

## VII. Varia

### 1. Dever de lealdade dos sócios. EUA (apontamento)

Evaristo Mendes

#### Dever de lealdade dos sócios. EUA (apontamento)

(Texto de apoio às aulas de pós-graduação em Direito Comercial e das Sociedades Comerciais - 2010)

#### Supreme Judicial Court of Massachusetts

*Donahue v. Rodd Electrotype Co.* (1975)<sup>1</sup>

**Tema: Compra de acções por SpA fechada ao accionista maioritário, mediante contrato negociado e concluído entre o próprio e a direcção da sociedade, sem autorização ou conhecimento de sócio minoritário. Contestação por este do negócio quando teve dele conhecimento, designadamente porque não lhe fora dada a oportunidade de desinvestimento equivalente.**

Estava em causa a validade – licitude e *fairness* - de um contrato de compra/remição de parte das acções do accionista que, juntamente com os filhos, controlava a sociedade, concluído sem informar e sem dar igual oportunidade ao minoritário estranho à família controladora. Trata-se de uma operação sobre o capital próprio da sociedade em benefício do accionista maioritário – equivalente a uma *distribution* (distribuição de valores aos sócios) - e discutia-se a violação ou não por este, a sociedade e/ou os directores de um possível *dever de fidelidade* ou lealdade para com o minoritário<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> 367 Mass. 578, 328 N.E.2d 505, também publicado, por ex., em R. Hamilton, *Corporations* (1986), p. 351-363 (com anotação, p. 361ss). Acerca deste caso e do referido mais abaixo, no quadro da tutela das minorias (mas não só, aludindo-se também ao dever de lealdade destas minorias), vejam-se, ainda, por ex.: *O'Neal and Thompson's Oppression of Minority Shareholders and LCC Members*, Thomson-West, 2004, em especial, vol. II, § 7:4, e O'Kelley/Thompson, *Corporations and other Business Organizations. Cases and Materials*, 4.<sup>a</sup> ed., Aspen, 2003, pp. 407 e ss., 413 e ss; Paula J. Dally, «Shareholder (and Director) Fiduciary Duties and Shareholder activism», in *Houston Business and Tax Journal*, vol. VIII (2008), pp. 301 e ss, e já antes J. A. C. Hetherington, «The minority's duty of loyalty in close corporations», *Duke Law Journal*, 1972, pp. 921-946. Adde: Para uma visão comparativa de direitos europeus e norteamericanos, cfr., por ex., Karsten Engsig Sørensen, «Duty of Loyalty of Shareholders - A Possible Remedy for Conflicts in SMEs?» (2010). Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1709944> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1709944>

<sup>2</sup> [O dever de fidelidade (*fiduciary duty*) em causa desdobra-se em duas vertentes: procedimento correcto (*due process*) – que, à luz do direito europeu, não teria sido observado, mesmo considerando a compra de acções próprias um acto de gestão – e lealdade ou bondade material do comportamento do maioritário e do órgão de administração (*fairness*), que, em vista dos direitos continentais, poderia ser censurado à luz do princípio da paridade de tratamento e/ou de um mais questionável dever de fidelidade societário.]

Nas instâncias recorridas, entendeu-se que o minoritário não sofrera nenhum prejuízo e, implicitamente, considerou-se que o negócio teria sido concluído de boa fé e apresentaria uma *inherent fairness*. O Supremo Tribunal discordou, salientando, contudo, que a doutrina estabelecida no aresto valia apenas para as sociedades fechadas, ficando por esclarecer a sua aplicabilidade ou não às sociedades abertas.

Os factos podem sintetizar-se como se segue. A sociedade fora uma subsidiária integral de uma outra, da Pensilvânia. Harry Rodd, o agora «maioritário», ocupava nela o cargo de presidente e nela trabalhava também J. Donahue (entretanto falecido). A certa altura, o primeiro comprou um lote de acções à sociedade dominante (200) e, esperando interessá-lo no negócio, levou o segundo a comprar também algumas (50 ao todo). Posteriormente, a dominada adquiriu todas as acções da dominante e ainda o pequeno lote que pertencia a um terceiro. A aquisição foi financiada em grande medida por Rodd, que, para assegurar os meios necessários, hipotecou a casa. Na sequência disso, ele e Donahue ficaram os únicos accionistas, detendo o primeiro 80% e o segundo 20% do capital e a sociedade passou a designar-se Rodd Electrotype. Nos anos que se seguiram, Rodd distribuiu a maior parte das acções pelos filhos (dois homens e uma mulher), dois dos quais passaram a ocupar também cargos importantes, e, por fim, reduziu, igualmente, a sua participação na gestão, passando um dos filhos a ocupar o seu lugar de presidente e «general manager».

O contrato controvertido ocorre cerca de cinco anos depois desta retirada da chefia da gestão, quando Rodd já tinha 77 anos e se encontrava algo doente, sendo incitado pelos filhos a reformar-se. Nas negociações participou em representação da sociedade um dos filhos e o negócio foi aprovado em reunião da direcção, composta pelos dois filhos varões e um terceiro. Donahue soube da transacção na assembleia geral do ano seguinte. Ofereceu, então, as suas acções à corporação, nas mesmas condições, mas a oferta foi rejeitada, designadamente por falta de condições financeiras para o fazer. Em face disso, a sua consorte propôs a presente acção, fundada numa ilícita (*unlawful*) distribuição de activos sociais ao maioritário e na violação pelos participantes do respectivo dever de fidelidade (*fiduciary duty*), em virtude de lhe haver sido negada uma «oportunidade de venda igual».

Salienta-se que o grande responsável pela aquisição e o desenvolvimento da empresa foi Harry Rodd e que a aquisição das suas acções pela sociedade era uma forma de assegurar a respectiva «reforma». J. Donahue nunca ocupara postos de verdadeiro relevo na gestão superior da empresa.

(Versão desenvolvida)

*Donahue v. Rodd Electrotpe Co.*, 367 Mass. 578, 328 N.E.2d 505

(SJC Mass. 1975)

**Compra de parte das acções do accionista «maioritário» pela sociedade**, sem o minoritário ser informado e, portanto, sem lhe ser dada igual oportunidade de desinvestir (obter da sociedade a liquidação do investimento) nas mesmas condições. Invocada a violação de *dever de fidelidade* por parte do grupo maioritário (e directores da sociedade) para com esse minoritário. Pedida a «anulação» do contrato e a devolução à corporação do preço pago, com juros.

Problema de fundo: *fairness* da compra (ou «remição») das acções. Embora o Tribunal fale de *freeze-outs*, aqui não havia uma situação desse tipo<sup>3</sup>. «Direito à igualdade de tratamento» ou «*equal opportunity rule*»? Estamos perante uma *distribution* de valores da sociedade sujeita a essa regra de igualdade de oportunidades dos accionistas? E essa regra deverá valer para todas as sociedades? ou, pelo menos, para as sociedades fechadas?

## I

### Factos. Acção e decisão

Em 1955, a sociedade, então chamada Royal Electrotpe, tinha como accionistas Harry Rodd (200 acções) J. Donahue (50 acções), uma companhia da Pensilvânia (725 acções), que ao longo dos anos anteriores tinha prescindido do respectivo domínio a 100% a favor desses novos accionistas, seus empregados - e, o primeiro, também «general manager» -, e de um terceiro. Nessa altura, a sociedade subordinada adquiriu todas as 725 acção da dominante e também as desse terceiro. As únicas acções subsistentes e em circulação foram as 200 de H. Rodd e as 50 de J. Donahue, desse modo únicos accionistas.

H. Rodd já nessa altura era presidente da sociedade e detinha na respectiva gestão uma influência decisiva, tendo também tido influência na aquisição por J. Donahue das respectivas acções (na perspectiva de o ter como associado), que, embora tenha depois chegado a vice-presidente, nunca ocupara posição de relevo na gestão. A aquisição das acções da dominante foi em parte a pronto e em parte financiada por Rodd, que, para o efeito, se endividou e hipotecou a casa.

Em 1960, a sociedade passa a denominar-se Rodd Electrotpe e, nos anos seguintes, um filho de Rodd, já empregado na mesma, assumiu o posto de vice-presidente – vindo, depois, a substituir o pai como presidente do conselho de directores e «general manager» - e o outro passou a desempenhar as funções até aí confiadas a J. Donahue. Entre 1959 e 1967, H. Rodd distribuiu pelos dois filhos e uma filha a maior parte das suas acções (cada um ficou com 39 e ele manteve 83).

---

<sup>3</sup> Neste sentido, também Robert W. Hamilton, *Corporations* (1986), p. 361.

Em 1970 – numa altura em que H. Rodd já tinha 77 anos e uma saúde algo debilitada – negociou com a sociedade, representada pelo filho (agora já director e presidente da sociedade), a venda a esta de 45 das suas acções, pelo respectivo VC e VL. Numa subsequente reunião de directores, H. Rodd renunciou ao cargo de director-presidente, sendo eleito para o mesmo o segundo filho referido, e os dois filhos directores e um terceiro director aprovaram o acordo de compra, depois formalizado.

Em 1971, após H. Rodd se ter desfeito das restantes acções a favor dos filhos, numa reunião de accionistas, Donahue teve conhecimento da referida compra das acções pela sociedade, havendo votado contra um relatório aí apresentado, e, semanas mais tarde, fez à sociedade uma oferta de venda das suas acções nas mesmas condições, oferta que foi rejeitada, designadamente por incapacidade financeira da sociedade para pagar o preço.

Foi, então, proposta a presente acção, fundada numa invocada distribuição ilícita de activos sociais ao accionista «controlador» e, em especial, na violação de um alegado dever de fidelidade do mesmo e dos directores para com o minoritário: por não lhe ter sido dada igual oportunidade de venda. A primeira instância rejeitou o pedido e o Tribunal de Apelação confirmou a sentença. O Supremo viria, porém, a dar razão ao queixoso, afirmando tal dever de fidelidade e instruindo o tribunal inferior a proferir decisão em conformidade, considerando duas soluções possíveis: a restituição à sociedade do preço das 45 acções por esta adquiridas (36 000 USD), com juros; ou a compra forçada pela mesma da participação minoritária (50 acções), pagando por ela preço idêntico ao anterior. Ressalvou, no entanto, que o princípio jurídico desse modo estabelecido se referia às sociedades fechadas, ficando por resolver se também teria ou não aplicação nas sociedades abertas.

## II

### O princípio jurídico afirmado

A principal regra jurídica afirmada – representando um desenvolvimento do Direito das sociedades por acções em relação ao já anteriormente declarado – foi a de que, numa SpA fechada, não apenas os accionistas directores e/ou maioritários, mas **qualquer accionista** está obrigado a observar, no confronto com os demais, um **estrito dever de fidelidade**, semelhante ao que vigora entre os sócios de uma sociedade de pessoas ou «joint adventurers» e, portanto, mais rigoroso do que aquele que em geral vigora nas sociedades de capitais. Segundo o Aresto, esse dever de fidelidade accionário – especialmente intenso e recaindo sobre cada accionista de uma SpA fechada – implica, no contexto de uma aquisição pela sociedade de acções que ela própria emitiu, o respeito pelos maioritários (pelo accionista maioritário ou os membros do grupo maioritário) de um princípio de **igualdade de oportunidades** dos minoritários, aos quais terá de ser oferecida a possibilidade de acesso ao benefício ou vantagem que a aquisição representa para quem vende. Tal benefício ou vantagem existirá mesmo que o preço seja justo, uma vez que a aquisição torna líquido o investimento do alienante, proporcionando-lhe um acesso aos fundos sociais, para uso pessoal.

### III

#### Fundamentação

A fundamentação da decisão pode condensar-se como a seguir se indica.

A)

#### Especial dever de fidelidade accionário nas SpA fechadas

1.

I – Como já se afirmara em 1957 no caso *Helms v. Duckworth*<sup>4</sup>, existe uma **material analogia** entre uma pequena SpA fechada de accionistas gestores, organizada para o exercício de uma empresa nessas condições, e uma sociedade de pessoas: ambas se baseiam numa **relação pessoal de confiança** entre os seus membros, essencial para o funcionamento da empresa colectiva. Os accionistas detêm tipicamente uma participação importante, representativa de uma parte substancial da sua fortuna pessoal<sup>5</sup> e muitas vezes concebida como fonte da respectiva subsistência. Diferentemente do que sucede numa sociedade aberta (*public corporation*), por definição, as acções não têm aqui um verdadeiro mercado (ou mercado activo).

II – Apesar dessa substancial semelhança, as SpA fechadas são **corporações**, criadas pelo poder legislativo, ao qual compete, designadamente, definir as condições da sua extinção, tendo os tribunais, na matéria, apenas o poder que lhes é conferido pela lei. Isso acarreta uma decisiva diferença jurídica: nas sociedades de pessoas, em regra o sócio tem o direito de livre dissolução, recuperando por essa via a parte que lhe cabe no património social e nos lucros acumulados; a lei societária, salvo a situação extrema de um bloqueio total e irreversível (*deadlock*), não admite a dissolução da sociedade por iniciativa de um minoritário.

---

<sup>4</sup> O caso, respeitante a uma *close corporation* com dois sócios, foi decidido pelo U. S. Court of Appeals for the District of Columbia Circuit, 101 *U.S.App.D.C.* 390, 249 *F.2d* 482 (1957), e a opinião mencionada pertence ao então juiz Burger, mais tarde *Chief Justice* Burger. Os estatutos previam a aquisição das acções de um sócio falecido pelo sobrevivente. Burger argumentou: «In an intimate business venture such as this, stockholders of a close corporation occupy a *position similar to that of joint adventurers and partners*. While courts have sometimes declared stockholders “do not bear toward each other that same **relation of trust and confidence** which prevails in partnerships”, this view ignores the **practical realities** of the organization and functioning of a small “two-man” corporation organized to carry on a small business enterprise in which the stockholders, directors, and managers are the same persons». Afirmou, por isso, que o sócio supérstite tinha um dever de agir de modo leal, honesto e transparente (*to deal fairly, honestly, and openly*) com os respectivos co-accionistas.

<sup>5</sup> Cita-se a este respeito o caso *Galler v. Galler*, decidido em 1965 pelo Supremo Tribunal do Ilinóis, 32 *Ill.2d* 16, 27, 203 *N.E.2d* 577 (1965).

III – Isso faz com que os **minoritários de uma SpA fechada** se encontrem numa *situação especialmente vulnerável*, quer no confronto com as sociedades de pessoas, quer com as SpA abertas: nestas últimas, os accionistas eventualmente insatisfeitos ou vítimas de comportamento abusivo têm uma real possibilidade de liquidação do investimento, através da venda das acções; nas sociedades de pessoas, tal oportunidade é criada pela própria lei; numa corporação fechada, nenhuma dessas vias existe, pelo que os minoritários ficam sujeitos a estratégias ou esquemas de *freeze-out* tendentes a forçá-los a vender as suas acções aos maioritários por preço inadequado. A forma jurídica em causa, embora tenha vantagens como a da responsabilidade limitada, da tendencial perpetuidade, etc., também fornece aos accionistas controladores uma oportunidade de oprimir ou «desvantajar» os minoritários, através de conhecidas medidas, em que se salientam o poder do conselho de directores - controlado pela maioria – de aprovar a não distribuição de dividendos e de negar emprego aos minoritários. Mais latamente, tais medidas abrangem: 1) a não distribuição de dividendos; 2) a «drenagem» dos ganhos sociais sob a forma de salários excessivos pagos aos accionistas maioritários detentores de cargos sociais (e eventualmente a parentes seus) ou de contrapartidas exorbitantes pagas pela utilização social de bens pessoais dos mesmos; 3) a privação dos minoritários dos respectivos cargos ou emprego (com as correspondentes remuneração e regalias associadas); 4) a venda de activos sociais aos maioritários por preço inadequado.

[Dito de outra forma, uma *sociedade de capitais fechada é uma estrutura jurídica potencialmente opressiva*; envolve para as minorias um «inherent danger» de «congelamento» da participação com finalidade espoliadora.]

IV – Os tradicionais **meios jurídicos de reacção** contra tais comportamentos da maioria e dos respectivos directores (estes vinculados por um inegável dever de fidelidade para com a corporação) têm-se revelado, na prática, *insuficientes*. Na verdade, apesar de o combate judicial aos salários excessivos apresentar algum resultado, a contestação de políticas como a dos dividendos e do emprego esbarra, por um lado, contra a relutância dos tribunais em intervir, salvo em situações de manifesto abuso ou má fé dos poderes discricionários dos directores [«business judgement rule»] e, por outro lado, na dificuldade de prova de tal abuso; o que faz com que as correspondentes acções não tenham, via de regra, êxito.

V – Resulta daqui que, perante uma estratégia de *freeze-out* da maioria, **ao minoritário afectado** – tipicamente detentor de uma participação representativa de uma parte substancial da sua fortuna pessoal, muitas vezes a base da sua subsistência, e privado de quaisquer rendimentos relacionados com a corporação – só **restará**: *acarretar com os correspondentes prejuízos* e esperar por uma hipotética mudança de atitude a seu respeito ou *procurar vender as acções*. Em muitos casos, o primeiro termo da alternativa encontra-se fora de causa: justamente porque a participação constitui uma parte fundamental do seu património, sendo porventura a sua principal fonte de rendimento, uma tal espera passiva não é para si suportável. Privado de todo o rendimento esperado, torna-se-lhe necessário liquidar o investimento, para reinvestir os fundos em empresas que estejam em condições de proporcionar tal rendimento. Resta, portanto, a venda das acções.

VI - Mas aqui surge o **particularismo da SpA fechada** [um verdadeiro nó górdio, à espera da espada de Alexandre]: por definição, as **acções não têm mercado**. Logo, os minoritários nem têm legalmente o direito de recuperar a disponibilidade dos fundos investidos, pela via da dissolução da corporação, nem dispõem, para o efeito, do mecanismo do mercado. Verifica-se mesmo que **ninguém estranho à sociedade, conhecendo a situação de desvantagem em que se encontra o minoritário que quer vender, estará disposto a comprar**, adquirindo uma posição que lhe traria análogas dificuldades. Quer dizer, se o minoritário se encontra numa situação desvantajosa (ou especialmente desvantajosa porque já tem concretizado o risco de congelamento inerente a uma participação minoritária), ninguém de fora, com conhecimento de causa, quererá comprar-lhe a posição.

VII – A única saída viável é, então, a **negociação das acções com os maioritários**: o minoritário vê-se «forçado» a negociar com eles... como os mesmos pretendiam; as estratégias de *freeze-out* de que a não distribuição de dividendos é um exemplo destinam-se, precisamente, a obter as acções de uma *minority without alternative* por preço irrazoavelmente baixo. **Quando o minoritário concorda na venda por um preço inferior ao justo valor das acções, a maioria venceu.**

## 2.

VIII – Implicitamente, o Tribunal considera que a situação deveria ter uma solução jurídica adequada. Afirmou, por isso, nas SpA fechadas, a existência de um especial ou **reforçado dever de fidelidade recíproco dos accionistas**, maioritários e minoritários, detentores ou não de cargos sociais. Embora para fundamentar a decisão do caso bastasse afirmar um tal dever em relação aos controladores, o Tribunal, citando de novo o caso *Helms v. Duckworth* (1957), expressamente esclareceu que ele abrangia igualmente os minoritários, uma vez que, numa SpA fechada, a minoria também pode causar danos a uma maioria insuspeita mediante «unscrupulous and improper “sharp dealings”»<sup>6</sup>. Dada a *fundamental semelhança* da SpA fechada e da sociedade de pessoas, sendo a **confiança** entre os membros, em empresas do tipo e dimensão daquelas que aqui tipicamente se encontram, **essencial**, e considerando o *inerente perigo* para os interesses das minorias nas *close corporations*, «we hold that **stockholders in the close corporation owe to one another substantially the same duty in the operation of the enterprise** [incluindo em transacções como a aquisição de acções próprias] **that partners owe to one another**».

IX – Isto significa o reconhecimento de um dever de fidelidade mais abrangente e mais intenso do que o até aqui afirmado para os accionistas e os directores, nas corporações em geral. De facto, quer os controladores quer os directores devem, no desempenho dos

---

<sup>6</sup> Em contrapartida, o Tribunal limitou o dever *especialmente intenso* em questão às acções relativas ao exercício da empresa social e aos seus efeitos nos direitos e investimentos dos accionistas de uma SpA fechada. Deixou, pois, por esclarecer duas questões: a da sua eventual aplicação nas *public corporations* e a do padrão de aferição dos comportamentos dos accionistas no que toca às transacções sobre acções em que uma *close corporation* não seja parte.

respectivas responsabilidades, actuar de *boa fé* e *com lealdade*. Aos segundos, em especial, impõe-se que coloquem o interesse da corporação acima dos seus interesses pessoais; e, quanto aos accionistas, em muitas jurisdições a regra é também a de que a **maioria** accionária tem o *direito de controlo* da corporação, mas quando o assume passa a ocupar uma **posição fiduciária** em relação à minoria»<sup>7</sup>. O dever agora proclamado vai mais além, abrangendo os minoritários e caracterizando-se por um especial rigor, como se precisará a seguir.

X - Nas SpA fechadas, um dever com intensidade semelhante – indo para além da tradicional *boa fé* e do inerente padrão de *lealdade* (*inherent fairness standard*) quer dos directores quer dos accionistas maioritários - já fora reconhecido nalguns casos, em relação aos accionistas que participam na gestão social, em razão da *confiança* neles depositada pelos restantes accionistas. Todavia, em todas as SpA fechadas se encontram, sob formas mais ou menos modificadas, relações de confiança recíproca entre os seus accionistas<sup>8</sup>, justificando-se a extensão do mais estrito dever em causa a qualquer deles.

XI – No que respeita à intensidade do dever, ao critério ou **padrão de aferição** da conduta do respectivo titular, salienta-se: em anteriores decisões respeitantes às sociedades de pessoas, o mesmo Tribunal considerara que tal dever, a observar por cada sócio em relação aos demais, lhe impunha a observância da máxima boa fé e lealdade (*utmost good faith and loyalty*); os accionistas de SpA fechadas deveriam, igualmente, *desempenhar os respectivos cargos* de gestão e fazer uso das «*responsabilidades*» que lhes incumbem enquanto *accionistas* em conformidade com o mesmo padrão de **estrita boa fé**; eles não podem – contrariamente a esse **dever de lealdade** para com os demais accionistas e a corporação - «to act out of avarice, expediency or self-interest».

XII - Este mais rigoroso dever ou padrão de comportamento a observar pelos sócios de sociedades de pessoas (*partners*) e participantes num empreendimento comum (*participants in a joint adventure*), aqui estendido às corporações fechadas, já havia também sido descrito, em 1928, por Chief Justice Cardozo, no caso *Meinhard v. Salmon*, decidido pelo Supremo Tribunal de Nova Iorque (*New York Court of Appeals*)<sup>9</sup>, do seguinte modo: «Joint adventures, like copartners, owe to one another, while the enterprise continues, the **duty of the finest loyalty**. Many forms of conduct permissible in a workday world for those acting at arm's length, are forbidden to those bound by fiduciary ties. (...) *Not honesty alone*, but the punctilio of **an honor the most sensitive**, is then the standard of behavior»<sup>10</sup>.

XIII – O Tribunal não se ocupa especificamente do **conteúdo** do dever em causa. No entanto, faz dele uma aplicação à compra de acções próprias pela corporação, como se vai ver, e, nesse contexto, fazem-se proclamações mais gerais, de que se salienta a directriz segundo a qual um grupo de controlo não pode utilizar o seu poder de domínio ou controlo da sociedade

---

<sup>7</sup> Já em 1919, no caso *Southern Pac. Co. v. Bogert*, 250 U.S. 483, 487s, 39 S.Ct. 533, 535, 64 L.Ed. 1099, o tribunal afirmara textualmente: «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».

<sup>8</sup> Cita-se nesse sentido o caso *Kruger v. Gerth*, decidido em 1965 pelo Supremo Tribunal de Nova Iorque (16 N.Y.2d 802, 806, 263 N.Y.S.2d 1, 210 N.E.2d 355; com uma declaração de voto discordante).

<sup>9</sup> 249 N.Y. 458, 164 N.E. 545.

<sup>10</sup> P. 463s e 546, respectivamente.

para, em lugar do interesse social, prosseguir *interesses pessoais*<sup>11</sup>, para obter *vantagens especiais* ou para retirar da sua participação (*share ownweship*) um *benefício desproporcionado*, a que a minoria não tem acesso. Infere-se também da fundamentação utilizada, por um lado, que, em matéria de *distribuição de bens ou valores sociais* aos accionistas, estes deverão ter tratamento igual – sendo contrário ao dever em apreço uma distribuição *preferencial* (se as acções são da mesma categoria) a favor de membros do grupo de controlo – e, por outro lado, que, numa SpA fechada, a *falta de liquidez do investimento* accionário, característica das participações minoritárias, também atinge, embora em grau diverso, os maioritários; e essa é uma desvantagem que eles não podem, sem violação do dever, atenuar ou eliminar utilizando o respectivo poder corporativo para criar um mercado para si próprios, com exclusão da minoria.

### B)

#### **Especial dever de fidelidade accionário e aquisição pela corporação de acções próprias: igualdade de oportunidades**

XIV – O **princípio geral** é o de que a *corporação pode comprar acções próprias*. Numa SpA fechada, o assinalado dever especial de fidelidade impõe aos accionistas que – como directores ou controladores – levem a sociedade a realizar o negócio uma *actuação com o mais alto grau de boa fé e lealdade* para com os restantes accionistas.

XV – Para satisfazer este «teste» de boa fé e lealdade - quando o accionista vendedor integra o grupo de controlo – os **accionistas controladores devem**, na falta de disposição estatutária ou acordo, **fazer com que a corporação ofereça a cada accionista uma oportunidade igual de venda** das suas acções à corporação, proporcionalmente e por preço idêntico [princípio da igualdade de oportunidades dos minoritários].

XVI – Na verdade, em matéria de vantagens ou benefícios corporativos, o poder maioritário não pode ser utilizado pelos seus detentores para estes conseguirem vantagens especiais ou benefícios substanciais, a que a minoria não tem acesso. A **compra de acções pela sociedade** a um dos membros do grupo de controlo, mesmo que o preço seja justo, confere ao respectivo vendedor um *benefício substancial*, a que os minoritários só terão acesso se lhes for oferecida, também a eles, uma oportunidade de venda. Esta é, pois, devida.

XVII - Tal benefício apresenta um duplo aspecto. Em primeiro lugar, não tendo as acções de uma SpA fechada, por definição, um mercado onde possam ser prontamente negociadas, a compra de uma parte das mesmas pela corporação cria para elas um *mercado* especial, tornando líquido o respectivo investimento; o vendedor poderá desse modo convertê-las em dinheiro numa altura em que nenhum dos demais accionistas o consegue fazer. Sendo assim, o assinalado estrito dever de fidelidade impõe aos controladores a não utilização do seu poder

---

<sup>11</sup> Nesta parte, há uma mera reafirmação do dever geral de lealdade ou fidelidade dos directores e dos maioritários. A este propósito, o Tribunal alude em nota à situação do **aumento do capital** mediante novas entradas. Depois de salientar que os accionistas não têm *nenhum direito legal de aquisição preferencial* das novas acções, afirma que também não pretende afirmar que, nas SpA fechadas, um tal direito decorra do estrito dever de fidelidade consagrado no aresto. Contudo, na medida em que um accionista controlador (ou outro accionista) faz com que a corporação emita novas acções para aumentar a sua participação ou para provocar a diluição da de outros, estes terão direito de acção.

de domínio para criar em *benefício próprio* (de todos ou alguns) *e exclusivo* tal mercado ou liquidez, quer dizer, para estabelecer «an exclusive market in previously unmarketable shares from which the minority stockholders are excluded»<sup>12</sup>.

XVIII – Em segundo lugar, a compra também se traduz numa *distribuição* de valores sociais (*corporate assets*) ao respectivo vendedor. A menos que igual oportunidade seja oferecida a todos os accionistas, tal compra, se efectuada apenas a um dos membros do grupo de controlo, funcionará como uma distribuição *preferencial* ou privilegiada de activos: contra as acções, ele receberá uma percentagem do capital investido e lucros acumulados da empresa, isto é, fundos que poderá utilizar pessoalmente, enquanto os demais accionistas não beneficiam de um tal «acesso à propriedade social», dependendo dos controladores para retirar a sua quota-parte desses capital e lucros. Desse modo, ainda que o preço acordado seja justo, o contemplado com a aquisição sempre terá beneficiado, no confronto com os demais, de uma *relativa vantagem* – da oportunidade exclusiva de canalizar fundos sociais para uso pessoal -, incompatível com o estrito dever de fidelidade afirmado.

XIX – Em suma, proclama-se – neste domínio das aquisições de acções próprias pelas SpA fechadas – uma **regra da igualdade de oportunidades**, em ordem a assegurar a todos os accionistas este duplo benefício. Por conseguinte, sempre que os accionistas controladores exercerem o respectivo poder corporativo para negar à minoria «such equal opportunity», esta terá o direito de obter do tribunal a ou as medidas de protecção que se revelem adequadas.

#### IV

##### **Aplicação da regra da igualdade de oportunidades ao caso**

No entender do Tribunal, as circunstâncias do caso vertente justificavam a aplicação da regra antes enunciada, como manifestação do afirmado estrito dever de fidelidade accionário. Com efeito: tratava-se de uma SpA fechada; os únicos accionistas eram os membros das duas famílias, Rodd e Donahue, num total de 6 membros ao tempo da compra; as acções não tinham mercado; até à morte de J. Donahue, os sócios trabalhavam para a sociedade (a filha de Rodd não o fazia, mas fazia-o o marido), e os Rodd mantinham as posições de gestão chaves.

Além disso, quer através destas posições de gestão, quer em virtude da respectiva participação maioritária, os Rodd detinham o controlo efectivo da sociedade e funcionavam como uma forte comunidade de interesses, justificando, no caso, ser tratados como um unitário grupo de controlo. De facto, fora o pai Rodd que proporcionara aos filhos as respectivas acções e posições de comando, assegurando a sua sucessão na sociedade por eles, pelo que não seria crível uma oposição destes ao seu apresentado plano de conseguir fundos para a reforma.

Por conseguinte, a operação realizada representava uma violação do dever que impedia sobre os accionistas controladores, os Rodd, no confronto com os minoritários, a proponente da acção e o seu filho: ela traduzia-se numa distribuição de valores sociais ao pai Rodd, membro do grupo de controlo, sem que igual oportunidade houvesse sido facultada aos minoritários, tendo, mesmo, uma oferta de venda destes sido rejeitada. Em alternativa à

---

<sup>12</sup> Cita-se, a propósito, o caso californiano *Jones v. H. F. Ahmanson & Co.*, 1 Cal.3d 93, 115, 81 Cal.Rptr. 592, 460 P.2d 464 (1969).

anulação do negócio, a sociedade deveria, pois, comprar-lhes, também a eles, as respectivas acções.

Note-se que o Tribunal, em rigor, não se limita a assegurar aos minoritários a compra de um número de acções *proporcional* às que haviam sido adquiridas à família Rodd, mas da totalidade das acções. Nessa opção terá pesado, porventura, a circunstância de tal compra ser uma alternativa à destruição do negócio impugnado e de a participação dos minoritários ser agora, após a morte de J. Donahue, uma simples participação de capital numa sociedade substancialmente da família Rodd.

Além disso, como observa Hamilton, a verdadeira razão da decisão estará na consideração do negócio efectuado como *injusto* para os minoritários. É certo que o comportamento dos maioritários – que concretizaram a operação sem sequer informar os minoritários, tratando a sociedade como coisa sua – se prestava facilmente a censura. Mas o que parece ter sobretudo impressionado foi a circunstância de, no fundo, os maioritários, porque são maioritários, poderem formalmente afectar o património pessoal em benefício de um dos seus membros, recusando, ao mesmo tempo, um benefício análogo aos minoritários. E, nesse contexto, o Tribunal terá valorizado em especial o facto de a sociedade já ser substancialmente dos Rodd, sendo a compra das acções uma manifestação da ideia de que era, no fundo, coisa sua, sem atender, no entanto, ao facto de a empresa em causa também ser, essencialmente, um produto do esforço, talento empresarial e, mais recuadamente, investimento financeiro do pai Rodd, que poderia de algum modo justificar o «especial» benefício auto-atribuído. Na verdade, a corporação agora já era ou passava a ser dos herdeiros dos, em certo sentido «fundadores», permanecendo activos apenas os membros da família Rodd, largamente maioritária; e, se a opção fosse por financiar a reforma do pai Rodd através de uma distribuição directa de valor da sociedade, como o dividendo, tornava-se patente que a minoria deveria quinhoar, proporcionalmente, no montante «libertado» para o efeito, isto é, nesse benefício.

## V

### Opinião parcialmente discordante

Um dos juízes subscritores do aresto (Wilkins), embora manifestando a sua concordância com a decisão e, em boa parte, a respectiva fundamentação, formulou reservas quanto ao possível alcance da regra enunciada [«rectius», do estrito dever de fidelidade e da correspondente regra da igualdade de oportunidades da maioria e da minoria]. Mais precisamente, ela **não** deveria entender-se aplicável a **todas as operações da corporação que afectem a minoria** dos accionistas. De facto, para além da questão da compra das acções envolvida no caso, existe uma questão mais geral, abarcando designadamente as *políticas de remunerações (ou «salários») e de dividendos*, que não poderiam questionar-se em termos idênticos aos aqui perfilhados. A analogia com as sociedades de pessoas poderia não ser completa.

### Significado e importância do aresto para a elaboração de um corpo de regras e medidas de protecção das minorias nas SpA fechadas

O impacto do aresto analisado foi enorme, quer no Massachussets, quer noutros Estados, quer no que respeita ao contexto da compra de acções próprias, quer, mais em geral, no que se refere aos «fiduciary duties» dos accionistas maioritários, influenciando claramente o desenvolvimento do direito, interna e externamente, incluindo no que toca à extensão do dever de fidelidade aos minortiários detentores de poder de bloqueio. Todavia, a «per se equal opportunity rule» que nele correntemente se vê afirmada, a respeito da compra pela sociedade das suas acções, também sofreu contestação, preferindo outros tribunais uma regra mais flexível, do género da que o próprio Tribunal em apreço viria a formular noutro contexto, no caso *Wilkes*, a seguir referido.<sup>13</sup>

Na verdade, na linha da referida declaração de parcial reserva do juiz Wilkins, também ele se mostraria subsequentemente preocupado com uma «destemperada» aplicação do critério do estrito dever de fidelidade enunciado, afastando-se de algum modo da «broad language» utilizada no caso *Donahue*, por a mesma ser capaz de, noutros contextos, prejudicar o desenvolvimento e a gestão eficaz (e eficiente) da empresa social no interesse de todos.

---

<sup>13</sup> Neste sentido, cfr., por ex., Hamilton, p. 361s.

*Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, 370 Mass. 842, 353 N.E.2d 657

(SJC Mass. 1976)<sup>14</sup>

**Tema:** Destituição de um accionista minoritário do cargo social que ocupava, no quadro de uma estratégia de *freeze out*. Obrigação de «reintegração» por a destituição não se apoiar num «legitimate business purpose»

O mesmo Supremo Tribunal Judicial do Estado do Massachussets que decidira o caso *Donahue*, começa, agora, por salientar a sua preocupação com uma «destemperada» aplicação do critério do *estrito dever de fidelidade* enunciado nesse caso a situações como a presente, em que se discutia a validade ou não da **destituição** de um accionista minoritário, numa SpA fechada. Por isso, embora decidindo, a final, a favor desse minoritário, utilizou uma linguagem muito mais matizada e uma fundamentação mais flexível que no caso anterior. A doutrina agora afirmada – em que se salienta o temperador critério do «*legitimate business purpose*» e o conceito da *ponderação* de vectores potencialmente conflitantes na matéria da gestão das corporações fechadas - pode sintetizar-se como se segue.

I – [Uma gestão eficaz (e eficiente) das corporações, incluindo as corporações fechadas, é do interesse de todos os seus membros], devendo a maioria ter algum espaço de manobra na definição da respectiva política comercial. Isso implica um elevado grau de **discricionariedade**, por ex., no que toca à distribuição de *dividendos*, à fixação de *salários*, à **destituição** de directores, com e sem justa causa, à contratação e despedimento de *empregados*, e à  *fusão*.

II – Por isso, a aplicação do **estrito dever de fidelidade** ou boa fé accionário afirmado no caso *Donahue* a situações como estas deve conservar-se [dentro de uma justa medida] para *não limitar a legítima actuação do grupo de controlo*, na eficaz prossecução daquilo que é do interesse de todos. Quer dizer, a maioria detém certos direitos e interesses «egoístas» relativos à sua participação na corporação que deverão ser *contrabalançados* com o seu dever de fidelidade para com a minoria.

III – Tal significa que, em caso de litígio fundado na violação desse dever, a **actuação dos maioritários deve ser cuidadosamente analisada**, no respectivo contexto, permitindo-lhes a eventual *demonstração* de que a mesma corresponde a um objectivo comercial legítimo (*legitimate business purpose*), compreendido na discricionariedade própria da gestão social. Sendo um tal objectivo provado, caberá então à minoria a possível prova de que o mesmo poderia ter sido prosseguido por *uma via alternativa, menos lesiva* do seu interesse; o tribunal deverá nesse caso ter em conta o «legitimate business purpose» e a praticabilidade do meio alternativo invocado, efectuando uma **ponderação** adequada [princípio da proporcionalidade em sentido lato].

---

<sup>14</sup> Parcialmente transcrito, por ex., em Robert W. Hamilton, *Corporations* (1986), p. 362s.

No caso concreto, a maioria não só não mostrou a existência de um «legitimate business purpose» para afastar Wilkes de uma participação activa na gestão da sociedade (designadamente não o reelegendo como um «salaried officer» e director) – má gestão passada, natureza difícil, etc. -, como, pelo contrário, ficou assente que ele sempre desempenhara de forma competente e cumpridora o respectivo cargo, não havendo indícios de um futuro comportamento diferente.<sup>15</sup>

Como se observa, a sanção para a violação do dever de fidelidade accionário, apesar de se tratar, segundo parece, de um caso de *freeze-out*, foi a reintegração do director no respectivo posto. Quer dizer, trata-se de uma medida de «correção interna» da situação, deixando permanecer a sociedade com os mesmos accionistas. A evolução do pensamento jurídico posterior, em grande parte impulsionada, numa primeira fase, pelo Supremo Tribunal de Nova Iorque, viria no entanto a privilegiar outra solução: a «criação de um mercado» para as acções do minoritário oprimido ou injustamente lesado, à custa da sociedade ou dos maioritários responsáveis, «saneando» o elemento pessoal da corporação.

---

<sup>15</sup> Cfr. 353 N.E.2d 657, p. 663s.

