. Em razão da maioria de votos que detém, o controlador dirige as atividades sociais e orienta o funcionamento dos órgãos da companhia com a certeza de que sua visão de negócio prevalecerá nas assembleias de acionistas. Com a presença de um acionista controlador inevitavelmente surge o potencial risco de que ele se utilize de seu poder de controle para favorecimento próprio, em prejuízo dos acionistas minoritários da companhia⁵.

² LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Introdução. In: *Direito das Companhias*. Coord.: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 2.

³ ALLEN, William T. et al. *Commentaries and Cases on The Law of Business Organization*. Nova York: Aspen Publishers, 2009, p. 13.

⁴ KRAAKMAN, Reinier et al. *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. 2ª edição. Oxford: Oxford University Press, 2009, p. 36.

⁵ Não se quer com isso dizer que as minorias acionárias também não possam utilizar de sua posição para a obtenção de vantagens indevidas. Ao contrário, não apenas a teoria, mas também a prática, demonstra que minorias organizadas podem ser tão ou mais lesivas aos interesses da companhia do que o acionista controlador. Sobre esse assunto, recomenda-se, por todos, a leitura de ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Abuso de Minoria em Direito Societário*. São Paulo: Malheiros, 2014.

Na literatura econômica, utiliza-se o termo “*tunneling*” para designar a transferência de recursos da companhia para o controlador sem que os acionistas minoritários deles partilhem⁶. Os benefícios recebidos de modo particular pelo controlador em detrimento dos demais acionistas são também chamados pelos economistas de “benefícios privados do controle”. Para Chunyan Fan, trata-se do maior problema a ser enfrentado pela legislação societária no que concerne às companhias com controlador definido⁷.

São três as principais formas pelas quais o acionista controlador consegue extrair “benefícios privados de controle”⁸. Uma é a realização de contratos que resultem em vantagens desproporcionais em comparação ao valor de mercado dos bens negociados ou dos serviços prestados pelo/ao controlador (*related-party transactions*). A outra sucede através da alienação dos valores mobiliários que sustentam o poder de controle detido pelo controlador a um preço superior ao seu valor de mercado (*sale of control with a premium*). E a última ocorre quando os controladores conseguem diminuir ou eliminar a participação dos acionistas minoritários do quadro acionário da companhia (*freeze-out transactions*)⁹.

Para cada um desses cenários, as leis societárias empregam estratégias distintas para atenuar o inerente conflito entre os acionistas controladores e não-controladores, a fim de mitigar a possibilidade de expropriação de valor por parte daqueles. A estratégia adotada para cada hipótese e sua intensidade depende da visão do legislador quanto aos potenciais danos que ela pode causar ao mercado e aos investidores. De um extremo a outro, pode-se tanto proibir a realização de quaisquer operações no contexto anteriormente mencionado, independente de seus termos, quanto não se adotar nenhuma estratégia de mitigação de conflitos.

O foco deste artigo são as estratégias utilizadas com o fim de controlar o potencial conflito no contexto de reestruturações societárias que envolvam companhias controladas e suas controladoras. Como reconhecido na Exposição de Motivos da Lei nº 6.404, de 1976, em tais operações inexistem “duas maiorias acionárias distintas, que deliberem separadamente sobre a operação, defendendo os interesses de cada companhia”¹⁰. É, assim, imperativo que existam normas especiais de proteção aos

⁶ JOHNSON, Simon et al. *Tunneling*. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w7523>, acesso em 27 de setembro de 2017.

⁷ FAN, Chunyan. *Bringing Controlling Shareholders to Court: Standard-Based Strategies and Controlling Shareholder Opportunism*. Haia: Eleven International Publishing, 2013, p. 3).

⁸ GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. *Controlling controlling shareholders*. Disponível em <<http://papers.ssrn.com/abstract=417181>>. Acesso em 27 de abril de 2017.

⁹ GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffrey N. Ob. Cit, p. 5.

¹⁰ Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.

minoritários, dado o potencial risco de que os controladores se utilizem de sua posição para forçar uma operação em condições não comutativas.

Uma das principais estratégias utilizadas para a análise dessas transações reside no uso de *standards* (controle *ex post*), que se contrapõe às estratégias baseadas em regras de proibição (controle *ex ante*)¹¹.

Como explica Melvin Eisenberg, uma estratégia baseada em *standards* é executada por meio de um processo de duas etapas¹². Primeiro, estabelece-se um padrão de comportamento que se busca impor ao agente regulado pela norma (*standard of conduct*). Depois, a autoridade responsável por aferir a conduta desse agente (um órgão regulador, autorregulador ou, mais comumente, o Poder Judiciário) aplica um teste para verificar se ele satisfaz o padrão de conduta que lhe foi outorgado (*standard of review*)¹³.

Com o fim de melhor entender como funcionam as estratégias baseadas em *standards* no contexto de reorganizações societárias envolvendo companhias controladas e controladoras, este artigo pretende analisar como ocorre a sua aplicação nos Estados Unidos, em especial no estado de Delaware.

A escolha por esse país e estado específico não foi por acaso. De um lado, os Estados Unidos possuem o mercado de capitais mais desenvolvido e importante do mundo, sendo sempre uma importante referência para outras jurisdições em matéria de regulação. De outro, o Poder Judiciário de Delaware é sabidamente especializado em direito societário; além disso, estratégias baseadas em *standards* (e, mais especificamente, estratégias baseadas na segregação entre dever imposto e o seu respectivo teste de revisão judicial) são há muito utilizadas nesse estado¹⁴. Há, assim, vasta base doutrinária e jurisprudencial para um exame aprofundado da matéria.

¹¹ Um exemplo simples, descrito por Melvin A. Eisenberg, ajuda a aclarar a distinção entre essas duas estratégias. Imagine-se que, no caso de uma lei que visasse a diminuir acidentes nas estradas por excesso de velocidade, seriam possíveis dois caminhos, embora talvez não com a mesma efetividade. De uma parte, poderiam ser estabelecidos limites de velocidade aos motoristas (regras de proibição). De outra, poder-se-ia exigir que os motoristas tivessem cuidado e prudência ao dirigir, deixando-se para um momento posterior a aferição dessa conduta (*standards*).

¹² EISENBERG, Melvin Aron. *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*. Fordham Law Review, v. 62, 1993, p. 437.

¹³ Em regra, os dois elementos que conjuntamente compõem uma estratégia baseada em *standards* são análogos. Ocorre que, por razões que fogem ao escopo do presente trabalho, essa regra de equivalência entre padrão imposto e teste aplicado encontra diversas exceções no direito societário, sendo o mais notório exemplo dessa segregação a chamada *business judgment rule*, regra à luz da qual se analisa o dever de diligência dos administradores. A respeito desse assunto, vide EISENBERG, Melvin Aron. Ob. Cit, p. 437. Para uma análise aprofundada da *business judgment rule* e de sua aplicação no direito brasileiro, vide BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

¹⁴ Em recente artigo, Leo Strine Jr. e Lawrence Hamermesh escreveram que: “[a] key pattern began to emerge that continues to be central to Delaware corporation law: the acknowledgement of the separation between the normative duty owed by a director and the enforceable standard that would be used to hold the director accountable if sued for a breach of that duty” (HAMERMESH, Lawrence A.; STRINE, Leo E. *Fiduciary Principles and Delaware Corporation Law: Searching for the Optimal Balance by Understanding that the World is Not*. Oxford Handbook of Fiduciary Law, Forthcoming, University

Este artigo está dividido em sete partes. A segunda parte, que sucede esta introdução, apresenta a definição de acionista controlador na jurisprudência norte-americana, enquanto a terceira descreve os chamados deveres fiduciários desse acionista. Na quarta parte, analisa-se o conceito de *entire fairnes*, seguindo-se, na quinta parte, pelo exame da aplicação desse teste no contexto de reorganizações societárias entre controladas e controladoras. Na sexta parte, são apresentados os efeitos da adoção de mecanismos de legitimação do processo de negociação dessas operações. A sétima e última parte resume as conclusões deste artigo.

2. A definição de acionista controlador

A *Delaware General Corporation Law*, diploma legal que rege as companhias constituídas naquele estado, não possui uma definição de acionista controlador. Tal lacuna, em princípio, pode ser explicada pela preponderância de companhias com estrutura acionária dispersa no mercado de capitais norte-americano, conforme clássico estudo de Adolf A. Berle e Gardiner C. Means¹⁵.

A questão foi definida pela Suprema Corte de Delaware quando do julgamento do caso *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corporation*¹⁶, em 1987. Nesse precedente, o tribunal decidiu que um acionista somente assume o papel de controlador “if [he] owns a majority or exercises control over the business affairs of the corporation”, consolidando na jurisprudência de Delaware a distinção entre as figuras dos chamados controladores *de jure* e *de facto*.

Denomina-se controlador *de jure* o acionista que detém mais de 50% das ações da companhia. Nessa hipótese, vale frisar, não há a necessidade de que o sócio efetivamente exerça o controle para lhe sejam atribuídos os deveres correspondentes. Diante da percepção de que o poder de controle muitas vezes opera de modo sutil, entende-se que não se faz possível inteiramente negar a possibilidade de o acionista majoritário influenciar na gestão da sociedade¹⁷. Em outras palavras, os chamados deveres fiduciários do acionista controlador sempre são impostos ao controlador *de jure*.

Desde que possua o poder concreto de genericamente direcionar as atividades da companhia, ou mesmo de determinar os termos de uma operação societária específica, o acionista que não detém a maioria do capital votante igualmente pode ser caracterizado como controlador (*de facto*)¹⁸. Não há

of Pennsylvania, Institute for Law & Economics, Research Paper Nº. 17-40. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=304447>>, acesso em 21 de outubro de 2017.

¹⁵ BERLE, Adolf. A.; MEANS, Gardiner C. *A Moderna Sociedade Anônima e a Propriedade Privada*. São Paulo: Nova Cultural, 1987, p. 33.

¹⁶ 535 A.2d 1334 (Del. 1987).

¹⁷ FAN, Chunyan. Ob. Cit., p. 68.

¹⁸ “For controlling stock ownership to exist in the absence of a numerical majority there must be domination by a minority shareholder through actual exercise of direction over corporate conduct” (*Gilbert v. El Paso Co*, 490 A.2d 1050 (Del. Ch. 1984).

uma escala de participação acionária que evidencie de antemão se um acionista, em tese minoritário, é ou não o controlador de fato de determinada companhia¹⁹, recaindo sobre o autor o ônus de provar o exercício desse poder pelo réu numa ação em que se questione os atos do suposto controlador²⁰.

A jurisprudência de Delaware igualmente reconhece que diversos acionistas com participações minoritárias podem ser considerados conjuntamente como integrantes de um grupo controlador. Contudo, para que seja configurada uma relação entre esses acionistas, o autor da ação deve demonstrar que eles possuem alguma conexão, bem como que atuam com o fim de alcançar objetivos comuns; não basta, portanto, a mera existência de concorrência de interesses para se evidenciar a presença de um grupo de controle²¹.

3. Deveres fiduciários do acionista controlador

As decisões de cortes norte-americanas atribuindo ao acionista controlador o papel de fiduciário, com a consequente cominação dos deveres advindos dessa posição, datam ao menos desde a década de 1880²². Há também registros de que alguns autores daquele país corroboravam essa visão já no início do Século XX²³.

Não obstante, foi somente em 1919, a partir do julgamento do caso *Southern Pacific Co. v. Bogert*²⁴ pela Suprema Corte dos Estados Unidos, que o entendimento de que os acionistas controladores possuem deveres fiduciários ganhou substancial notoriedade. Por sua relevância para o tema deste trabalho, vale descrever, ainda que sucintamente, os fatos que circundaram esse precedente.

A Southern Pacific controlava indiretamente a Houston Railway, a qual, por sua vez, detinha a maioria do capital votante de outra sociedade, a Houston. Em 1887, no âmbito de reorganização societária, foi firmado um acordo que previa a extinção de hipotecas sobre propriedades da Houston e a consequente aquisição de tais bens pela Houston Railway, o que ocorreu no ano seguinte. Em seguida, foram

¹⁹ Em *In Re Crimson Exploration Inc.*, julgado em 2014, o *Vice Chancellor* Parsons analisou diversos precedentes de Delaware em que acionistas não-majoritários foram considerados controladores, concluindo que eles “do not reveal any sort of linear, sliding-scale approach whereby a larger share percentage makes it substantially more likely that the court will find the stockholder was a controlling stockholder. Instead, the scatter-plot nature of the holdings highlights the importance and fact-intensive nature of the actual control factor” (Civil Action N° 8541-VCP (Del. Ch. Oct. 24, 2014).

²⁰ *In Re Morton's Rest. Grp., Inc.*, 74 A.3d 656 (Del. Ch. 2013).

²¹ *In Re Crimson Exploration Inc.*, Civil Action No 8541-VCP (Del. Ch. Oct. 24, 2014).

²² MACINTOSH, Jeffrey G. *et al.* *The Puzzle of Shareholder Fiduciary Duties*. Canadian Business Law Journal, V. 19, 1991, p. 87.

²³ Em artigo escrito em 1917, Richard W. Carrington afirmou que os detentores da maioria das ações de uma companhia não poderiam determinar a companhia alienasse toda a sua propriedade para eles próprios ou para outra sociedade que possuíssem interesse se cientes de que um preço melhor poderia ser obtido em uma transação com terceiros independentes, mesmo que a alienação fosse feita em estrita conformidade com os ditames legais. Para o autor, “[s]uch an act, though proper in every other sense, constitutes the violation of a fiduciary duty” (CARRINGTON, Richard W. *The Status of Stockholders Relative to the Internal Affairs of Corporations*. Virginia Law Review, v. 5, n. 1, 1917, p. 50).

²⁴ 250 U.S. 483 (U.S. 1919).

emitidas novas ações pela Houston, as quais foram todas entregues à Southern Pacific, que também incorporou em seu patrimônio as linhas ferroviárias transnacionais pertencentes à sua controlada indireta. Em resumo: os minoritários da Houston nada receberam em nenhuma das etapas da operação.

No julgamento da ação ajuizada por acionistas minoritários da Houston, em 1913, a Suprema Corte de Nova York, em decisão posteriormente ratificada pela Corte de Apelação, determinou que a Southern Pacific entregasse aos minoritários uma parte das ações emitidas pela companhia por ocasião da reestruturação societária, bem como certa quantia em dinheiro referente aos proventos distribuídos no período.

A Suprema Corte dos Estados Unidos manteve a decisão recorrida na revisão *a certiorari* do caso. E, no julgamento, o *Justice Brandeis* externou a opinião daquele tribunal nos seguintes dizeres:

“The majority has the right to control; but when it does so, it occupies a fiduciary relation toward the minority, as much so as the corporation itself or its officers and directors. If through that control a sale of the corporate property is made and the property acquired by the majority, the minority may not be excluded from a fair participation in the fruits of the sale”.

Poucos anos depois, em 1923, a Suprema Corte de Delaware expôs juízo similar ao julgar o caso *Allied Chemical & Dye Corporation v. Steel & Tuve Co. of America et. al*²⁵:

“The same considerations of fundamental justice which impose a fiduciary character upon the relationship of the directors to the stockholder will also impose, in a proper case, a like character upon the relationship which the majority of the stockholders bear to the minority. When, in the conduct of corporate business, a majority of the voting power in the corporation join hands in imposing its policy upon all, [...] they are to be regarded as having placed upon themselves the same sort of fiduciary character which the law impresses upon the directors in their relation to all shareholders”.

É firme a conclusão de que, após as referidas decisões, a caracterização dos acionistas controladores como fiduciários tornou-se um consenso na jurisprudência norte-americana²⁶.

Há, porém, quem critique duramente o entendimento de que os controladores são fiduciários. Paula J. Dalley, por exemplo, sustenta que a imposição de deveres fiduciários ao acionista controlador nada mais seria do que uma invenção judicial estimulada por um desejo de proporcionar uma forma de o

²⁵ 120 A. 486 (Del. Ch. 1923).

²⁶ COHEN, Zipora. *Fiduciary Duties of Controlling Shareholders: A Comparative View*. University of Pennsylvania Journal of International Law, v. 12, 1991, p. 387.

investidor arrependido reaver o seu investimento. Para a autora, os deveres fiduciários seriam restrições desnecessárias e inapropriadas à liberdade e ao direito de propriedade do controlador²⁷.

Jens Dammann, por sua vez, concentra suas críticas à quase equiparação que muitas vezes se conjectura entre os deveres dos acionistas controladores e dos administradores²⁸. De fato, não se pode negar que, como também mencionam William T. Allen, Reinier Kraakman e Guhan Subramanian, a imposição de deveres fiduciários aos controladores foi apenas um “pequeno passo” dado pelos tribunais após o entendimento de que os administradores possuíam tais deveres, de modo que a teoria não foi desenvolvida especificamente para eles; ela foi meramente estendida e, quando muito, adaptada²⁹.

A propósito, cabe mencionar que até mesmo a passagem mais citada para expressar o entendimento de que o acionista controlador deve ser considerado um fiduciário, articulada ainda na década de 1940, segue esse (criticado) caminho. Em *Pepper v. Litton*³⁰, resumiu o Justice Douglas, em uma frase multicitada: “[a] *diretor is a fiduciary. So is a dominant or controlling stockholder or group of stockholders. Their powers are powers in trust*”.

Parte dos críticos da teoria que coloca os controladores na posição de fiduciários também ressalta que essa posição, em verdade, apenas poderia ser atribuída a alguém que, por meio de delegação, direta e efetivamente administrasse o patrimônio de outrem. E essa função, no âmbito das sociedades anônimas, dada a dissociação entre propriedade e controle, caberia tão-somente aos administradores, e não aos acionistas, em geral, ou mesmo aos controladores, em particular.

Não obstante, esse potencial problema teórico suscitado por alguns autores não parece abalar a forte convicção sobre o assunto existente na jurisprudência norte-americana. Os defensores da atribuição de deveres fiduciários ao controlador ressaltam, por exemplo, ser firme o entendimento de que dos controladores não se exige o sacrifício de seus próprios interesses econômicos³¹. Afirmam-se, assim, que eles estão livres para vetar operações que não desejem, mesmo as que possam ser especialmente vantajosas para os acionistas minoritários³².

²⁷ DALLEY, Paula J. *The Misguided Doctrine of Stockholder Fiduciary Duty*. *Hostra Law Review*, v. 33, ed. 1, 2004, p. 176.

²⁸ DAMMANN, Jens. *The Controlling Shareholder's General Duty of Care: A dogma That Should Be Abandoned*. *University of Illinois Law Review*, n. 2, 2015, p. 504.

²⁹ ALLEN, William T. *et al*, p. 309.

³⁰ 308 U.S. 295 (U.S. 1939). Citações internas omitidas.

³¹ *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc*, 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986).

³² Algumas decisões, por exemplo, ressaltam que o controlador não é obrigado por seus deveres fiduciários a alienar suas ações em ofertas hostis formuladas por terceiros, mesmo que a oferta seja vantajosa aos acionistas minoritários. Nesses casos, o controlador fica livre para exercer o seu direito de propriedade como melhor lhe aprouver. Vale transcrever, nesse sentido, parte do voto proferido no julgamento do caso *Buttonwood Tree Value Partners, Lp v. Sullivan*: [i]f the controller

De todo modo, se a assertiva do *Justice Douglas* é verdadeira, e assim se entende na jurisprudência norte-americana, especialmente em Delaware, também não se pode negar, noutro giro, que ela, por sua vagueza, nada responde.

Afinal, como posto, com propriedade, pelo *Justice Frankfurter* em sua célebre frase no caso *Securities Commission v. Chenery Corporation*³³, dizer que alguém é um fiduciário somente inicia a análise, abrindo-se espaço para novas discussões: “[t]o whom is he a fiduciary? What obligations does he owe as a fiduciary? In what respect has he failed to discharge these obligations? And what are the consequences of his deviation from duty?”.

As duas últimas questões citadas pelo *Justice Frankfurter* não podem ser respondidas de forma genérica, vez que certamente dependem das circunstâncias específicas de cada caso. Pode-se, contudo, tentar responder as outras duas indagações, ou, ao menos, buscar esclarecer alguns de seus aspectos.

No tocante a primeira pergunta (“*To whom is he a fiduciary?*”), a definição dos destinatários dos deveres fiduciários dos acionistas controladores é incerta. Algumas decisões descrevem que o acionista controlador possui deveres para com a própria companhia, e não aos demais acionistas³⁴; outras salientam que as obrigações dele são diretamente direcionadas aos minoritários³⁵; e há até mesmo precedentes que indicam que, por ocasião de falência de uma companhia, os deveres fiduciários dos controladores serviriam de proteção não apenas aos acionistas, mas também aos seus credores³⁶.

Apesar dessa indefinição, e muito embora a maioria dos julgados somente descreva os deveres do controlador sem maiores detalhamentos sobre os seus beneficiários, pode-se dizer que, desde as primeiras decisões sobre o assunto, como se verifica dos precedentes antes mencionados, o fim último da imposição de um dever de fidúcia reside na tentativa de proteger os minoritários dos potenciais danos que poderiam lhes ser causados pelos acionistas controladores.

Quanto à segunda indagação do *Justice Frankfurter* (“*What obligations does he owe as a fiduciary?*”), a *Court of Chancery* de Delaware afirmou, em *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc*³⁷, que um acionista assume os mesmos deveres de diligência e lealdade de um administrador quando alcança o poder de controle por meio da propriedade das ações e o exerce para dirigir as atividades da companhia.

attempts to squeeze out the minority, cause the controlled entity to engage in interested transactions, or other such conduct, the duty of loyalty operates to police the controller's conduct. But a mere refusal of a controller to allow the entity to be sold does not support a cause of action against it or its affiliated directors.” (126 A.3d 643 (Del. 2015).

³³ 318 U.S. 80 (U.S. 1943).

³⁴ DALLEY, Paula J. Ob. Cit., p. 183.

³⁵ *Jones v. H.F. Ahmanson Co*, 1 Cal.3d 93(Cal. 1969).

³⁶ *Pepper v. Litton*, 308 U.S. 295(U.S. 1939).

³⁷ *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, Civ. A. No. 8358, 1991 WL 111134 (Del. Ch. June 24, 1991). A decisão da Suprema Corte de Delaware sobre esse caso foi tomada em *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345 (Del. 1993).

Com efeito, aparentemente há certo consenso na jurisprudência e doutrina norte-americanas no que concerne à aplicação de um dever de diligência genérico aos acionistas controladores. No entanto, como expõe Jens Dammann, a imposição desse dever não parece ser necessária na maior parte dos casos, por uma simples razão: ao contrário do que ocorre com relação aos administradores, o retorno econômico do capital investido por quaisquer dos acionistas depende essencialmente do lucrativo desenvolvimento das atividades empresariais da companhia.

Sob esse prisma, uma vez que os controladores são aqueles que, em regra, possuem a maior quantidade de capital investido na companhia, na grande maioria dos casos eles já possuem fortes incentivos econômicos para atuarem de modo diligente; do contrário, seriam eles os maiores prejudicados. Mas, isso não significa dizer, como ressalta Chunyan Fan, que os controladores não precisam atuar com diligência, mas somente que não parece ser necessário realizar um *enforcement* contínuo desse dever³⁸.

Não por outro motivo, até onde se sabe, há apenas uma situação concreta em que se concluiu que os acionistas controladores poderiam ser responsabilizados por infração ao seu dever de diligência, qual seja, no contexto de alienação do controle de uma companhia para terceiro que o controlador sabe – ou, pelas circunstâncias, deveria saber – ser alguém que pretende adquirir o controle de determinada companhia somente com o intuito de alienar os seus bens (*looter*)³⁹.

Em casos tais, como reconhecido até mesmo por Jens Dammann, os incentivos dos controladores podem não ser suficientes para estimulá-los a tomar decisões informadas e refletidas, na medida em que a espoliação dos bens da companhia somente se inicia após a alienação do controle, momento em que os antigos controladores já não mais sofrerão as consequências desses atos⁴⁰.

Não obstante, para além de sua aparente desnecessidade na maior parte dos casos, o estudo aprofundado do dever de diligência dos acionistas controladores também não apresenta muitas justificativas, ao menos não no direito norte-americano. É que, em linha com o que se entende com relação à atuação dos administradores, os atos (desinteressados) do acionista controlador também estão protegidos pela chamada *business judgment rule*⁴¹.

A propósito, até mesmo na ocasião da alienação do controle a terceiros, entende-se que, afora naturalmente os casos de dolo, os controladores somente podem ser responsabilizados nas situações

³⁸ FAN, Chunyan. Ob. Cit., p. 77.

³⁹ O *leading case* a esse respeito é a decisão tomada em *Harris v. Carter*, 582 A.2d 222 (Del. Ch. 1990).

⁴⁰ DAMMANN, Jens. Ob. Cit., p. 493.

⁴¹ Esse entendimento prevalece na jurisprudência norte-americana, ao menos, desde a década de 1970. Em *David J. Greene v. Dunhill Int'l*, decidiu-se, por exemplo, que “[i]n the absence of divided interests, the judgment of the majority stockholders and/or the board of directors, as the case may be, is presumed made in good faith and inspired by a bona fides of purpose” (249 A.2d 427 (Del. Ch. 1968)).

em que gravemente tenham negligenciado (*gross negligence*) em descobrir que o adquirente se tratava de um *looter*⁴², o que parece corroborar a visão de que a atribuição de um dever de diligência genérico aos acionistas controladores possui, na maior parte dos casos, um caráter mais retórico do que prático.

Assim, seja considerando-se a denominada regra da decisão negocial como um *standard of review*, em linha com o defendido por Melvin A. Einserberg⁴³, seja vendo-a como uma doutrina de abstenção que impede os juízes de revisar o mérito das decisões tomadas, como descreve Stephen M. Bainbridge⁴⁴, fato é que essa regra, quando não afastada, impede a responsabilização judicial dos acionistas controladores.

Por outro lado, o denominado dever de lealdade “*has real teeth*”, como alegoricamente citam Iman Anabtawi e Lynn A. Stout⁴⁵. Por isso mesmo, de acordo com William T. Allen, Reinier Kraakman e Guhan Subramanian, o núcleo da doutrina dos deveres fiduciários está no dever de lealdade, e não no de diligência⁴⁶.

Em essência, o dever de lealdade dita que os interesses da companhia e de seus acionistas devem prevalecer sobre qualquer outro interesse, detido pelo conselheiro, diretor ou acionista controlador, que não seja compartilhado pela generalidade dos acionistas⁴⁷. Em outras palavras, administradores e acionistas controladores não podem transacionar com a companhia em nenhuma forma que possa acarretar prejuízos a ela, ou seja, em condições não-comutativas⁴⁸.

O dever de lealdade assume especial relevância na jurisprudência norte-americana nos casos em que os controladores possuem algum interesse particular em determinada transação. Isso porque, nesses casos, não mais se aplica a valiosa e quase insuperável proteção da *business judgment rule*, mas sim o *entire fairness*⁴⁹. Sob o manto desse último teste de revisão, além de ser possível a análise do mérito

⁴² *Harris v. Carter*, 582 A.2d 222 (Del. Ch. 1990). Na mesma linha, decidiu-se mais recentemente, em *Abraham v. Emerson Radio Corp.*, que: “[a]t the very least, a plaintiff seeking to state a claim must plead facts that indicate that the controller knew there was a risk that the buyer was a looter or otherwise intended to extract illegal rents from the subsidiary, at the expense of the subsidiary's remaining stockholders” (901 A.2d 751 (Del. Ch. 2006).

⁴³ EISENBERG, Melvin A. Ob. Cit., p. 438.

⁴⁴ BAINBRIDGE, Stephen M. *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=429260>>, acesso em 30 de abril de 2017.

⁴⁵ ANABTAWI, Iman; STOUT, Lynn A. *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*. Stanford Law Review, vol. 60, 2008, p. 12

⁴⁶ ALLEN, William T. et al. Ob. Cit., p. 295.

⁴⁷ *Cede Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).

⁴⁸ ALLEN, William T. et al. Ob. Cit., p. 295

⁴⁹ Como sumarizado por David S. Ruder, as seguintes situações são aquelas que tendem a ser enfatizadas pelos autores ao tratar do dever de lealdade dos administradores e acionistas controladores: (i) transações com a companhia; (ii) operações entre companhia controladora e controlada; (iii) imposição de prejuízos aos acionistas minoritários em aquisições e reorganizações societárias; (iv) remuneração excessiva dos administradores; (v) uso do patrimônio da companhia para manutenção do controle; (vi) alienação do controle com prêmio; (vii) *insider trading*; e (viii) uso de oportunidades comerciais. RUDER, David S. *Duty of Loyalty: A Law Professor's Status Report*. The Business Lawyer, Vol. 40, N. 4, 1985, pp. 1386-1387.

da operação, surge para os próprios controladores o dever de comprovar que ela foi justa para os minoritários; recai sobre eles, assim, o difícil ônus de provar a completa equitatividade da transação⁵⁰.

4. O *entire fairness test*

As referências ao *entire fairness* na jurisprudência norte-americana datam ao menos desde as primeiras décadas do Século XX⁵¹. Contudo, como afirmado pelo Justice Jacobs em palestra proferida na Universidade de Harvard, esse conceito era, até 1983, amorfo e completamente aberto⁵². Até aquele momento, inexistia qualquer conteúdo que guiasse as partes envolvidas ou mesmo os juízes sobre qual deveria ser o resultado justo do litígio.

Foi somente no referido ano, no âmbito do julgamento do caso *Weinberger v. UOP, Inc.*⁵³ (“*Weinberger*”), que a Suprema Corte de Delaware estabeleceu os contornos do conceito de *entire fairness*. Essa definição continua a prevalecer na atual jurisprudência de Delaware, tendo sido adotada também pelos tribunais de outros estados norte-americanos.

Em *Weinberger*, o Justice Moore traduziu o conceito de *fairness* nas seguintes palavras:

“The concept of fairness has two basic aspects: fair dealing and fair price. The former embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained. The latter aspect of fairness relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors: assets, market value, earnings, future prospects, and any other elements that affect the intrinsic or inherent value of a company's stock. However, the test for fairness is not a bifurcated one as between fair dealing and price. All aspects of the issue must be examined as a whole since the question is one of entire fairness. However, in a non-fraudulent transaction we recognize that price may be the preponderant consideration outweighing other features of the merger”.⁵⁴

3.1. Preço justo (*fair price*)

⁵⁰ Conforme a seguinte clássica passagem retirada de *Sterling, Et Al., v. Mayflower Hotel Corp., et al.*: “[p]laintiffs' principal contention here, as in the court below, is that the terms of the merger are unfair to Mayflower's minority stockholders. Plaintiffs invoke the settled rule of law that Hilton as majority stockholder of Mayflower and the Hilton directors as its nominees occupy, relation to the minority, a fiduciary position in dealing with Mayflower's property. Since they stand on both sides of the transaction, they bear the burden of establishing its entire fairness, and it must pass the test of careful scrutiny by the courts” (33 Del. Ch. 293 (Del. 1952).

⁵¹ Veja-se, a respeito, o caso *Geddes v. Anaconda Mining Co.*, 254 U.S. 590 (U.S. 1921).

⁵² JACOBS, Jack B. *Fifty Years of Corporate Law Evolution: A Delaware Judge Retrospective*. Harvard Business Law Review, V. 5, Ed. 2, 2015, p. 155.

⁵³ *Weinberger v. Uop, Inc*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

⁵⁴ Citações internas omitidas.

Exigir que determinada transação seja realizada por seu preço justo significa dizer, em essência, que os acionistas controladores devem garantir que a companhia e seus acionistas minoritários recebam uma compensação cujo valor seja equivalente ao valor daquilo que deles foi retirado⁵⁵.

Ao se verificar se uma determinada transação atende ao requisito do preço justo, que consiste no elemento material (*substantive fairness*) do *entire fairness test*, devem ser considerados todos os fatores, presentes ou futuros, que podem influenciar nesse valor⁵⁶. No entanto, como decidido em *Sterling, Et Al., v. Mayflower Hotel Corp.*⁵⁷, a importância relativa dos fatores depende das circunstâncias de cada caso concreto.

Foi nesse mesmo espírito que, em *Weinberger*, a Suprema Corte de Delaware decidiu que o método de avaliação denominado “Delaware Block”, até então o único critério aceito para fins de determinação da equitatividade das operações, deveria ser substituído por “*a more liberal approach*”. Com isso, todos os métodos de *valuation* geralmente utilizados pela indústria financeira também podem ser aceitos. Mas, qualquer que seja a metodologia utilizada, ela deve avaliar a companhia na premissa de que a sociedade está e permanecerá em atividade (*going concern assumption*), não podendo ser considerado o seu valor de liquidação⁵⁸.

3.2. Processo justo de negociação (*fair dealing*)

Em *Weinberger*, como visto, afirmou-se que um processo justo de negociação (*fair dealing*), que representa o elemento processual do *entire fairness test* (*procedural fairness*), abrange tanto questões relativas à sua estruturação (*timing*, iniciação e negociação) quanto questões relacionadas à sua divulgação e aprovação pelos conselheiros e acionistas.

Sobre esse primeiro aspecto, deve-se salientar que *Weinberger* foi determinante para impulsionar o uso de comitês especiais independentes para negociar as operações que envolvem controladoras e controladas. E isso porque, em uma multicitada nota de rodapé (a de número 7), a decisão da Suprema Corte de Delaware alertou que, no contexto de operações entre controladas e controladoras, “*a showing that the action taken was as though each of the contending parties had in fact exerted its bargaining power against the other at arm's length is strong evidence that the transaction meets the test of fairness*”.

⁵⁵ FAN, Chunyan. Ob. Cit., p. 79.

⁵⁶ *Weinberger v. Uop, Inc*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

⁵⁷ *Sterling, Et Al., v. Mayflower Hotel Corp., Et Al*, 33 Del. Ch. 293 (Del. 1952).

⁵⁸ “In Delaware a company is valued as a going concern, not on what can be obtained by its liquidation.” (*Rosenblatt v. Getty Oil Co*, 493 A.2d 929 (Del. 1985).

Para uma negociação *arm's length* devem estar presentes três requisitos⁵⁹. O primeiro é a presença de pessoas independentes que negociem a operação com o acionista controlador. O segundo, por sua vez, é a ausência de imposição forçada dos termos da operação aos minoritários, bem como de coação desses acionistas ou dos membros do comitê especial por parte do controlador. O terceiro, por fim, é o exercício concreto pelo comitê especial independente de seu poder de barganha, o qual deve necessariamente incluir a possibilidade de vetar definitivamente a operação (“*right to say no*”).

Como o entendimento jurisprudencial norte-americano presume que todos os membros do conselho de administração são independentes, ainda que esses administradores tenham sido eleitos pelos controladores⁶⁰, cabe ao autor da ação indicar em sua petição inicial elementos concretos capazes de colocar em xeque a independência dos conselheiros integrantes do comitê especial. E, para tanto, “*a plaintiff must demonstrate that the director is ‘beholden’ to the controlling party ‘or so under [the controller’s] influence that [the director’s] discretion would be sterilized’*”⁶¹.

O segundo aspecto do *fair dealing* relaciona-se notadamente às informações que são divulgadas sobre a operação aos conselheiros, aos acionistas minoritários e aos membros do comitê especial, se existente. A jurisprudência de Delaware demanda que todos os fatos e circunstâncias com conteúdo material que circundam a operação devem ser divulgadas⁶². Uma informação é considerada material se houver substancial probabilidade de que um acionista razoavelmente a consideraria em sua decisão de voto⁶³.

O entendimento predominante indica que não cabe ao juiz averiguar a suficiência das informações disponíveis aos minoritários para avaliar se o dever de *full disclosure* foi ou não respeitado, devendo sua análise centrar-se somente na comparação objetiva entre, de um lado, as informações detidas pelos controladores e, de outro lado, aquelas que foram divulgadas aos minoritários. Nas palavras da Suprema Corte de Delaware: “[c]ompleteness, not adequacy, is both the norm and the mandate under present circumstances”⁶⁴.

3.3. A correlação entre o *fair dealing* e o *fair price*

⁵⁹ FAN, Chunyan. Ob. Cit., p. 83.

⁶⁰ “[...] it is not enough to charge that a director was nominated by or elected at the behest of those controlling the outcome of a corporate election. That is the usual way a person becomes a corporate director. It is the care, attention and sense of individual responsibility to the performance of one's duties, not the method of election, that generally touches on independence” (*Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984)).

⁶¹ *In Re MFW Shareholders Litig.*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013).

⁶² *Kahn v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 669 A.2d 79 (Del. 1995).

⁶³ *Rosenblatt v. Getty Oil Co*, 493 A.2d 929 (Del. 1985).

⁶⁴ *Lynch v. Vickers Energy Corp*, 383 A.2d 278 (Del. 1977).

Uma importante questão que se coloca é averiguar o motivo pelo qual a adoção de um processo justo de negociação se faz necessária. Se, de fato, como reconhecido em *Weinberger*, o elemento do preço pode ser determinante na aferição da justeza de uma operação não fraudulenta, cabe indagar se não bastaria que o teste de mérito considerasse tão-somente o preço envolvido na operação.

De fato, o que se busca, ao fim e ao cabo, por meio da exigência do *entire fairness*, é que ao acionista minoritário seja devolvido algo com valor equivalente àquilo que dele foi retirado. E nada mais. Por isso, a ausência de um processo justo de negociação não implica necessariamente na conclusão de que a operação falhou no teste de revisão, pois ele não é bifurcado, mas sim uno. Em outras palavras, todos os elementos da transação são analisados conjuntamente, e não de forma isolada.⁶⁵. Consequentemente, o controlador pode pular as etapas do teste se conseguir demonstrar de antemão a justeza do preço da operação.

Por outro lado, a justificativa para a existência de um elemento no *entire fairness test* referente ao processo de negociação reside no fato de que o valor de uma companhia não é determinado por um número exato, mas sim por uma faixa de valores⁶⁶. Assim, em operações complexas e que exijam a avaliação de diversas variáveis, um verdadeiro e efetivo processo de negociação *arm's length* pode ser o único modo de se definir no que consiste o preço justo.

Afinal, não há melhor forma de se chegar a um resultado que seja considerado justo do que por meio de uma efetiva negociação entre partes independentes, sendo justamente esse o efeito que se busca emular. Não por outro motivo, a conclusão de que houve um real e efetivo processo de negociação influencia significativamente na avaliação da justeza dos termos da operação⁶⁷.

5. A aplicação do *entire fairness test*

Quando os atos que envolvem o acionista controlador devem ser escrutinados por meio da aplicação do *entire fairness*? Em quais situações a presunção de que o controlador atuou na persecução dos legítimos interesses da companhia, garantida pela regra da decisão negocial, deve ser afastada? Basta que o controlador esteja em situação de conflito de interesses, controlando ambos os lados da operação, ou é necessário que se prove algum prejuízo aos demais acionistas?

⁶⁵ *Delaware Open MRI Radiology v. Kessler*: “[i]t has been said that the two-part fairness test is not a bifurcated one; rather, all aspects of the transaction are examined as a whole in order to aid in coming to the bottom-line conclusion of whether the transaction was fair” (898 A.2d 290 (Del. Ch. 2006).

⁶⁶ *Cede Co. v. Technicolor, Inc.*, Civil Action N°. 7129 (Del. Ch. Dec. 31, 2003).

⁶⁷ *In re Orchard Enterprises, Inc. Stockholder Litigation*, C.A. N°. 7840 (Del. Ch. Feb. 28, 2014).

A relevância dessas perguntas não deve ser subestimada. Afinal, como destacado em *Ac Acquisitions v. Anderson*⁶⁸, “the determination of the appropriate standard of judicial review frequently is determinative of the outcome of derivative litigation”.

A importância da definição do *standard of review*, além da questão relativa à distribuição do ônus probatório, também impacta enormemente no tempo de duração do processo (e, em consequência, nos custos dele decorrentes). E isso porque, sendo cabível a *business judgment rule*, veda-se a revisão da operação e a ação judicial, em regra, ou é julgada em um rito sumário ou é arquivada sem a apreciação de seu mérito, o que somente não ocorre, nesse último caso, quando os termos da operação são tão visivelmente desvantajosos que nenhuma pessoa racional e de boa-fé poderia ter pensado que o negócio fora justo⁶⁹.

Por outro lado, na hipótese de cabimento do *entire fairness*, usualmente os processos vão a julgamento pelo rito ordinário, podendo demorar diversos anos para chegar ao fim. De acordo com Steven M. Haas, o caso *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*⁷⁰ é o mais emblemático exemplo dessa afirmativa, haja vista que seu encerramento somente ocorreu após vinte anos de litígio⁷¹.

Entretanto, apesar de sua fundamental importância para o desfecho⁷² dos processos judiciais que analisam operações envolvendo controladores e controladas, as respostas para as perguntas anteriormente expostas não são tão claras. A própria *Court of Chancery*, quando do julgamento do caso *Citron v. E.I. Du Pont De Nemours*⁷³, expressamente admitiu essa situação. Em sede doutrinária, chegou-se até mesmo a afirmar que, dada a inconsistência dos precedentes sobre o assunto em questão, a lei de Delaware referente aos acionistas controladores sofreria de um processo erosivo⁷⁴.

Diante da importância do tema para o presente trabalho, cumpre revisitar em maiores detalhes ao menos dois precedentes, considerados *leading cases* a respeito do assunto em discussão. Em seguida, será destacado o estágio atual em que se encontra a jurisprudência norte-americana relativamente à definição do *standard of review* nas hipóteses de operações de reorganização societária.

5.1. *Sinclair*

⁶⁸ 519 A.2d 103 (Del. Ch. 1986). No mesmo sentido, vide *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366 (Del. 1993).

⁶⁹ *In Re MFW Shareholders Litig.*, 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013).

⁷⁰ Civil Action Nº. 7129. (Del. Ch., 2003)

⁷¹ HAAS, Steven M. *Toward a Controlling Shareholder Safe Harbor*. Virginia Law Review, V. 90, N. 8, p. 2278.

⁷² Ressalte-se que a aplicação do *entire fairness test* não significa necessariamente dizer que haverá uma decisão contrária ao réu, posto que ele poderá comprovar – embora por um processo longo e difícil – que a transação foi, de fato, justa. Nesse sentido, vide *Emerald Partners, v. Berlin*, 787 A.2d 85 (Del. 2001).

⁷³ 584 A.2d 490, 500 n.13 (Del. Ch. 1990).

⁷⁴ SIEGEL, Mary. *The Erosion of the Law of Controlling Shareholders*. Delaware Journal of Corporate Law, v. 24, n. 1, 1999, p. 27.

Em *Sinclair Oil Corporation v. Levien*⁷⁵ (“*Sinclair*”), um acionista minoritário da Sinclair Venezuelan Oil Company (“*Sinven*”), controlada da Sinclair Oil, entrou com uma ação contra a controladora, alegando que ela teria violado os seus deveres fiduciários em relação à *Sinven* por: (i) forçar a controlada a distribuir montante excessivo de dividendos; (ii) impedir o pleno desenvolvimento das atividades industriais da *Sinven* ao desviar suas oportunidades comerciais a outras companhias do grupo; e (iii) constranger a *Sinven* a não executar contrato que lhe garantia a possibilidade de exigir a compra de um montante mínimo de seus produtos por uma subsidiária integral da Sinclair Oil.

Ao avaliar o caso, a Suprema Corte de Delaware revisou os precedentes nos quais foram analisadas transações entre companhias controladoras e controladas, afirmando que a situação básica para o uso do *entire fairness* seria aquela em que a controladora recebe benefícios com exclusão e às custas da controlada. Assim, o *entire fairness* não caberia em todas as transações envolvendo companhias controladoras e controladas, mas tão-somente naquelas em que há *self-dealing*, ou seja, quando a controladora, por sua posição, tem o poder de decidir os dois lados da operação com a sua controlada.

Seguindo a decisão de *Sinclair*, os seguintes quatro elementos deveriam estar presentes para a caracterização de *self-dealing*: (i) dominação da controlada pela controladora; (ii) ganho de algum benefício pela controladora advindo da controlada; (iii) exclusão dos acionistas minoritários da controlada do benefício obtido pela controladora; e (iv) prejuízo dos acionistas minoritários da controlada em decorrência do benefício obtido pela controladora⁷⁶.

No mérito, o tribunal decidiu que a distribuição de dividendos pela *Sinven* não poderia ser considerada *self-dealing*, porque, apesar de ter havido uma massiva transferência de dinheiro para a Sinclair Oil, os dividendos foram recebidos de forma proporcional pelos acionistas minoritários da *Sinven* e, assim, “*Sinclair received nothing from Sinven to the exclusion of its minority stockholders*”. Por conta disso, a corte determinou que a Corte de Chancelaria se equivocou ao aplicar o *entire fairness*, pois a *business judgment rule* seria o *standard of review* correto para o caso.

À mesma conclusão chegou o tribunal a respeito do segundo ponto levantado pelo autor da ação, pois ele não teria conseguido comprovar que oportunidades comerciais pertencentes à *Sinven* teriam dela sido desviados para a Sinclair Oil ou para outras de suas controladas. Assim, concluiu-se que “*Sinclair received nothing from Sinven to the exclusion of and detriment to Sinven's minority stockholders, there was no self-dealing*”.

⁷⁵ *Sinclair Oil Corporation v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971).

⁷⁶ FAN, Chunyan. Ob. Cit., p. 108.

Por outro lado, a Suprema Corte entendeu que a terceira questão apresentada pelo acionista minoritário da Sinven efetivamente constituía *self-dealing*, de modo que o *entire fairness test* havia sido corretamente utilizado. E, por isso, caberia à Sinclair Oil demonstrar que sua conduta de impedir a Sinven de cobrar os contratos foi completamente justa aos acionistas minoritários da controlada. Como isso não foi feito, o tribunal entendeu que a Sinclair Oil deveria responder pelos prejuízos causados à Sinven.

5.2. *Weinberger*

Apesar de ser considerado um marco no que se refere à questão ora apreciada, o uso do precedente firmado em *Sinclair* como parâmetro para decisões futuras ocorreu de forma errática, havendo casos que simplesmente ignoraram o teste nele criado, bem como outros que, apesar de mencioná-lo, não o aplicaram de forma completa, muitas vezes omitindo um de seus elementos⁷⁷.

Essa inconsistência deve-se, sobretudo, à decisão tomada pela Suprema Corte de Delaware doze anos depois de *Sinclair*, por ocasião do julgamento do já mencionado caso *Weinberger*, que tratava de ação referente a uma operação de *cash-out merger*⁷⁸ entre a UOP, Inc. e sua controladora The Signal Companies. Nesse precedente, o tribunal sequer mencionou o teste criado em *Sinclair*, decidindo que o *entire fairness* seria aplicável apenas porque a controladora teria definido os dois lados da operação⁷⁹.

Entretanto, a corte não revogou expressamente o seu entendimento anterior, contribuindo para o imbróglio o fato de que outros casos julgados após *Weinberger* terem continuado a aplicar o teste criado em *Sinclair*, ainda que não necessariamente em sua integralidade⁸⁰. Por isso, posteriormente aos julgamentos de *Sinclair* e *Weinberger* pela Suprema Corte de Delaware, a definição sobre qual *standard of review* deve aplicado numa operação entre controladores e controladas se tornou, no mínimo, imprecisa.

5.3. O panorama atual

Ainda que não se possa afirmar que a questão tenha sido pacificada nos dias atuais, em *In Re Crimson Exploration Inc.*⁸¹, julgado em 2014, o *Vice Chancellor* Parsons, após analisar os precedentes sobre o

⁷⁷ *Ibid.*, pp. 52-53.

⁷⁸ Uma *cash-out merger* ocorre quando os acionistas de uma companhia adquirida recebem dinheiro pelo valor de suas ações, e não ações da companhia adquirente.

⁷⁹ “The requirement of fairness is unflinching in its demand that where one stands on both sides of a transaction, he has the burden of establishing its entire fairness, sufficient to pass the test of careful scrutiny by the courts” (*Weinberger v. Uop, Inc.*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

⁸⁰ SIEGEL, Mary. *Ob. Cit.*, pp. 69-70.

⁸¹ Civil Action N°. 8541-VCP (Del. Ch. Oct. 24, 2014).

tema, proferiu uma opinião que, ao menos, indica um caminho para se verificar as situações em que o *entire fairness* se faz cabível.

Vale transcrever um trecho dessa decisão:

“In sum, triggering entire fairness review requires the controller or control group to engage in a conflicted transaction. That conflicted transaction could involve standing on both sides of the transaction, as when a controller buys out the minority, or receiving different consideration than the other stockholders. In the latter situation, entire fairness is deemed appropriate because the controller is presumed to be competing with the minority stockholders for a larger portion of the total consideration the acquirer is willing to pay. Delaware courts appear to have identified three types of cases where the controller "competes with the common": (1) the controller receives disparate consideration, which the board approves; (2) the controller receives a continuing stake in the surviving entity, whereas the minority is cashed out; and (3) the controller receives a unique benefit, despite nominal pro rata treatment of all stockholders”.

O primeiro grupo de casos em que se entende que o controlador “compete” com os demais acionistas comuns envolve operações entre a controlada e uma parte independente nas quais a controladora recebe algum benefício adicional na transação em comparação com os demais acionistas. Esse benefício não necessariamente precisa consistir em maior pagamento em dinheiro pelo valor das ações do controlador, como decidido em *In re John Q. Hammons Hotels Inc. S'holder Litig.*⁸²

Por sua vez, no segundo grupo de casos, o adquirente permite que o controlador continue com parte de suas ações após uma *cash-out merger*, enquanto a mesma oportunidade não é conferida aos minoritários, conforme situação presente em *In re LNR Prop. Corp. S'holder Litig.*⁸³.

No último grupo, por fim, o controlador recebe por suas ações o mesmo valor que os demais acionistas no âmbito de uma operação entre sua controlada e um terceiro independente, mas, por outro lado, a sua racionalidade encontra-se comprometida em razão de algum problema de liquidez. Essa possibilidade foi teoricamente aventada pelo *Chancellor Strine* ao votar em *In re Synthes, Inc. S'holder*

⁸² 2009 WL 3165613 (Del. Ch. Oct. 2, 2009). Nesse caso, o controlador, no âmbito de uma *cash-out merger* entre sua controlada e uma parte independente, negociou separadamente com esse terceiro e acabou por receber uma participação acionária na nova companhia, além de prerrogativas em caso de sua liquidação, uma vultosa linha de crédito e inúmeros outros direitos contratuais, enquanto os demais acionistas somente embolsaram o pagamento em dinheiro por suas ações. No julgamento, entendeu que o controlador estaria competindo com os minoritários pelo preço total que o adquirente estaria disposto a pagar, de modo que, diante do uso de mecanismos falhos para garantir a plena equitatividade da negociação da operação, o *standard of review* aplicável seria o *entire fairness*.

⁸³ 896 A.2d 169 (Del. Ch. 2005).

*Litigation*⁸⁴, mas, no caso concreto, concluiu-se que as circunstâncias que, em tese, ensejariam a aplicação do *entire fairness* não estariam nele presentes.

6. A proteção dos *safe harbor statutes*

Discutiu-se, ao longo de diversos anos em Delaware, quais seriam os efeitos para a definição do *standard of review* da adoção de mecanismos capazes de efetivamente afastar o poder do acionista controlador de fixar ou aprovar os termos de determinada operação em que tenha interesse. Questionava-se, assim, se haveria algum “porto seguro” que poderia ser utilizado pelos controladores para se refugiarem da aplicação do *entire fairness test* – os chamados “*safe harbor statutes*”. Essa seção explora os dois principais precedentes que endereçam essa questão.

6.1. *Lynch*

A primeira vez que se discutiu com maior profundidade quais seriam os efeitos da adoção de mecanismos procedimentais na negociação e aprovação de operações entre controladas e controladoras foi em *Kahn v. Lynch Communication Systems (“Lynch”)*⁸⁵. Nesse caso, decidiu-se que a negociação da operação por um comitê especial ou a sua aprovação pela maioria dos minoritários resulta no deslocamento do ônus da prova do controlador para o autor da ação. De acordo com esse precedente, no entanto, esses mecanismos não têm o condão de alterar o teste de revisão aplicável, que continua a ser o *entire fairness*, e não a *business judgment rule*.

Com efeito, em sua decisão, a Suprema Corte de Delaware sustentou que nas operações entre o acionista controlador e a companhia, mesmo nas hipóteses em que há negociação por conselheiros desinteressados, não se poderia assegurar que os termos definidos de fato seriam aqueles que partes independentes negociariam em uma situação de *arms’s lenght*. Devido a essa incerteza, deveria ser utilizado o *entire fairness* como meio de proteger os acionistas minoritários.

O tribunal igualmente entendeu que a aprovação da operação pelos acionistas minoritários também não seria suficiente para assegurar a sua efetiva proteção, na medida em que esses acionistas poderiam se sentir coagidos a votar pela aceitação da transação por receio de posterior retaliação dos acionistas controladores. Para a Suprema Corte, “[a]t the very least, the potential for that perception, and its possible impact upon a shareholder vote, could never be fully eliminated”.

Nesse ponto, cumpre registrar que, em seu estudo comparativo entre a aplicação de estratégias baseadas em *standards* nos Estados Unidos, no Reino Unido e na China, Chunyan Fan concluiu que,

⁸⁴ 50 A.3d 1022 (Del. Ch. 2012).

⁸⁵ *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

do ponto de vista do acionista controlador, a motivação para a utilização de uma *arm's length bargain*, por meio da instituição de comitês independentes para negociar os termos da operação, ou de se abster de votar na deliberação da operação, delegando à maioria dos acionistas minoritários o poder de decisão, é, sobretudo, o de evitar os altos custos de um litígio judicial⁸⁶.

Por conta disso, a autora critica o entendimento firmado em *Lynch* de que o *entire fairness* seria o único teste de revisão aplicável em operações envolvendo os acionistas. Isso porque, ao fim e ao cabo, o excessivo enfoque na revisão judicial dessas transações poderia desencorajar os acionistas controladores a adotarem mecanismos procedimentais (*fair dealing*), assim podendo prejudicar os próprios acionistas minoritários, notadamente em operações cuja aferição do *fair price* seja extremamente complexa. E foi nesse mesmo espírito crítico que o caso a seguir foi decidido.

6.2. MFW

A decisão tomada em *Lynch* não respondeu qual seria o *standard of review* apropriado no caso de uma operação que conte, ao mesmo tempo, com a negociação por um comitê independente e pela aprovação da maioria dos acionistas minoritários. Essa pergunta ficou em aberto por quase vinte anos, tendo sido esclarecida somente em 2013, quando do julgamento do caso *In Re MFW Shareholders Litigation*⁸⁷.

Em breve síntese, o caso envolvia uma *cash-out merger* proposta pela MacAndrews & Forbes, acionista controladora da M & F Worldwide (“MFW”), em que se ofereceu aos acionistas minoritários da MFW o valor de US\$24 por cada uma de suas ações. No entanto, desde o início da proposta, que resultaria no fechamento de capital da MFW, a MacAndrews & Forbes afirmou que não prosseguiria com a operação se ela não fosse aprovada por um comitê especial independente e pela maioria dos acionistas minoritários.

Após a sua instalação, o comitê independente se reuniu por oito vezes, contratou seus próprios assessores legais e financeiros, negociou com a MacAndrews & Forbes o aumento do valor de sua oferta para US\$25 por ação, aprovando, por fim, os termos finais propostos. Após receberem as informações relativas ao histórico de negociações da operação, 65% dos acionistas minoritários da MFW votaram a favor da operação.

Entretanto, um acionista da MFW ingressou com uma ação judicial contra os administradores da companhia e sua acionista controladora, alegando que os termos da transação não teriam sido justos,

⁸⁶ FAN, Chunyan. Ob. Cit., p. 120.

⁸⁷ 67 A.3d 496 (Del. Ch. 2013).

bem como que os membros do comitê especial não poderiam ser considerados independentes, pois teriam relações econômicas e comerciais com a MacAndrews & Forbes.

A primeira pergunta a ser respondida, assim, referia-se a qual *standard of review* deveria ser utilizado no julgamento do caso. De um lado, os acionistas controladores e administradores da MFW defendiam o uso da *business judgment rule*, enquanto, de outro, o autor da ação alegava que o *entire fairness* seria o único meio de se aferir a completa equitatividade da operação, como decidido em *Lynch*.

Em sua decisão, o então *Chancellor* Strine afirmou, ainda na primeira linha de seu voto, que o caso representava uma novel questão de direito, porque após a decisão de *Kahn v. Lynch Communication Systems* nenhuma operação submetida à avaliação da *Court of Chancery* ou da Suprema Corte de Delaware havia adotado em conjunto os dois mecanismos indicados naquela decisão como individualmente passíveis de realocar o ônus da prova para o autor da ação.

No entendimento do então *Chancellor*, que no ano seguinte foi alçado ao cargo de *Chief Justice* da Suprema Corte de Delaware, isso teria ocorrido porque os controladores não possuiriam incentivos econômicos para o uso dessa estrutura, uma vez que não sabiam exatamente quais seriam os seus efeitos em uma eventual ação judicial em que os termos da operação fossem questionados.

Salientou o juiz, ademais, que restaria claro que, no caso concreto, o comitê especial, caso tivesse sido adotado isoladamente, ensejaria o deslocamento do ônus probatório para o autor da ação, considerando: (i) a concreta independência dos membros desse comitê; (ii) o fato de que se garantiu ao comitê a possibilidade de contratar seus próprios assessores legais e financeiros, o que foi efetivamente realizado; e (iii) que o comitê tinha a possibilidade de negociar os termos da operação (e efetivamente o fez), bem como (e principalmente) o poder de vetar definitivamente a sua aprovação.

Do mesmo modo, não havia qualquer indício de que os acionistas minoritários não foram informados de todos os aspectos relevantes da operação, porque a *proxy statement* continha todas as informações materiais da transação, incluindo o fato de que o comitê no início buscou alcançar o valor de US\$30 por ação na oferta, o que foi recusado pela MacAndrews & Forbes. Tampouco foram encontradas evidências de que ocorreu algum tipo de tentativa de coação dos acionistas minoritários por parte da controladora. Ao contrário, por diversas vezes ao longo da negociação da operação foi reafirmado que ela somente prosseguiria caso satisfeitas as condicionantes anunciadas.

Diante dessas constatações, o *Chancellor* concluiu que o uso de uma estrutura como a presente naquele caso resultaria no reestabelecimento da *business judgment rule* como o *standard of review* mais apropriado, pelas razões a seguir expostas:

“A transactional structure with both these protections is fundamentally different from one with only one protection. A special committee alone ensures only that there is a bargaining agent who can negotiate price and address the collective action problem facing stockholders, but it does not provide stockholders any chance to protect themselves. A majority-of-the-minority vote provides stockholders a chance to vote on a merger proposed by a controller-dominated board, but with no chance to have an independent bargaining agent work on their behalf to negotiate the merger price, and determine whether it is a favorable one that the bargaining agent commends to the minority stockholders for acceptance at a vote. These protections are therefore incomplete and not substitutes, but are complementary and effective in tandem”.

O entendimento da *Court of Chancery* foi posteriormente ratificado pela Suprema Corte de Delaware⁸⁸. Em suma, o tribunal definiu que a *business judgment rule* se faz aplicável se: (i) o controlador condicionar a operação à aprovação tanto de um comitê especial quanto da maioria dos acionistas desinteressados; (ii) o comitê especial for independente; (iii) o comitê especial possuir o poder de selecionar livremente os seus assessores e de vetar definitivamente a operação; (iv) o comitê especial cumprir seu dever de diligência ao negociar um preço justo; (v) o voto dos minoritários for informado; e (vi) não houver coerção dos minoritários.

Enfim, no que concerne à análise de operações realizadas entre acionistas controladores e suas controladas, os entendimentos exarados no âmbito do caso envolvendo a MFW implementaram um novo marco jurisprudencial. Após essas decisões, não apenas os próprios julgamentos realizados em Delaware passaram a seguir o precedente instituído, mas também algumas decisões do Poder Judiciário de Nova York⁸⁹. E, diante da relevância da jurisprudência de Delaware em assuntos societários, esse movimento tende a se ampliar para outros tribunais norte-americanos.

7. Conclusão

A partir do estudo de múltiplos precedentes julgados no estado norte-americano de Delaware, comprova-se que, tal como afirmado por diversos autores, o uso de *standards* para a análise de operações de reestruturações societárias envolvendo companhias controladas e controladoras consiste, ao menos historicamente, na principal estratégia utilizada nesse país no contexto do conflito entre controladores e acionistas minoritários.

Para tanto, no direito norte-americano, atribui-se ao acionista controlador o papel de fiduciário, situação da qual decorre o seu dever de lealdade (*standard of conduct*) para com os acionistas

⁸⁸ *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014).

⁸⁹ *Erie Cnty. Emps. Ret. Sys. v. Blitzer (in Re Kenneth Cole Prods., Inc., S'Holder Litig)*, 52 N.E.3d 214, 280 (N.Y., 2016).

minoritários. Esse dever é analisado sob o prisma do *entire fairness test (standard of review)*, teste de revisão judicial em que cumpre ao próprio réu demonstrar a completa equitatividade da operação contestada.

Em outras palavras, o Poder Judiciário de Delaware submete as operações de reorganização societária que envolvem companhias controladoras e controladas a um escrutínio extremamente rigoroso, pairando sempre presente a possibilidade de que os controladores não consigam satisfazer o dever de demonstrar que a operação contestada foi inteiramente justa para os acionistas minoritários.

Diante desse cenário, ao longo do tempo, os próprios controladores buscaram criar mecanismos com o fim de minimizar os riscos de que fossem posteriormente condenados a indenizar os acionistas minoritários. Nesse sentido, com o objetivo de obter o efeito de devolução do ônus probatório ao minoritário autor de uma ação de indenização, os controladores passaram a não mais votar nas deliberações que possuíam interesse ou então passaram a submeter a operação à aprovação de comitês especiais integrados por administradores independentes.

Mais recentemente, os controladores chegaram ao ponto de utilizar esses dois instrumentos de legitimação conjuntamente, uma vez que essa foi a única estrutura reconhecida como suficientemente capaz de conferir uma efetiva proteção aos acionistas minoritários. O incentivo para a adoção dessa estrutura reside na restauração da *business judgment rule*, que protege os controladores de uma eventual responsabilização judicial.

Com isso, o modelo norte-americano parece ter atingido um equilíbrio ideal entre proteção dos investidores e segurança jurídica. De um lado, os minoritários não apenas contam com agentes independentes para negociar os termos da operação em seu favor, mas também possuem a oportunidade de decidir pessoalmente sobre a sua aprovação. De outro, os controladores, ao adotar essa estrutura dupla de proteção, afastam o risco de ter de indenizar os acionistas minoritários em uma posterior contestação judicial da operação.