

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 17

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 2015

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 e Viviane Perez.

Pareceristas Deste Número: Adem Bafti (UNIVAP), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Milena Donato Oliva (UERJ), Sergio Negri (UFJF), Samuel Max Gabbay (UFRN) e Vitor Monteiro (UFAL).

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

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

Revista semestral de direito empresarial. — nº 17 (julho/dezembro 2015)

. — Rio de Janeiro: Processo, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

* Publicada no primeiro semestre de 2017.

**CONSIDERAÇÕES SOBRE A APLICABILIDADE DO
ENHANCED SCRUTINY TEST DE DELAWARE À
CONDUTA DOS ADMINISTRADORES DE
COMPANHIAS ABERTAS BRASILEIRAS EM
TENTATIVAS DE AQUISIÇÃO HOSTIL¹**

**CONSIDERATIONS ON THE APPLICABILITY OF THE
DELAWARE'S ENHANCED SCRUTINY TEST TO THE CONDUCT
OF BRAZILIAN PUBLICLY HELD COMPANIES' DIRECTORS IN
HOSTILE TAKEOVER ATTEMPTS**

*Norma Jonssen Parente
João Zanine Barroso*

Resumo: As tentativas de aquisição originária de controle de companhias abertas constituem um relevante mecanismo de equilíbrio de interesses societários no mercado de capitais. Além de viabilizar uma porta de saída conjunta para acionistas insatisfeitos com a atual gestão de determinada companhia, também permitem a renovação de comando sempre que sua administração se mostrar ineficiente. Em virtude do potencial antagonismo de interesses existente entre os mais diversos agentes envolvidos neste tipo de operação, a análise da conduta de cada um deles urge por uma análise mais aguçada segundo os deveres legais a eles impostos. O presente trabalho se propõe à análise das principais questões atinentes ao conflito de interes-

¹ Artigo recebido em 18.04.2017 e aceito em 17.05.2017.

ses dos administradores em tentativas de aquisição hostil. A considerar a incipiência das discussões relativas ao tema em âmbito nacional, uma análise comparativa envolvendo a perspectiva adotada por outras jurisdições pode se mostrar de enorme utilidade prática.

Palavras-chave: Conflito de interesses. Aquisição hostil. Medidas defensivas. Deveres fiduciários. Responsabilidade civil. *Enhanced scrutiny test*.

Abstract: The takeover attempts of publicly held companies constitute a relevant mechanism for balancing corporate interests in the capital market. Not only they enable a joint way out for shareholders dissatisfied with the current management of a particular company, but also enable the renewal of command whenever its administration is inefficient. Due to the potential antagonism of interests between the agents involved in this type of deal, the analysis of the conduct of each of them urges for an enhanced review according to the legal duties imposed to them. This paper proposes the analysis of the main issues related to the conflict of interests of directors in hostile takeover attempts. Considering the incipience of the discussions regarding to this subject at national level, a comparative analysis involving other jurisdiction's perspective should be considered of extremely importance at practical level.

Keywords: Conflict of interests. Hostile takeover. Defensive measures. Fiduciary duties. Civil liability. Enhanced scrutiny test.

Sumário: 1. Introdução. 2. A aquisição originária de controle. 3. Medidas defensivas contra tentativas de aquisição hostil. 4. O conflito de interesses dos administradores em tomadas hostis. 5. A conduta esperada dos administradores de companhias abertas brasileiras em tentativas de aquisição. 5.1. O dever de diligência dos administradores em tentativas de aquisição hostil. 5.2. O dever de lealdade dos administradores em tentativas de aquisição hostil. 6. A verificação de cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores em tentativas de aquisição hostil. 6.1. A jurisprudência da Suprema Corte de Delaware e o *enhanced scrutiny test*. 6.2. *Business judgment rule* e a revi-

são judicial das decisões negociais. 6.2.1. A aplicabilidade da *business judgment rule* às decisões tomadas no âmbito de tentativas de aquisição. 6.3. A *entire fairness doctrine* e o *standard of review* aplicável a situações de conflito de interesses intrínseco dos administradores. 6.3.1. A compatibilidade da *entire fairness doctrine* com o ordenamento brasileiro. 6.4. O *enhanced scrutiny test* e o afastamento do conflito intrínseco dos administradores em tentativas de aquisição hostil. 6.4.1. A evolução do *enhanced scrutiny test*. 6.4.2. O precedente paradigma do *enhanced scrutiny test* (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.). 7. Conclusão.

1. Introdução.

Historicamente, o modelo de controle predominante dentre as companhias abertas brasileiras sempre foi majoritário, exercido por um único acionista ou grupo de acionistas agindo em conjunto detentores de mais da metade das ações com direito de voto.

No começo do século XXI, no entanto, com a criação dos segmentos diferenciados de governança corporativa da Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (“BM&FBovespa”) e o impulsionamento do papel exercido pelo mercado de capitais na economia, o número de companhias cuja a estrutura de controle não é concentrada em um único bloco majoritário de ações votantes começou a tomar proporções cada vez menos tímidas.

Muito embora ainda estejamos a léguas de distância de estruturas apresentadas por outros mercados relevantes, como o Reino Unido ou os Estados Unidos, onde a alocação dos direitos políticos é proeminentemente dispersa dentre a massa acionária, os esforços no âmbito de nosso mercado interno já começaram a dar seus primeiros frutos.

Estas mudanças estruturais não vêm à tona senão acompanhadas da necessidade de redesenhar determinados aspectos relevantes

do nosso mercado de capitais. E os contornos do mercado de controle corporativo estão longe de ser uma exceção.

Como consequência da consagrada primazia das estruturas de controle concentrado, a modalidade clássica de aquisição do controle acionário no mercado de capitais brasileiro sempre foi a da alienação de controle, atualmente prevista nos artigos 254-A a 256 da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. E não poderia ser diferente, uma vez que a aquisição do comando de uma companhia cujo controle é exercido de forma majoritária, invariavelmente presumirá a sua alienação direta pelo antigo controlador ou integrante do bloco de controle.

No entanto, o crescente surgimento de companhias com controle minoritário ou sem controlador definido abre o flanco para a ocorrência cada vez mais comum de aquisições de controle por via originária.

Se, por um lado, a aquisição derivada de controle suscita uma série de controvérsias e urge por uma gama de cuidados como, por exemplo, a correta e efetiva divisão do prêmio de controle com os demais acionistas com direito de voto, a depender da modalidade por meio da qual é praticada, a aquisição originária também pode clamar por uma análise mais cuidadosa da harmonização dos interesses em jogo.

O presente estudo objetiva introduzir uma discussão sobre o conflito de interesses dos administradores quando diante de uma tentativa de aquisição hostil. Para isto, será tomado como paradigma o tratamento conferido ao tema pela jurisprudência da Suprema Corte de Delaware e o chamado *enhanced scrutiny test*, estabelecido a partir do julgamento do *leading case Unocal Corp. v. Mesa Petroleum*, apreciado pelo tribunal em 1985.

Inicialmente, no entanto, serão tecidos breves comentários sobre os mecanismos inerentes ao mercado originário de controle corporativo, ao conflito intrínseco dos administradores quando da ado-

ção de medidas defensivas contra tentativas de aquisição e à conduta esperada dos administradores quando diante de uma tentativa de aquisição hostil.

2. A aquisição originária de controle.

O mercado de controle corporativo é uma das ferramentas mais importantes do mercado de capitais. Através dele, é possível que companhias abertas cuja administração se mostre ineficiente consigam tomar novos rumos sob o comando de um novo controlador e que acionistas controladores interessados em se desfazer do controle de determinada sociedade consigam liquidar seu ativo sem precisar aliená-lo de maneira fracionada no mercado.

Os motivos que levam um investidor a adquirir o controle acionário de determinada companhia são os mais variados. Dentre os mais comuns, podem ser citados as possíveis sinergias criadas com a combinação de operações da empresa adquirente e da empresa alienada, os benefícios privados do controle, a subvalorização da cotação das ações da empresa-alvo e até a eliminação de ameaças concorrenciais.

O controle acionário de uma sociedade anônima pode ser adquirido de duas formas distintas: (i) a título derivado; ou (ii) a título originário. A aquisição de controle será considerada derivada sempre que o antigo controlador figurar como alienante na operação. Já as aquisições originárias ocorrem sempre que o novo controlador não adquire de outrem o poder de determinar os rumos sociais, mas, ao contrário, usa os recursos disponíveis para formar um novo bloco de controle para si.

As duas maneiras mais comuns de aquisição originária de controle são a escalada em bolsa e a realização de uma oferta pública destinada a ações com direito de voto suficiente para garantir a prevalência nas deliberações assembleares.

A escalada em bolsa é geralmente utilizada por investidores que pretendem manter a intenção de adquirir o controle acionário sob sigilo. Nela, o preço pago pelo adquirente será sempre aquele praticado no mercado, uma vez que a transação será necessariamente efetuada em ambiente bursátil. Além disso, a escalada em bolsa não exige maiores providências administrativas, tais como a publicação de edital ou a contratação de instituição financeira para garantir a sua operacionalização.

O grande risco da escalada em bolsa é a quebra do seu sigilo, hipótese na qual o preço de cotação das ações-alvo será elevado rapidamente pela especulação do mercado e pelo efeito manada. Ademais, ao contrário da oferta pública, na qual o ofertante conseguirá determinar o preço total da aquisição do controle, na escalada em bolsa, ainda que não haja vazamento de informação, o adquirente estará sempre sujeito ao risco de variação no valor da cotação das ações da companhia visada.

A oferta pública de aquisição de ações (“OPA”), por seu turno, é a “proposta oferecida fora de bolsa de valores a um número indeterminado de acionistas para a celebração de um negócio jurídico, qual seja a compra de ações de determinada espécie ou classe”².

Dentre as diversas modalidades de OPA, há aquela destinada à aquisição de controle de companhia aberta, prevista no artigo 257 da Lei das S.A. Através deste mecanismo, o investidor interessado em adquirir o controle de uma companhia aberta pode realizar uma oferta fora de ambiente bursátil dirigida à totalidade dos acionistas votantes, visando adquirir tantas ações quanto necessárias para garantir o controle da companhia.

A depender das condições estabelecidas no edital da OPA, ela pode ser classificada em amigável ou hostil. Em que pese a facilidade

² PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Tra-
tado de Direito Empresarial*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, v. VI, p. 431.

de distinção teórica entre a maneira como a oferta é recebida, na prática, a sua classificação como amigável ou hostil pode se mostrar uma tarefa árdua em virtude dos múltiplos interesses envolvidos bem como das consequências jurídicas desta classificação.

Segundo Modesto Carvalhosa, a oferta será considerada amigável se “o conselho de administração considerar a proposta vantajosa para a companhia e seus acionistas (...), sendo irrelevante a forma como ela chegou ao conhecimento deste conselho”³.

A OPA hostil, por outro lado, ocorre quando a oferta lançada é nociva aos interesses sociais e dos acionistas como um todo. Caso a oferta seja assim classificada, os administradores da companhia alvo estarão autorizados a adotar medidas destinadas a preservar os interesses daqueles para com quem possuem um dever fiduciário.

3. Medidas defensivas contra tentativas de aquisição hostil.

As medidas defensivas contra tentativas de aquisição hostil são instrumentos jurídicos utilizados por administradores ou acionistas de uma companhia cujas ações são objeto de uma tentativa de aquisição, com o objetivo de impedir o sucesso da oferta em questão.

Tais estratégias podem assumir os mais diversos mecanismos, tais como a emissão de títulos ou a alteração do estatuto social para incluir disposições que tornem uma eventual aquisição de controle extremamente onerosa para o ofertante, a utilização de artifícios que impeçam o efetivo exercício do controle e, até mesmo, a tomada de medidas que tornem a companhia menos atraentes aos olhos do adquirente.

A tomada de tais medidas, no entanto, deve sempre ser pautada no melhor interesse da companhia e dos acionistas como um todo

³ CARVALHOSA, Modesto. Sociedades Anônimas In: _____ (Coord.). *Tratado de Direito Empresarial*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, v. III, p. 685.

e nunca provocar efeitos colaterais mais negativos do que aqueles que pretendia evitar.

As medidas defensivas contra tentativas de aquisição podem ser classificadas segundo uma série de critérios diversos, tais como a sua natureza jurídica, a extensão de seus efeitos e até mesmo o momento em que são adotadas em relação ao anúncio da oferta.

Como aponta João Pedro Barroso do Nascimento⁴, no entanto, com exceção à classificação temporal, as demais têm sua relevância adstrita tão somente ao mundo teórico.

Em relação ao momento em que são adotadas, as medidas defensivas podem ser classificadas em pré-oferta e pós-oferta.

São consideradas pré-oferta as medidas adotadas quando não há uma oferta em curso ou na iminência de ser lançada. Tais medidas podem assumir diferentes formas a depender da estrutura de controle da companhia.

Em companhias com controlador minoritário definido, as medidas pré-oferta costumam envolver a adoção de mecanismos de reforço de controle, impedindo que a prevalência do atual controlador seja ameaçada.

Em companhias cujo capital votante é pulverizado, por outro lado, tais medidas visam proteger a dispersão do controle, impedindo ou dificultando a formação de um bloco de controle ou o seu exercício por um investidor individual ou grupo de acionistas atuando em conjunto.

Por envolverem, na maioria das vezes, a inclusão de mecanismos no próprio estatuto social da companhia, o processo de adoção das medidas defensivas pré-oferta no Brasil costuma depender da sua aprovação da assembleia geral, o que mitiga o viés conflituoso da deliberação.

⁴ NASCIMENTO, João Pedro Barroso do. *Medidas Defensivas à Tomada de Controle de Companhias*. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 118.

No Brasil o exemplo mais comum de medidas defensivas pré-oferta são as *brazilian pills* adotadas por algumas companhias abertas com o objetivo de garantir a dispersão de seu capital e que, apesar de inspiradas nas *poison pills* norte-americanas, mais se assemelham à *mandatory bid* prevista no artigo 5º da Diretiva 2004/25/CE do Parlamento Europeu e do Conselho da União Europeia.

Por meio das *brazilian pills*, qualquer acionista que atinja participação no capital votante de determinada companhia superior a um percentual específico, conhecido como “gatilho”, fica obrigado a realizar uma oferta pública de aquisições destinada à totalidade das ações com direito de voto da companhia a um valor calculado de acordo com critério preestabelecido, geralmente muito acima do valor justo do ativo.

Já as medidas defensivas pós-oferta, que são aquelas tomadas no curso de uma oferta pública ou na iminência de seu anúncio. Por representarem uma resposta mais imediata contra uma eventual ameaça ao interesse social e dos acionistas como um todo, costumam ser adotadas pela própria administração da companhia alvo, o que dá margem a um maior risco de conflito de interesses no processo decisório, uma vez que o interesse individual daqueles que decidem adotá-las pode não estar inteiramente alinhado com o dos acionistas para com os quais possuem um dever fiduciário.

4. O conflito de interesses dos administradores em tomadas hostis.

Os administradores de companhias abertas alvo de tentativas de aquisição tem papel determinante no sucesso ou fracasso da empreitada e, em virtude do alto risco de conflito de interesses incutido neste tipo de operação, a sua atuação deve ser examinada *cum grano salis*.

Isto porque independente do motivo que tenha levado um investidor a tentar adquirir o controle de determinada companhia aber-

ta, uma vez que tenha consolidado a sua posição, certamente pretenderá comandá-la à sua maneira.

Ademais, considerando que, via de regra, a ineficiência da administração da companhia é pressuposto fático para a concretização da transação originária de controle, o novo controlador quase que invariavelmente se livrará dos antigos administradores ineficientes.

Isto significa que os administradores existentes antes da aquisição de controle serão destituídos e substituídos por outros indicados pelo novo controlador.

Em outras palavras, sempre que ocorrer uma tomada hostil de controle, os administradores da companhia alvo serão destituídos e substituídos por profissionais de confiança do novo acionista controlador.

Como consequência, o sucesso de uma tentativa de aquisição hostil será presumidamente contrário aos interesses dos administradores, que temerão pela perda de seus cargos e dos benefícios conexos.

Nas hipóteses em que a tentativa de aquisição for contrária ao interesse social e dos acionistas como um todo, presume-se haver convergência de interesses na medida em que a frustração da oferta beneficiará acionistas e administradores de igual modo.

Caso, no entanto, o sucesso da oferta represente um benefício para os acionistas e não ameace o interesse social, haverá antagonismo de interesses entre administradores e acionistas na medida em que, se por um lado os administradores devem observar os deveres fiduciários a eles impostos e perseguir o melhor interesse daqueles que confiaram o próprio patrimônio à sua administração, por outro o atendimento a estes mesmos interesses pode representar uma ameaça aos interesses pessoais dos próprios administradores.

O potencial antagonismo entre a conduta fiduciária esperada e a preservação de seus interesses individuais constitui a pedra de

toque do conflito de interesses dos administradores em tentativas de aquisição hostil.

Em regra, quando um ou mais administradores se encontram conflitados em relação a determinada matéria, é recomendado que se abstenham de deliberá-la, fazendo consignar em ata a natureza e extensão de seu conflito.

Há situações, no entanto, como as tentativas de aquisição hostil, nas quais o espectro conflituoso permeia o conselho de administração por inteiro. Assim, a não intervenção dos administradores potencialmente conflitados significaria, por indução lógica, a inércia do conselho de administração.

Desta maneira, para que a companhia e os próprios acionistas não fiquem prejudicados, é necessário afastar do centro da tomada da decisão aqueles cujo interesse é conflitante com o da companhia ou estabelecer mecanismos destinados a mitigar o seu conflito de interesses, garantindo o seu efetivo cumprimento na tomada das decisões concernentes à tentativa de aquisição em questão.

5. A conduta esperada dos administradores de companhias abertas brasileiras em tentativa de aquisição.

Com a criação das sociedades anônimas no século XVIII, houve também o surgimento, no direito societário, do fenômeno da cisão funcional entre a propriedade e gestão dos negócios sociais.

Ao revés do que ocorre no modelo clássico de gestão, onde o proprietário do empreendimento é também responsável pela sua administração direta, nas sociedades anônimas a gestão dos negócios sociais é exercida por outros que não seus acionistas.

Se, por um lado, o modelo corporativo permite que investidores que a princípio não são especialistas nas atividades desempenhadas pela companhia consigam aplicar seus recursos em determinado

segmento, por outro, sujeita os acionistas a um risco moral diante dos administradores.

Em que pese a controvérsia que ainda hoje gira ao seu redor, a discussão sobre os riscos que permeiam a existência deste conflito de interesses está longe de ser um tema novel. Já no século XVIII, ano em que foi publicada “*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*”, o economista Adam Smith tecia comentários sobre os riscos da gestão fiduciária:

*The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.*⁵

Apesar das corretas observações do economista, à época em que a obra foi publicada não haviam sido estabelecidos os deveres fiduciários dos administradores, hoje presentes na quase totalidade das legislações societárias.

A existência de tais deveres é pressuposto indispensável para a existência de uma gestão fiduciária na medida em que força os administradores a vigiarem o patrimônio alheio com probidade, diligência e lealdade para com a companhia que administram e seus acionistas como um todo.

Tais deveres devem estar sempre presentes na condução dos negócios sociais pelos administradores, bem como na tomada de todas e quaisquer decisões negociais, ainda que estas envolvam quedar-se inertes.

E é exatamente a observância dos deveres fiduciários que garante a legitimidade da atuação dos administradores, impedindo que estes sejam responsabilizados por eventuais danos causados à com-

5 SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. São Paulo: MetaLibri Digital Library, 2009, v. V, p. 563.

panhia e à massa acionária como um todo ou que as decisões por eles tomadas sejam revistas administrativa ou judicialmente.

As situações em que determinada companhia se torna alvo de uma tentativa de aquisição hostil não constituem qualquer exceção. Os administradores deverão se comportar diante da investida, seja ela amigável ou hostil, sempre pautados pelos deveres fiduciários a eles impostos, hipótese na qual será afastada a sua responsabilização pelos danos eventualmente causados ou revisão de seus atos.

No Brasil, os administradores de companhias abertas devem pautar sua conduta de acordo principalmente com os deveres de diligência e de lealdade, previstos nos artigos 153 e 155 da Lei das S.A., respectivamente.

Tais deveres também devem ser observados quando diante de uma tentativa de aquisição hostil.

5.1. O dever de diligência dos administradores em tentativas de aquisição hostil.

O dever de diligência, imposto nos termos no artigo 153, da Lei das S.A., determina que o administrador deva empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios negócios.

Apesar de o administrador não ser, em princípio, proprietário da companhia, a lei exige que ele atue na defesa dos interesses sociais como se proprietário fosse.

No entanto, tal padrão de conduta não se confunde com o *bonus pater familias*, originário do direito romano. Isto porque, ao contrário do *pater familias*, que deve envidar os melhores esforços para preservação da coisa que lhe foi entregue, a atividade do admi-

nistrador envolve necessariamente a assunção dos mais diversos riscos em nome da companhia, sem os quais não haveria possibilidade de lucro.

Desta maneira, a conduta esperada deve permitir a assunção dos riscos necessários para o sucesso do empreendimento, sem, no entanto, ameaçar continuidade da empresa sem que haja um propósito aparente.

Valendo-se da textura aberta, a solução alcançada pela norma foi o estabelecimento de um padrão de conduta capaz de ser adequado a cada contingência fática, mesmo que não idealizada pelo legislador.

Sobre a opção hermenêutica adotada, são de extrema valia as observações de Noel Struchiner, de acordo com as quais “[t]ais padrões, veiculados em regras, funcionariam de maneira automática na experiência do direito, dado que cidadãos e autoridades oficiais os internalizariam e os observariam sem grandes problemas”⁶.

Assim, mesmo que o texto da lei permaneça estático, a doutrina e a jurisprudência se encarregarão de adequá-lo à conjuntura e à realidade fática por ele regidas.

Para Eizirik⁷, o dever de diligência pode ser consubstanciado em cinco aspectos principais: (i) o dever de se qualificar para o exercício do cargo; (ii) o dever de bem administrar; (iii) o dever de se informar; (iv) o dever de investigar; e (v) o dever de vigiar.

Todos estes aspectos visam garantir que o administrador tome os cuidados necessários para decidir de maneira fundamentada a melhor maneira de agir ou não agir quando diante de uma oportunidade

6 STRUCHINER, Noel. *Novas fronteiras da teoria do direito: da filosofia moral à psicologia experimental*. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora PoD e Editora PUC-Rio, 2014, p. 180.

7 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. *Mercado de Capitais — regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 430.

comercial ou uma ameaça aos interesses da companhia e dos acionistas como um todo.

As situações em que a companhia se vê diante de uma tentativa de tomada hostil não constituem qualquer exceção a esta regra.

Sempre que os administradores de uma companhia tomarem conhecimento de uma tentativa de aquisição, deverão igualmente agir de forma proa, diligente e proativa, de modo a defender os interesses da companhia e dos acionistas como um todo.

O dever de diligência nestas situações envolve primordialmente a reunião das informações necessárias à fundamentação da decisão de como se posicionar frente à oferta em questão, bem como a conveniência e necessidade da eventual tomada de medidas defensivas.

Desta maneira, é necessário que os administradores inicialmente consigam identificar de maneira razoável se a tentativa de tomada de controle em questão representa de fato uma ameaça ao interesse social.

Este primeiro passo representa o corolário dos requisitos de informação e investigação apontados por Eizirike pode ser cumprido através da contratação de peritos ou empresas especializadas para realizar uma avaliação a respeito da conveniência econômica da oferta em questão.

No entanto, consoante o disposto no artigo 154 da Lei das S.A., a conveniência econômica da oferta por companhias brasileiras não está adstrita a quesitos meramente econômicos, mas se estende aos efeitos provocados sobre o bem público e a função social da empresa.

Caso, com base no material diligentemente reunido, os administradores entendam que a tentativa de aquisição representa uma ameaça aos interesses sociais, estarão obrigados a tomar todas as medidas necessárias para defender o interesse social.

5.2. O dever de lealdade dos administradores em tentativas de aquisição hostil.

O dever de lealdade, assim como o dever de diligência, constitui corolário dos deveres fiduciários dos administradores.

Como aponta Carvalhosa, “a regra societária consagra o dever de lealdade, no âmbito do dever fiduciário, a par do dever de diligência”⁸. No entanto, ao contrário do seu par, o dever de lealdade situa-se no campo subjetivo do administrador.

Enquanto o dever de diligência promove a proatividade e a informação do administrador com o objetivo de viabilizar o desenvolvimento da companhia, o dever de lealdade busca garantir que os atos praticados por eles tenham como único objetivo atender ao interesse social.

Nas palavras de Carvalhosa: “A regra é que não poderão os administradores buscar, em primeiro lugar, os seus interesses pessoais”⁹.

Assim, como decorrência do dever de lealdade, os administradores ficam impedidos de utilizar a companhia e os negócios sociais para atingir quaisquer fins que não aqueles necessários para a persecução do interesse social ou o interesse dos acionistas como um todo.

Este impedimento também se estende às situações em que os administradores adotam medidas defensivas contra tentativas de aquisição hostil.

É consenso entre todos os sistemas legais que a tomada de tais medidas somente pode ocorrer com o objetivo de atender aos interesses sociais e dos acionistas coletivamente.

8 CARVALHOSA, Modesto, op. cit., p. 851.

9 CARVALHOSA, Modesto. loc. cit., p. 851.

Desta maneira, caso o administrador tente frustrar uma oferta ou promovê-la para atender interesses próprios ou de terceiros, estará violando o seu dever de lealdade.

A este respeito, os procedimentos sugeridos para o cumprimento do dever de diligência nestas situações também podem ser utilizados para a verificação do dever de lealdade.

Isto porque, caso as informações coletadas pelos administradores apontem para a inconveniência da oferta, presumir-se-á que, ao adotar medidas defensivas visando frustrá-la, o administrador estará agindo com lealdade à companhia e aos acionistas.

Se, por outro lado, o arcabouço fático apontar para a conveniência da oferta, os administradores ficarão impedidos de tomar medidas defensivas, salvo se para melhorar as condições inicialmente oferecidas pelas ações da companhia.

6. A verificação de cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores em tentativas de aquisição hostil.

Em que pese a trivialidade da obrigação dos administradores em observar seus deveres fiduciários quando diante de uma tentativa de aquisição, a depender do caso fático sob análise, a sua verificação pode remanescer em uma zona cinzenta.

A solução para esta questão pode ser encontrada por diversas vias distintas, como a inclusão de mecanismos no próprio estatuto da companhia, a associação a entidades autorreguladoras ou o estabelecimento de mecanismos legais específicos.

Seja qual for a alternativa adotada, ela necessariamente envolverá: (i) o afastamento dos administradores da tomada das decisões relativas ao posicionamento da companhia e eventuais tomadas de medidas defensivas em relação à tentativa de aquisição; ou (ii) o estabelecimento de mecanismos procedimentais destinados a verificar

o atendimento ao interesse social e o cumprimento dos deveres fiduciários por parte dos administradores em tais situações.

Ambas as alternativas apresentam vantagens e desvantagens. Se por um lado o afastamento do centro decisório garante que a decisão será tomada por um órgão isento, por outro, a depender do órgão escolhido, poderá significar a perda de prontidão e rapidez na tomada de tal decisão. Já o estabelecimento de mecanismos procedimentais, apesar de prezar pela efetividade e *timing* da resposta a uma eventual ameaça, não elimina por completo o risco de agência na prática.

A escolha entre uma ou outra alternativa, seja a nível individual ou genérico, é uma tarefa árdua e deverá levar em conta uma série de variáveis, tais como o arcabouço legal e regulatório aplicáveis, o contexto histórico-legislativo e as peculiaridades do mercado de capitais interno de cada jurisdição.

Em virtude da incipiência mercado originário de controle corporativo no Brasil, ao revés da legislação de jurisdições em que tais aquisições costumam ocorrer com maior frequência, o ordenamento brasileiro não conta com regras específicas voltadas para a verificação do cumprimento dos deveres fiduciários e o afastamento do conflito de interesses dos administradores quando diante de tentativas de aquisição hostil.

Compreender a maneira como o tema é abordado e os mecanismos idealizados por outras jurisdições para tratar do assunto constitui passo relevante em direção à introdução de uma discussão a nível interno no Brasil.

Jurisdições como Reino Unido, União Europeia e o estado de Delaware possuem mecanismos genéricos específicos para lidar com estas situações¹⁰. No entanto, sem adentrar no mérito da efetividade

10 Para uma análise mais detalhada dos mecanismos existentes em cada uma das jurisdições citadas, cf. BARROSO, J. *Conflito de Interesses dos Administradores em Tentativas de Aquisição*

de cada modelo, por originar-se de uma construção jurisprudencial cujo embasamento legal são deveres fiduciários muito semelhantes aos existentes na legislação societária brasileira, o modelo adotado pelo estado de Delaware é o que permite maior adequação ao nosso ordenamento.

6.1. A jurisprudência da Suprema Corte de Delaware e o *enhanced scrutiny test*.

De acordo com estudo publicado em 2009 pelo *State of Delaware Division of Corporations* a maior parte das grandes corporações norte-americanas estaria constituída sob a sua jurisdição, incluindo cerca de 63% das empresas listadas pela Fortune 500, além de mais da metade das empresas listadas nas bolsas de valores dos Estados Unidos da América.

Como consequência direta, a maioria das aquisições hostis ocorridas nos Estados Unidos tem como alvo companhias incorporadas sob a jurisdição de Delaware, sendo o seu Poder Judiciário responsável por apreciar o maior volume de casos envolvendo a legitimidade da tomada de medidas defensivas contra tentativas de aquisição dentre os demais estados da Federação.

A apreciação reiterada destes casos contribuiu de maneira determinante para que a Suprema Corte de Delaware estabelecesse vasta jurisprudência sobre a verificação do cumprimento os deveres fiduciários dos administradores quando diante de uma tentativa de aquisição hostil.

A partir desta jurisprudência, os tribunais de Delaware puderam estabelecer determinados “*standards of review*” utilizados para

Hostil: Uma Análise Comparativa entre Brasil, Delaware, Reino Unido e União Europeia. 2016. 149 f. Monografia (Graduação em Direito) – Departamento de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2016.

determinar se ao tomarem tais medidas os administradores violaram seus deveres fiduciários e, conseqüentemente, se poderão ser responsabilizados e seus atos revistos pelo Judiciário.

O mais abrangente dentre tais *standards* — conhecido por *enhanced scrutiny test* ou “Teste Unocal”¹¹ — foi idealizado com base em outros dois *standards* delineados pela mesma Suprema Corte de Delaware: a *business judgment rule*, aplicável a decisões negociais em geral, e o *intrinsic fairness test*, aplicável a transações com partes relacionadas.

6.2. Business judgment rule e a revisão judicial das decisões negociais.

A *business judgment rule*, ou regra da decisão negocial, é a presunção *juris tantum* de que, ao tomar uma decisão negocial, o administrador de uma companhia terá atuado de maneira informada, de boa-fé e acreditando que a decisão foi tomada no melhor interesse da companhia.

Tal presunção decorre do fato de que, caso o administrador tenha agido de acordo com os deveres fiduciários a ele impostos, não poderá ser responsabilizado pelos prejuízos eventualmente causados e suas decisões não poderão ser revistas pelo Poder Judiciário¹².

Esta regra é elemento fundamental para a garantia da independência decisória do administrador, que precisa se sentir confortável para assumir riscos em nome da sociedade, sem os quais a atividade empresarial estaria fadada ao fracasso.

11 Terminologia utilizada em referência ao *leading case* do qual origina.

12 CAHN, Andreas; DONALD, David. *Comparative Company Law: text and cases on the laws governing corporations in Germany, the UK and the USA*. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p. 410.

Para que a *business judgment rule* possa ser aplicada é necessária a presença de quatro elementos, quais sejam: (i) a ocorrência de uma decisão negocial; (ii) o desinteresse e a independência do administrador; (iii) a diligência; e (iv) a boa-fé.

Não há na jurisprudência especializada ou no ordenamento alienígena uma definição objetiva sobre o que seria uma “decisão negocial”¹³. No entanto, tal conceito deve abranger não apenas os atos comissivos dos administradores, mas também os omissivos conscientes, uma vez que a opção consciente por não agir em determinada situação envolve a tomada de uma decisão estratégica em nome da sociedade.

No que tange à independência e desinteresse, não estarão imediatamente protegidas pela *business judgment rule* as decisões tomadas por administrador que tenha interesses extrassociais na deliberação. Nesta hipótese, não é necessário que o autor comprove que o administrador tenha privilegiado interesses que não o social, mas tão somente a existência de interesse pessoal direto ou indireto que ponham em dúvida o cumprimento do seu dever de lealdade, hipótese na qual o *onus probandi* será revertido e caberá ao réu comprovar a sua inocência. Tal requisito deriva diretamente do dever de lealdade, de acordo com o qual o administrador deve agir pautado sempre pelo interesse social legítimo.

Em relação à diligência na tomada da decisão, esta será verificada por meio da atuação informada do administrador. Para que a decisão seja considerada informada, no entanto, não é necessário que este tenha conhecimento de todos os dados fáticos e técnicos relacionados à situação, mas ao menos aqueles razoavelmente necessários e disponíveis¹⁴.

13 BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 132.

14 Ibidem, p. 137.

Aqui, mais uma vez, os quesitos da *business judgment rule* se deparam com conceito jurídico indeterminado, uma vez que não há como estabelecer em abstrato quais seriam as “informações necessárias” para se tomar uma decisão negocial de maneira informada. Um possível indicador do nível informacional seria *agross negligence*¹⁵, que também não conta com uma conceituação objetiva.

Por fim, o quarto e último elemento da *business judgment rule*, traduzido na boa-fé dos administradores, também reside na textura aberta do direito. Isto porque, como salienta Brigagão¹⁶, a própria jurisprudência especializada não é uníssona no que concerne à verificação da boa-fé em sede da *business judgment rule*.

Na legislação civil pátria, inspirada no Código Civil alemão de 1900 (“BGB”), a boa-fé é contemplada tanto em sua forma subjetiva, inspirada no conceito de *guter glauben*, quanto objetiva (*treu und glauben*). A primeira forma diz respeito ao âmago do agente, em seu aspecto psicológico. A boa-fé objetiva, por outro lado, “não diz respeito ao estado mental subjetivo do agente, mas sim ao seu comportamento em determinada relação jurídica de cooperação. O seu conteúdo consiste em um padrão de conduta, variando as suas exigências de acordo com o tipo de relação existente entre as partes”¹⁷.

Para que uma decisão negocial fracassada possa ser revista judicialmente e o administrador possa ser pessoalmente responsabilizado civil e administrativamente, é necessário primeiro que o autor da ação comprove que o processo decisório adotado não tenha sido (i) independente e desinteressado; (ii) diligente; ou (iii) conduzido com boa-fé.

15 SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S.A.: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, p. 200.

16 BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello, op. cit., p. 143.

17 PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2011, v. II, p.18.

Se o autor falhar em comprovar a ausência de ao menos um destes elementos, a decisão do administrador será protegida pela *business judgment rule* e ele não poderá ser responsabilizado pelos prejuízos decorrentes de decisões desacertadas.

Caso o reclamante consiga apresentar e comprovar circunstâncias suficientes para afastar a *business judgment rule*, no entanto, haverá a inversão do ônus da prova e caberá ao administrador comprovar que não violou seus deveres fiduciários ou que não causou prejuízos à companhia.

Vale frisar que o não atendimento à *business judgment rule* não implica necessariamente na imediata responsabilização do administrador, mas apenas a inexistência de presunção de boa-fé na tomada de suas decisões, recaindo sobre ele o ônus de comprovar sua inocência.

6.2.1. A aplicabilidade da *business judgment rule* às decisões tomadas no âmbito de tentativas de aquisição.

A proteção da *business judgment rule* é também aplicável às decisões tomadas por administradores envolvendo a adoção de medidas defensivas contra tentativas de aquisição.

Esta dinâmica foi objeto de apreciação pela Suprema Corte de Delaware em *Pogostin v. Rice*¹⁸, ocasião na qual entendeu-se que, ao questionar a rejeição da oferta formulada pela Tamco Enterprises Inc. visando ações de emissão da City Investing Company, o acionista

18 UNITED STATES OF AMERICA. Supreme Court of Delaware. Bernard Pogostin Ann Brown and Irwin J. Newman v. W. Thomas RICE, Eliot H. Stein, Fred Sullivan, A. Lightfoot Walker, Arthur C. Babson, Francis L. Cappaert, Edwin I. Hatch, Peter C. Huang, George T. Scharfenberger, Joe E. Lonning, Daniel E. Lyons, Stephen E. O'Neil, Eben W. Pyne, John H. Washburn and City Investing Company (480 A 2d 619, 624). Mr. Justice Moore. Submitted: jan. 9, 1984. Decided: jun. 21, 1984.

Bernard Pogostin não havia apresentado fatos capazes de afastar a incidência da *business judgment rule* e, portanto, seu pleito deveria ser recusado¹⁹.

Com base neste precedente, ficou estabelecido que, sendo negocial a decisão de classificar uma oferta como amigável ou hostil e/ou adotar medidas defensivas contra ela, o administrador estará protegido pela *business judgment rule*, cabendo ao eventual acusador o ônus de comprovar que o réu não teria agido de maneira desinteressada, independente, diligente e de boa-fé.

6.3. A *entire fairness doctrine* e o *standard of review* aplicável a situações de conflito de interesses intrínseco dos administradores.

Muito embora a responsabilização e revisão judicial de decisões tomadas por administradores dependa da superação da *business judgment rule* pelo acusador, a derrubada de tal presunção não importa na automática responsabilização e revisão da decisão tomada pelo acusado.

Caso o demandante consiga comprovar a ausência de ao menos um dos elementos da regra, o que ocorrerá é a inversão do ônus da prova, cabendo ao administrador comprovar que agiu de acordo com seus deveres fiduciários e que não causou qualquer dano à companhia.

19 “Under the Aronson test we are satisfied that the allegations in the complaint fail to create a reasonable doubt that the outside directors of City were entitled to the protections of the business judgment rule” (UNITED STATES OF AMERICA. Supreme Court of Delaware. Bernard Pogostin Ann Brown and Irwin J. Newman v. W. Thomas RICE, Eliot H. Stein, Fred Sullivan, A. Lightfoot Walker, Arthur C. Babson, Francis L. Cappaert, Edwin I. Hatch, Peter C. Huang, George T. Scharfenberger, Joe E. Lonning, Daniel E. Lyons, Stephen E. O’Neil, Eben W. Pyne, John H. Washburn and City Investing Company (480 A 2d 619, 624). Mr. Justice Moore. Submitted: jan. 9, 1984. Decided: jun. 21, 1984)

Caso o administrador consiga comprovar o cumprimento do dever fiduciário posto em xeque, o *onus probandi* se reverterá e recairá mais uma vez sobre o acusador.

As transações com partes relacionadas são o exemplo clássico das situações nas quais ao menos um dos elementos da *business judgment rule* é presumidamente afastado.

O termo “parte relacionada” não possui uma conceituação objetiva. No Brasil, no entanto, esta indefinição é ao menos mitigada em termos regulamentares por meio da Deliberação CVM nº 642/10, que aprova o Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis sobre divulgação de partes relacionadas, oferecendo um elenco de agentes considerados como tal.

A expressão “transação com parte relacionada” pode ser utilizada para designar os negócios contratados entre a companhia e um vasto elenco de contrapartes. A depender da contraparte, no entanto, em virtude da natureza de seu vínculo com os administradores, estes estarão sujeitos a um altíssimo grau de conflito de interesses ao deliberar e negociar as bases e materialização das transações que envolverem aquela.

Afinal, a depender da natureza da contraparte, a lealdade dos administradores pode ser posta em dúvida. Caso, por exemplo, o negócio seja contratado entre a companhia e o próprio administrador responsável pela tomada da decisão ou qualquer pessoa a ele ligada, restará nitidamente configurado o conflito de interesses na operação. Outro clássico exemplo ocorre nas situações em que um órgão colegiado, cuja maioria de seus membros é ligada e/ou foi indicada por determinado acionista, decide se e em que bases a companhia irá contratar com este mesmo acionista.

Nestas situações, a presunção da *business judgment rule* não poderá ser aplicada de maneira imediata, uma vez que haverá presunção de ausência de ao menos um dos quesitos da regra. Antes que

a *business judgment rule* possa ser acionada, o administrador conflitado ou os administradores conflitados, conforme o caso, deverão demonstrar que, apesar do conflito intrínseco, atuaram dentro dos limites de seus deveres fiduciários.

Assim, deverão os acusados comprovarem que as bases contratadas com a parte relacionada foram as mesmas que seriam acordadas caso a negociação fosse conduzida com uma contraparte independente.

Um dos precedentes mais paradigmáticos da jurisprudência da Suprema Corte de Delaware sobre o tema é a decisão exarada no caso *Sinclair Oil v. Levien*²⁰, que, apesar de versar sobre deveres fiduciários do acionista controlador, pode ser aplicada *mutatis mutandis* aos administradores. Nos termos da referida decisão:

When the situation involves a parent and a subsidiary, with the parent controlling the transaction and fixing the terms, the test of intrinsic fairness, with its resulting shifting of the burden of proof, is applied.

Assim, de acordo com o precedente em comento, para que a *business judgment rule* possa ser aplicada às decisões tomadas por administradores em situações de conflito de interesses, é necessário que estes primeiramente atendam a um *intrinsic fairness test*.

Tal qual a *business judgment rule*, o *intrinsic fairness test* (também designado como *entire fairness test*) envolve a apreciação de quesitos meramente formais da tomada da decisão negocial. No entanto, ao revés daquela regra, esta envolve um ônus probatório por parte do acusado, que deve comprovar o atendimento a determinados requisitos para que possa ser protegido pela presunção de boa-fé, desinteresse e informação.

20 UNITED STATES OF AMERICA. Supreme Court of Delaware. *Sinclair Oil Corporation v. Francis S. Levien* (280 A.2d 717). Mr. Justice Wolcott. Submitted: jun., 18, 1971.

Destarte, o *entire fairness test* consiste em um procedimento de dupla verificação no qual o administrador deve comprovar ter havido comutatividade no processo de negociação (“*fair dealing*”) e nas condições contratadas (“*fair price*”). A este respeito, não poderiam ser mais singelas as considerações tecidas pela Suprema Corte de Delaware no caso *Krasner v. Moffett*:

In the first issue raised on appeal, the plaintiffs contend that the Court of Chancery erred as a matter of law in dismissing the complaint under the business judgment rule. They argue that the allegations of the complaint implicate ab initio the entire fairness standard, under which the defendants affirmatively bear the burden of showing fair price and fair dealing. (Grifos do autor)²¹

A comprovação de atendimento ao *fair dealing* deve levar em consideração o processo e negociação da transação sob análise, o que envolve as mais diversas variantes, tais como o modo de condução das negociações, o modo como a oportunidade chegou aos ouvidos da administração e até a possível procura de outros concorrentes. Já o *fair price* concerne aos aspectos econômico-financeiros da transação e obedece a critérios de verificação mais objetivos do que o *fair dealing*.

A verificação do *fair dealing* poderá ocorrer, por exemplo, com base nos documentos disponibilizados pela companhia que façam referência ao processo de decisão, tais como atas, comunicados e propostas. Por envolver variáveis mais facilmente verificáveis de maneira objetiva também é comum que o *fair price* seja evidenciado através da contratação de *fairness opinions* elaboradas por um avaliador independente a respeito das condições financeiras do negócio.

21 UNITED STATES OF AMERICA. Supreme Court of Delaware. Daniel W. Krasner, Gregory J. Sheffield, and Moise Katz v. James R. MOFFETT, Rene L. Latiolais, Terrell J. Brown, Thomas D. Clark, Jr., B.M. Rankin, Jr., Richard C. Adkerson, Robert M. Wohleber, Freeport-McMoRan Sulfur, Inc., and McMoRan Oil & Gas Co. (826 A.2d 277). Mr. Justice Veasey. Submitted: apr. 8, 2003. Decided: jun. 18, 2003.

Outras formas largamente utilizadas para garantir tanto o *fair dealing* quanto o *fair price* são: (i) a constituição de um comitê de negociação independente; (ii) a submissão das bases proposta à aprovação dos conselheiros independentes, no caso de conflito estrutural; e (iii) o deslocamento do centro decisório para assembleia geral de acionistas.

6.3.1. A compatibilidade da *entire fairness doctrine* com o ordenamento brasileiro.

No Brasil a aplicação da *entire fairness doctrine* às transações contratadas entre a companhia e os próprios administradores encontra correspondência positivada no artigo 156, §1º, da Lei nº 6.404/76, de acordo com o qual o administrador somente pode contratar com a companhia em condições razoáveis ou equitativas, idênticas às que prevalecem no mercado ou em que a companhia contrataria com terceiros.

De igual modo, a jurisprudência administrativa da Comissão de Valores Mobiliários também tem reconhecido a sua aplicação aos negócios contratados em bases conflitadas. A este respeito, são de grande valia as considerações feitas pelo Diretor Pedro Marcílio no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2005/1443, julgado em 21 de março de 2006:

Aqui seria oportuno mencionar que o tratamento da legislação brasileira não é mais oneroso do que o conferido na jurisprudência norte-americana que, ao transferir o dever fiduciário para o acionista controlador, exige a prova do *entire fairness* (justiça integral) ou o *intrinsic fairness* (justiça intrínseca) nas operações que o beneficiem.
(...)

O § 1º do art. 156 estabelece a necessidade de comutatividade (condições razoáveis e equitativas) e liga-a não só às condições de mercado, mas também às condições em que a companhia contrataria com terceiros. Estabelece, portanto, critérios semelhantes ao *entire fairness* (justiça integral) ou o

intrinsic fairness (justiça intrínseca), mencionados quando discuti o padrão de revisão da conduta do acionista controlador em operações em que tinha interesse.²²

6.4. O *enhanced scrutiny test* e o afastamento do conflito intrínseco dos administradores em tentativas de aquisição hostil.

6.4.1. A evolução do *enhanced scrutiny test*.

O *enhanced scrutiny test*, também conhecido como *enhanced business judgment rule*, tal qual o *intrinsic fairness test*, representa um *standard* de verificação do cumprimento dos deveres fiduciários dos administradores nas situações em que o seu conflito de interesses é presumido.

Assim como nas transações com partes relacionadas, pela própria dinâmica da operação, a tomada de medidas defensivas contra tentativas de aquisição também presume a existência de um conflito de interesses intrínseco e estrutural da administração da companhia alvo, impedindo que a *business judgment rule* seja aplicada de maneira imediata.

Desta maneira, para que os administradores possam gozar da presunção de boa-fé e cumprimento dos deveres fiduciários na adoção de tais medidas, deverão primeiro satisfazer os requisitos do *enhanced scrutiny test*, que, uma vez superado, reverterá o ônus probatório para o autor da ação.

Caso os acusados falhem em atender a tais exigências, as medidas defensivas por eles adotadas poderão ser revistas judicialmente em sua substância e os agentes responsáveis, responsabilizados.

Tal qual o *entire fairness*, o *enhanced scrutiny* materializa-se

22 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. Processo Administrativo Sancionador nº RJ2005/1443. Relator: Marcelo Fernandez Trindade. Data de Julgamento: 10.05.2006.

em um teste em duas etapas. No entanto, por ter sido estabelecido para lidar especificamente com situações de adoção de medidas defensivas pela administração de companhias alvo de tentativas de aquisição, suas características possuem peculiaridades adaptadas a tais situações.

O *enhanced scrutiny test* tem sua origem na decisão proferida pela Suprema Corte de Delaware no caso *Unocal v. Mesa Petroleum*²³, no qual foi apreciada a legitimidade da tomada de medidas defensivas pelos administradores da Unocal Corporation contra a tentativa de aquisição coercitiva protagonizada pela Mesa Petroleum Corporation.

Em momento posterior, o teste foi sofrendo ramificações para atender de maneira mais específica determinadas situações com as quais os administradores de companhias alvo por ventura viessem a se deparar. Dentre os mais relevantes paradigmas destas ramificações podem ser citadas as decisões exaradas pela Suprema Corte de Delaware nos casos *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings Inc.*²⁴; *Unitrin, Inc. v. American General Corp.*²⁵; e *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*²⁶.

23 DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Supreme Court of Delaware. nocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. (493 A.2d 946). Mr. Justice Moore. Submitted: may 16, 1985. Oral Decision: may 17, 1985. Written Decision: june 10, 1985.

24 DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Revlon, Inc., a Delaware corporation, Michel C. Bergerac, Simon Aldewereld, Sander P. Alexander, Jay I. Bennett, Irving J. Bottner, Jacob Burns, Lewis L. Glucksman, John Loudon, Aileen Mehle, Samuel L. Simmons, Ian R. Wilson, Paul P. Woolard, Ezra K. Zilkha, Forstmann Little & Co., and Forstmann Little & Co. Subordinated Debt and Equity Management Buyout Partnership-II v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. (506 A.2d 173). Mr. Justice Moore. Submitted: oct. 31, 1985. Oral Decision: nov. 01, 1985. Written Opinion: mar. 13, 1986.

25 DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Unitrin, Inc., James E. Annable, Reuben L. Hellund, Jerrold V. Jerome, George A. Roberts, Fayez S. Sarofim, Henry E. Singleton and Richard C. Viev. American General Corp. (651 A.2d 1361). Mr. Justice Holland. Submitted: dec. 6, 1994. Decided: jan. 11, 1995.

26 DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Paramount Communications, Inc. and Kds Acquisitions Corp. V. Time Incorporated (571 A.2d 1140, 565 A.2d 280). Mr. Justice Horsey. Submitted: jul. 24, 1989. Decided: jul. 24, 1989.

6.4.2. O precedente paradigma do *enhanced scrutiny test* (Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.)

Em 8 de abril de 1985, a companhia Mesa Petroleum Co. (“Mesa Petroleum”), detentora de cerca de 13,6% das ações de emissão da Unocal Corporation (“Unocal”), lançou uma oferta pública de aquisições objetivando adquirir a totalidade das ações de emissão da Unocal (“Oferta Mesa”).

Tratava-se de uma *two-tier offer*²⁷, tendo como *front-end*²⁸ a aquisição de aproximadamente 64 milhões de ações de emissão da Unocal (equivalente a cerca de 37% do total emitido), pelo preço unitário de US\$ 54,00 (cinquenta e quatro dólares).

Em seguida, o *back-end* da operação consistiria na permuta das ações remanescentes por outros valores mobiliários com o valor de face de US\$ 54,00 (cinquenta e quatro dólares).

Antes do anúncio da Oferta Mesa, a cotação em bolsa das ações de emissão da Unocal variava entre US\$ 29,87 (vinte e nove dólares e oitenta e sete centavos) e US\$ 43,75 (quarenta e três dólares e setenta e cinco centavos) por ação²⁹.

27 Two-tier acquisition process ou “aquisição em duas etapas”, numa tradução literal, é a estratégia de aquisição integral de uma companhia que ocorre em duas etapas. Na primeira etapa, chamada de “front-end”, é realizada uma oferta amigável ou hostil, geralmente em dinheiro, por parte das ações votantes da companhia. O objetivo da primeira etapa é estabelecer o poder de controle. Já a segunda etapa, conhecida como “back-end”, representa uma contraprestação menos valiosa daquela oferecida no front-end, podendo consistir numa oferta de menor valor pecuniário, numa oferta envolvendo valores mobiliários ou até a realização de uma incorporação da companhia por sua nova controladora. O objetivo do back-end é adquirir as ações remanescentes pelo menor custo possível. O two-tier acquisition process tem por objetivo criar um cenário onde os acionistas-alvo se sintam compelidos a aderir à oferta no front-end, para que não sofram com os efeitos do back-end.

28 Ver nota supra.

29 CLEAVES, Mark. Creeping Federalization of Corporate Law: Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co. and the All-Holders Rule under the Federal Securities Laws. *The Delaware Journal of Corporate Law*, Wilmington, v. 12, n. 2. p. 563-603, 1987, p. 567.

Ocorre que, em virtude de uma determinação judicial, logo após o anúncio da oferta, a Mesa Petroleum foi forçada a revelar que os títulos oferecidos no *back-end* eram, na verdade, altamente subordinados. Em outras palavras, a contraprestação oferecida no *back-end* seriam títulos podres, cujo valor justo era consideravelmente menor do que o de face.

No dia 13 de abril de 1985, o conselho de administração da Unocal, composto por quatorze membros, sendo oito independentes, se reuniu para apreciar a oferta lançada pela Mesa Petroleum.

Na reunião estavam presentes treze dos quatorze membros do *board*, além de assessores jurídicos, que fizeram consignar os deveres fiduciários impostos aos administradores pela legislação do estado de Delaware e pela legislação federal de valores mobiliários.

Também estavam presentes na reunião Peter Sachs, representando o Goldman Sachs., além de representantes do banco de investimento Dillon, Read & Co., que apresentaram pareceres considerando inadequado o preço da oferta, uma vez que o valor mínimo devido a cada acionista caso a companhia fosse totalmente liquidada seria de US\$ 60,00 (sessenta dólares) por ação.

Com o intuito de mitigar os efeitos coercitivos da Oferta Mesa, Peter Sachs apresentou aos administradores da Unocal uma série de possíveis medidas defensivas que poderiam ser adotadas caso o conselho considerasse a oferta inadequada.

Dentre tais medidas, se encontrava a realização de uma oferta concorrente pelas ações de sua própria emissão por um valor estabelecido entre US\$ 70,00 (setenta dólares) e US\$ 75,00 (setenta e cinco dólares).

A tomada desta medida, segundo Peter Sachs, custaria à companhia mais de US\$ 6.000.000.000,00 (seis bilhões de dólares), o que poderia comprometer algumas atividades da companhia, embora não afetasse a sua viabilidade operacional.

Assim, ao final de quase dez horas de deliberações, apresentações e opiniões de especialistas, o conselho de administração da Unocal deliberou, por unanimidade, considerar a Oferta Mesa inadequada e, conseqüentemente, rejeitá-la, não tendo, no entanto, se posicionado sobre a adoção de um plano de defesa.

Apenas dois dias mais tarde, o conselho de administração da Unocal se reuniu novamente para deliberar um plano de defesa contra a oferta coercitiva lançada pela Mesa Petroleum.

Após cerca de duas horas de conclave, o conselho deliberou lançar uma oferta condicionada, concorrente à Oferta Mesa, visando a aquisição de 49% das ações de sua própria emissão em troca de títulos de dívida com valor de face de US\$ 72,00 (setenta e dois dólares) (“Oferta Unocal”).

Ao contrário dos títulos oferecidos no *back-end* da Oferta Mesa, os títulos oferecidos na Oferta Unocal não possuíam qualquer subordinação, sendo considerados muito mais sólidos do que aqueles oferecidos pela Mesa Petroleum.

No entanto, a Oferta Unocal estaria sujeita à condição suspensiva de que o *front-end* da Oferta Mesa fosse bem-sucedido, hipótese na qual iria adquirir os 49% de ações remanescentes (“Condição Suspensiva”).

Além disso, caso fosse implementada, a Mesa Petroleum estaria excluída da Oferta Unocal, uma vez que a sua inclusão teria o condão de neutralizar o resultado visado pela oferta.

Na mesma semana em que a Oferta Unocal foi anunciada, advogados da Mesa Petroleum tentaram embargá-la por meio de uma reclamação perante *Court of Chancery* de Delaware.

Com o intuito de evitar que uma eventual decisão da *Court of Chancery* pudesse ameaçar uma possível defesa contra a Oferta Mesa, o conselho da Unocal se reuniu mais uma vez em 22 de abril.

Nesta reunião, a administração deliberou alterar a Condição

Suspensiva, estabelecendo como condição de eficácia da Oferta Unocal a aquisição pela Mesa Petroleum de apenas 50 milhões de ações.

Além disso, como forma de encorajar os acionistas a aderirem à Oferta Unocal, os administradores decidiram firmar um compromisso de adesão à referida oferta com as suas próprias ações.

O conselho discutiu também a exclusão da Mesa Petroleum da Oferta Unocal. Isto porque, de acordo com os advogados que assessoravam a Unocal, a legislação de Delaware impedia que a oferta lançada por uma companhia visando adquirir suas próprias ações fosse discriminatória em relação a determinado acionista, salvo se para garantir a defesa de interesses legítimos da própria companhia.

Os administradores chegaram à conclusão de que, sendo o objetivo da Oferta Unocal a neutralização do caráter coercitivo do *back-end* da Oferta Mesa, permitir que a Mesa Petroleum aderisse à Oferta Unocal não apenas prejudicaria a chance de outros acionistas aderirem a esta oferta, como terminaria por financiar por via oblíqua a oferta abjeta lançada pela própria Mesa Petroleum.

No mesmo dia, advogados da Mesa Petroleum aditaram a reclamação apresentada à *Court of Chancery* para incluir a exclusão da companhia da Oferta Unocal.

Apesar disto, no dia 24 de abril, a Unocal publicou um comunicado alterando a Condição Suspensiva de sua oferta, nos termos da deliberação tomada na reunião do conselho realizada em 22 de abril, bem como a extensão da sua data de liquidação para o dia 17 de maio.

Na semana seguinte, a *Court of Chancery* entendeu que, para que a Unocal pudesse excluir a Mesa Petroleum da Oferta Unocal, deveria primeiro comprovar que havia um interesse social legítimo na exclusão, além da isonomia de tratamento entre todos os acionistas.

Com base nestas premissas, a corte proibiu a Unocal de realizar a Oferta Unocal com a exclusão da Mesa Petroleum.

Insatisfeita com a decisão da *Court of Chancery*, a Unocal apelou para a Suprema Corte do Estado de Delaware.

Os argumentos apresentados por ambas as partes na apelação apreciada pela Suprema Corte possuíam bases jurídicas sólidas.

Enquanto a Mesa Petroleum alegava que a sua exclusão da Oferta Unocal violava os deveres fiduciários que a administração da Unocal lhe devia, os administradores da Unocal contra argumentavam arguindo que, dados os fatos, não teriam qualquer dever de lealdade para com a Mesa Petroleum em relação à oferta.

Os advogados da Mesa Petroleum também alegavam que a *business judgment rule* não poderia ser aplicada no caso, visto que os administradores da Unocal haviam declarado publicamente que iriam aderir à Oferta Unocal, o que lhes garantiria um benefício não compartilhado com a totalidade dos acionistas da Companhia.

Sobre este aspecto, os administradores informaram que agiram de boa-fé ao classificar a Oferta Mesa como inadequada e coercitiva. Adicionalmente, a decisão de lançar a Oferta Unocal foi tomada também de boa-fé, de maneira diligente e informada e no melhor interesse da companhia, visando pretogê-la e os demais acionistas da estratégia vil adotada pela Mesa Petroleum.

Conforme previamente apreciado em *Pogostin v. Rice*³⁰, a Suprema Corte de Delaware reconheceu a possibilidade de aplicação da *business judgment rule* à tomada de medidas defensivas contra ofertas hostis. De acordo com este precedente, a decisão de tomar uma medida defensiva estaria sujeita aos mesmos deveres fiduciários impostos às demais decisões negociais tomadas pela administração.

30 DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Bernard Pogostin Ann Brown and Irwin J. Newman v. W. Thomas RICE, Eliot H. Stein, Fred Sullivan, A. Lightfoot Walker, Arthur C. Babson, Francis L. Cappaert, Edwin I. Hatch, Peter C. Huang, George T. Scharfenberger, Joe E. Lonning, Daniel E. Lyons, Stephen E. O'Neil, Eben W. Pyne, John H. Washburn and City Investing Company (480 A 2d 619, 624). Mr. Justice Moore. Submitted: jan. 9, 1984. Decided: jun. 21, 1984

Nesta senda, não haveria qualquer fato isolado capaz de impedir a aplicação da *business judgment rule* à apreciação da tomada de tal decisão.

No entanto, a Suprema Corte reconhece que, devido ao fundado receio de que a administração privilegie seus interesses primários em detrimento dos da companhia e dos acionistas, para que a proteção da *business judgment rule* possa ser aplicada, é necessário que haja uma análise judicial reforçada em relação à observância de seus deveres fiduciários³¹.

Para chegar a esta conclusão, a Suprema Corte considerou o entendimento por ela proferido cerca de treze anos antes no caso *Bennett et al. v. Propp*³²:

We must bear in mind the inherent danger in the purchase of shares with corporate funds to remove a threat to corporate policy when a threat to control is involved. The directors are of necessity confronted with a conflict of interest, and an objective decision is difficult. (...) Hence, in our opinion, the burden should be on the directors to justify such a purchase as one primarily in the corporate interest.

Portanto, quando se encontrarem diante desta hipótese de conflito de interesses, os administradores terão o ônus de demonstrar que têm motivos razoáveis para acreditarem que a oferta em questão possa prejudicar os interesses legítimos da companhia ou dos acionistas como um todo.

31 “Because of the omnipresent specter that a board may be acting primarily in its own interests, rather than those of the corporation and its shareholders, there is an” enhanced duty which calls for judicial examination at the threshold before the protections of the business judgment rule may be conferred (UNITED STATES OF AMERICA. Supreme Court of Delaware. Bernard Pogostin Ann Brown and Irwin J. Newman v. W. Thomas RICE, Eliot H. Stein, Fred Sullivan, A. Lightfoot Walker, Arthur C. Babson, Francis L. Cappaert, Edwin I. Hatch, Peter C. Huang, George T. Scharfenberger, Joe E. Lonning, Daniel E. Lyons, Stephen E. O’Neil, Eben W. Pyne, John H. Washburn and City Investing Company (480 A 2d 619, 624). Mr. Justice Moore. Submitted: jan. 9, 1984. Decided: jun. 21, 1984).

32 DELAWARE. Supreme Court of Delaware. Thomas F. Bennett, William R. Hamilton, William v. Seymour Propp (41 Del. Ch. 14). Mr. Justice Southerland. Decided: 1962.

No caso dos conselheiros da Unocal, a Suprema Corte entendeu que estes teriam cumprido tal requisito, pois demonstraram ter agido de boa-fé e ter buscado todas as informações necessárias para tomar uma decisão verdadeiramente fundamentada e no melhor interesse da companhia.

Além disto, a comprovação destas circunstâncias seria reforçada pelo fato de a totalidade dos conselheiros independentes ter aprovado a adoção de tais medidas.

Nesta senda, a decisão da Suprema Corte de Delaware considerou que, diante de uma ameaça real ao legítimo interesse da companhia, qual seja a Oferta Mesa, os administradores agiram de boa-fé, de maneira informada e no melhor interesse da companhia ao realizarem a Oferta Unocal. Desta maneira, a validade de sua decisão, bem como a responsabilidade individual de cada administrador estariam protegidas pela *business judgment rule*.

No entanto, esta conclusão não seria suficiente para exaurir o exame dos fatos. Isto por que, mesmo que a adoção de medidas defensivas esteja sob a proteção da *business judgment rule*, não significa que estas medidas possam ser draconianas ou desproporcionais à ameaça que visam evitar.

No caso sob análise, a ameaça identificada pelos administradores da Unocal era a *two-tier offer* de caráter flagrantemente coercitivo lançada pela Mesa Petroleum, além de um potencial risco de *greenmail*, prática pela qual a Mesa Petroleum era nacionalmente conhecida na época.

De acordo com a justificativa apresentada pelos administradores, a realização da Oferta Unocal tinha por objetivo frustrar a Oferta Mesa, considerada coercitiva e prejudicial à Companhia, ou, caso o *front-end* desta fosse bem-sucedido, oferecer aos acionistas detentores dos 49% das ações remanescentes uma alternativa justa à permuta de suas ações pelos títulos podres oferecidos no *back-end*.

Ambos os propósitos seriam suficientes para justificar realiza-

ção da Oferta Unocal como medida defensiva contra a Oferta Mesa, nos termos da decisão proferida pela Suprema Corte.

No entanto, caso a Mesa Petroleum pudesse participar da Oferta Unocal, seus efeitos defensivos seriam inteiramente neutralizados.

Isto porque, caso assim fosse, a Unocal estaria subsidiando a tentativa coercitiva da Mesa Petroleum de comprar suas ações por US\$ 54,00 (cinquenta e quatro dólares). Ademais, por motivos tautológicos, a Mesa Petroleum não faria parte do grupo de acionistas que precisariam ser protegidos contra a oferta coercitiva lançada pela própria Mesa Petroleum.

A Suprema Corte entendeu que a exclusão da Mesa Petroleum da Oferta Unocal seria razoável e proporcional à ameaça oferecida pela Oferta Mesa, o que justificaria a sua adoção.

Sendo assim, a Suprema Corte julgou o recurso da Unocal procedente, reformando a decisão proferida pela *Court of Chancery*, para permitir que a Unocal realizasse a Oferta Unocal com a exclusão da Mesa Petroleum.

Com o julgamento do caso *Unocal v. Mesa Petroleum* ficou consagrado na jurisprudência dos tribunais de Delaware o chamado *Enhanced Scrutiny Test*, também conhecido como “Teste Unocal”, utilizado para determinar a aplicabilidade da *business judgment rule* às medidas adotadas pelos administradores de companhias que estejam diante de uma tentativa de aquisição.

Para que a *business judgment rule* possa ser aplicada e o ônus probatório seja conseqüentemente revertido para o autor da ação, a atuação dos administradores deverá passar por uma verificação em duas etapas.

Em primeiro lugar, a administração da empresa-alvo deverá demonstrar haver motivos suficientes para acreditar que a tentativa de aquisição em questão representa uma ameaça aos interesses so-

ciais e, conseqüentemente, aos interesses dos acionistas como um todo.

Em seguida, a administração da empresa-alvo deverá demonstrar que a medida defensiva tomada é proporcional e razoável em relação à ameaça a ser combatida e que não é draconiana ou inapropriada.

Caso sejam satisfeitas estas exigências, a *business judgment rule* será aplicada e caberá ao acusador comprovar que os administradores não agiram de boa-fé, diligentemente e no melhor interesse da companhia.

7. Conclusão.

Para que os administradores possam desempenhar suas funções de modo eficiente é indispensável que gozem de liberdade negocial e decisória. Em virtude das intempéries vivenciadas na condução dos negócios sociais, nem sempre as decisões por eles tomadas serão acertadas e livres de prejuízos para a companhia. Tais riscos, no entanto, são inerentes ao negócio constituindo pressuposto fático para a geração do lucro social.

Caso os administradores pudessem ser responsabilizados por quaisquer danos experimentados pela companhia em virtude de uma decisão desacertada, a atividade de administração seria inviabilizada pela transferência do risco do negócio aos próprios administradores. Isto não significa, contudo, que estes terão carta branca para utilizar os recursos e oportunidades sociais a seu bel prazer. Nesta senda, caso os administradores não observem determinados deveres de cuidado e lealdade para com a companhia em que atuam, deverão responder pelos prejuízos causados na medida da sua contribuição.

Não por outro motivo, a revisão das decisões negociais dos administradores é um tema tão caro e que deve ser admitido apenas em situações extremas, tais como a quebra de deveres fiduciários.

O modo como cada jurisdição trata a questão pode levar em consideração os mais diversos fatores, tais como o nível de intervenção jurisdicional historicamente admitida no exercício da empresa, características legislativas de cada país e até mesmo a estrutura do mercado relevante.

Em que pese as diferenças históricas, legislativas e econômicas, os mecanismos de revisão substancial de decisões negociais no Brasil nos Estados Unidos apresentam uma série de fatores de características em comum.

Conforme discutido, muito embora se originem na jurisprudência do Poder Judiciário, parte dos *standards of review* da Suprema Corte de Delaware, no qual se incluem a *business judgment rule* e o *entire fairness test* encontram correspondência positivada na legislação brasileira, permitindo uma solução similar para ambas as jurisdições.

O *enhanced scrutiny test, standard* voltado para apreciação substancial da adoção de medidas defensivas pela administração, por outro lado, em virtude da incipiência do tema em nosso mercado de capitais, não possui um mecanismo objetivo correspondente na legislação pátria.

Em que pese a inexistência de mecanismo objetivo sobre o tema, no entanto, o resultado alcançado por tal *standard* pode de igual modo ser reproduzido através da combinação dos dispositivos que impõe a observância dos deveres fiduciários aos administradores.

Em outras palavras, o controle jurisdicional do conflito de interesses dos administradores em relação à adoção de medidas defensivas contra tomadas hostis no Brasil pode ser feito com base nas regras gerais de conflito de interesses dos administradores, contidas no artigo 156 da Lei das S.A., e nos deveres fiduciários de diligência e lealdade, contidos nos artigos 153 a 155 da mesma lei.