

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ

ESCOLA DE DIREITO

PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

LUCCAS FARIAS SANTOS

**INVESTIMENTOS EM ESG E A RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR
SOB A ÓTICA DA FINALIDADE DA EMPRESA**

CURITIBA

2024

Dados da Catalogação na Publicação

Pontifícia Universidade Católica do Paraná

Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR

Biblioteca Central

Edilene de Oliveira dos Santos CRB 9 / 1636

Santos, Luccas Farias

S237i Investimento em ESG e a responsabilidade do administrador sob a ótica da finalidade
2024 empresa / Luccas Farias Santos ; orientador: Eduardo Oliveira Agostinho. -- 2024
[156] f. ; il. ; 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba,
2024

Inclui bibliografia

1. Direito empresarial. 2. Administradores de empresa. 3. Responsabilidade da
empresa. 4. Responsabilidade socioambiental. 5. Acionistas. 6. Ações (Finanças).

I. Agostinho, Eduardo Oliveira. II. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa
de Pós-Graduação em Direito. III. Título

Doris 3. ed. – 342.22

TERMO DE APROVAÇÃO

LUCCAS FARIAS SANTOS

**INVESTIMENTOS EM ESG E A RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR SOB A ÓTICA
DA FINALIDADE DA EMPRESA**

**Dissertação apresentada ao programa de Pós-Graduação em Direito da Pontifícia
Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial para a aprovação no Mestrado
em Direito.**

COMISSÃO EXAMINADORA

Professor Dr. Eduardo Oliveira Agostinho

Orientador PPGD – PUCPR

Professor Dr. Oksandro Osdival Gonçalves

Membro PPGD – PUCPR

Professor Dr. Giovani Saavedra Membro externo – (UPM)

Professor Dr. Luís Alexandre Carta Winter

Membro PPGD – PUCPR - Suplente

Curitiba/PR, 20 de março de 2024

LUCCAS FARIAS SANTOS

**INVESTIMENTOS EM ESG E A RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR
SOB A ÓTICA DA FINALIDADE DA EMPRESA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito. Área de concentração: Direito Econômico e do Desenvolvimento, da Escola de Direito, da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Eduardo Oliveira Agostinho.

CURITIBA

2024

LUCCAS FARIAS SANTOS

**INVESTIMENTOS EM ESG E A RESPONSABILIDADE DO ADMINISTRADOR
SOB A ÓTICA DA FINALIDADE DA EMPRESA**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito. Área de concentração: Direito Econômico e do Desenvolvimento da Escola de Direito, da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de mestre em Direito.

COMISSÃO EXAMINADORA

Professor Dr. Eduardo Oliveira Agostinho

Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUCPR)

Professor Dr. Oksandro Odsval Gonçalves

Pontifícia Universidade Católica do Paraná (PUCPR)

Professor Dr. Giovani Agostini Saavedra

Universidade Mackenzie (UPM)

Curitiba, 22 de fevereiro de 2024.

Dedico à minha mãe, onde quer que
esteja, mas sei que sempre está ao meu
lado, ao meu pai e à minha irmã.

AGRADECIMENTOS

A vida é feita de encontros e desencontros. Alguns encontros, por mais breves que sejam, nos marcam para sempre; outros, por mais longos, com o desenrolar natural dos acontecimentos cotidianos, afastam-se, com ou sem mágoas. Ao longo da minha vida tive a sorte de cruzar caminho com diversas boas pessoas. Algumas delas pensei que estariam ao meu lado nesse momento, mas, por motivos diversos, já não trilham mais esta jornada ao meu lado. Outras, que nunca imaginei conhecer, tornaram-se essenciais e agora não consigo conceber minha vida sem a presença da amizade delas. Mas... tenho a certeza de que tive aprendizados e crescimento e, por esta razão, àqueles que mesmo não citados nominalmente adiante, e mesmo que não mais presentes na minha vida, meu agradecimento é sincero: obrigado por terem, em algum momento, feito parte da minha história e me ensinado algo de valioso.

Nos trabalhos científicos, é comum começar os agradecimentos pela família, uma vez que é ela quem nos orienta e influencia profundamente em nossa formação. No meu caso não é diferente. Por isso expresso gratidão: à minha mãe, cuja presença, mesmo além desta vida, sinto que continua a me guiar; agradeço por me ensinar valores como amor, empatia, companheirismo, presença e gratidão. Ao meu pai, por ter me ensinado o valor da palavra dada, do trabalho e esforço; por estar sempre presente e disposto e por ter me ensinado o torcer pelo Athletico. À minha irmã, agradeço por estar sempre presente quando necessito. Ainda na família, agradeço às minhas avós e avôs, que também não estão mais entre nós, aos tios e tias, primos e primas; sem vocês eu não seria quem sou e a vida teria sido muito pior.

A jornada acadêmica é indiscutivelmente desafiadora, repleta de obstáculos, contratempos e momentos de grande exigência, especialmente para aqueles que também enfrentam outras responsabilidades profissionais; cada dia é um novo desafio a ser superado. Como muitos colegas, admito que em algum momento, seja por questões pessoais, acadêmicas ou profissionais, pensei em desistir de tudo. No entanto, se estou concluindo meu mestrado, devo expressar minha gratidão aos colegas e professores do PPGD por seu apoio e contribuições ao longo dessa jornada.

Aos colegas, que hoje não são mais colegas, mas sim amigos, meu muito obrigado por terem tornado essa jornada mais leve e prazerosa. Agradeço pelos momentos sérios de estudo e discussões profundas, assim como pelos momentos de descontração e camaradagem. Gustavo, Lucas Pereira, Samuel, Ligia, Larissa, Julia, Giulia, Raissa, José, Adda, Melissa, Duda, Isa, Marina, Suzana, Nicolle, Bruna, vocês são essenciais e devo muito a cada um de vocês. Carregarei sempre em meu coração a amizade e apoio que compartilhamos. Aos demais colegas, mesmo aqueles com quem não tive tanta proximidade e amizade, mas que admiro profundamente e que me enriqueceram com debates e pontos de vista diferentes, expresso minha gratidão. Obrigado pela jornada e ensinamentos.

Aos estimados e admirados professores, gostaria de expressar meu sincero agradecimento, especialmente àqueles com quem tive o privilégio de aprender ao longo dos semestres, dentro de sala de aula. Cada aula foi repleta de valiosos aprendizados, tanto teóricos quanto práticos. Saio deste período não apenas como um advogado mais capacitado, mas também como um jurista mais preparado e, acima de tudo, como um ser humano enriquecido. Espero sinceramente poder um dia seguir os seus passos e contribuir para a formação de futuros profissionais, influenciando-os da mesma forma que vocês me influenciaram. Professoras Márcia Carla e Cinthia e professores Oksandro, Blanchet, Efig e Vladimir, meu muito obrigado por todas as preciosas lições transmitidas em sala de aula.

Por último, mas não menos importante, desejo expressar minha profunda gratidão ao meu orientador, Eduardo Agostinho. Embora possa não ter sido o melhor orientando que o professor Agostinho já teve, sou imensamente grato por ele ter aceitado o desafio de me orientar. Sua orientação foi fundamental, permeada de paciência, sabedoria, orientações precisas, correções e exigências construtivas. Se o presente trabalho de pesquisa alcançou um nível minimamente aceitável, isso se deve, sem dúvida, à orientação dedicada que recebi. Obrigado por todo apoio e orientação, professor.

Para concluir meus agradecimentos, gostaria de expressar minha gratidão aos amigos que fiz ao longo da minha vida, e que nos últimos dois anos me viram distante e ainda assim se mantiveram como amigos preciosos. Recorrendo às palavras de Maria

Bethânia, gostaria de agradecer aos “amigos que fiz e que mantêm a coragem de gostar de mim, apesar de mim”.

Agradeço aos amigos do Cosmos, do Decisivo, da PUC, aos meus ex-chefes que muito me ensinaram e influenciaram e que hoje posso chamar de amigos, especialmente Giovani e Luis, aos amigos do BNI, aos amigos do Compromisso e aos amigos que fiz ao longo da jornada, compartilhando momentos descontraídos, seja tomando um chopp, seja em sala de aula ou em qualquer outra situação. Agradeço a todos, nas figuras de Eric e Loise, que foram com quem mantive maior proximidade, dentro do possível, nesse período.

A amizade verdadeira é aquela que permanece, mesmo diante da distância. Aos amigos verdadeiros, meu muito obrigado; portanto, sem vocês, certamente eu não estaria aqui. Suas amizades foram verdadeiros tesouros que valorizei profundamente, mesmo com as distâncias que a vida nos impôs.

RESUMO

A finalidade da empresa é tema dos mais importantes e polêmicos na teoria e prática do direito empresarial. Isto porque a conclusão de qual é a finalidade da empresa irradia e influencia diversas outras áreas ligadas à ela. A depender de como se entenda ser a finalidade da empresa, os investimentos realizados por ela poderão visar o curto prazo e altos retornos aos acionistas, sem se importar com a sustentabilidade e com o médio e longo prazo, na criação de valor. Alternativamente, poderão visar o médio e longo prazo e um retorno gradual e lento ao acionista, com preocupação primária no impacto social da atividade. A compreensão de qual é a finalidade da empresa influencia na forma como os administradores realizam suas tomadas de decisão, suas expectativas e, principalmente, sua responsabilização. Entender qual é a finalidade da empresa é entender como a empresa deve ser gerida e como deve ser responsabilizada e exigida. Neste contexto, a Agenda ESG (*Environmental, Social and Governance*) impõe uma pressão para que as empresas revejam a sua forma de atuação, considerando os impactos gerados por ela. Esse novo cenário faz perquirir qual é a finalidade da empresa diante da Agenda ESG e da nova realidade política e social. Destarte, o objetivo geral da pesquisa é identificar qual é, de fato, a finalidade da empresa no contexto contemporâneo de mercado e capitalismo. Para atingir o objetivo geral, traçaram-se os seguintes objetivos específicos: i) identificar o papel e a responsabilidade dos administradores diante da finalidade da empresa; ii) apresentar o papel do mercado nas relações empresariais; iii) averiguar qual o papel de investimentos em ESG (e congêneres) em relação à finalidade da empresa e como este se relaciona com os demais pontos a serem investigados; iv) demonstrar o que são investimentos sustentáveis e sociais – o que é ESG e como eles se relacionam com a finalidade da empresa e com a responsabilização dos administradores. O método escolhido foi o hipotético-dedutivo, com eventuais incursões na análise de dados a partir da utilização de recursos como doutrina, estrutura legislativa e banco de dados públicos. Concluiu-se que diante da realidade brasileira, especialmente em relação às companhias abertas, tem-se um sistema misto, onde a finalidade da empresa é a busca do lucro, sendo esta conformada pela função social da empresa. A Agenda ESG, portanto, não é conflitante com essa visão da busca do lucro.

Palavras-chave: Finalidade da empresa. ESG. Responsabilidade do administrador. Partes interessadas. Maximização do valor do acionista.

ABSTRACT

The purpose of the company is one of the most important and controversial topics in the theory and practice of business law. This is because determining the purpose of the company radiates and influences various other areas related to the company. Depending on how the purpose of the company is understood, the investments made by it may aim for short-term and high returns to shareholders, without regard for sustainability and medium to long-term value creation. Alternatively, they may aim for medium to long-term value creation and a gradual, slow return to shareholders, with primary concern for the social impact of the activity. Understanding the purpose of the company will influence how administrators make their decisions, their expectations, and, primarily, their accountability. Understanding the purpose of the company is understanding how the company should be managed and how it should be held accountable and demanded. In this context, the ESG (Environmental, Social and Governance) Agenda imposes pressure on companies to review their mode of operation, considering the impacts generated by their activities. This new scenario raises questions about the purpose of the company in the face of the ESG Agenda and the new political and social reality. Therefore, the general objective of the research is to identify what is, in fact, the purpose of the company in the contemporary context of the market and capitalism. To achieve the general objective, the following specific objectives were outlined: i) to identify the role and responsibility of administrators regarding the purpose of the company; ii) to present the role of the market in business relations; iii) to ascertain the role of ESG investments (and similar) in relation to the purpose of the company and how this relates to the other points to be investigated; iv) to demonstrate what sustainable and social investments are - what ESG is and how they relate to the purpose of the company and the accountability of administrators. The chosen method was hypothetical-deductive, with occasional forays into data analysis, using resources such as doctrine, legislative structure, and public databases. It was concluded that in the Brazilian reality, especially regarding publicly traded companies, there is a mixed system, where the purpose of the company is profit-seeking, shaped by the social function of the company, and therefore the ESG agenda is not conflicting with this profit-seeking view.

Keywords: Purpose of the company. ESG. Administrator's responsibility. Stakeholder. Shareholder.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Índice Dow Jones Sustainability World	78
Figura 2 – Índice S&P SmallCap 600 Sustainability Screened	79
Figura 3 – Índice S&P 500 Sustainability Screened	80
Figura 4 – Índice S&P MidCap 400 Sustainability Screened	80
Figura 5 – Índice S&P Emerging LargeMidCap Carbon Control	81
Figura 6 – Índice S&P Global Clean Energy	82
Figura 7 – Índice S&P Global Water	82
Figura 8 – Índice S&P/B3 Brazil ESG	83
Figura 9 – S&P North America and Europe Clean Energy	84
Figura 10 – Gráfico Pan Regional	85

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CSR	Responsabilidade Social Corporativa
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
IBM	Institute for Bussines Value
SRI	Responsabilidade Social do Investidor
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento
ONU	Organização das Nações Unidas

SUMÁRIO

Introdução	15
1. A Dicotomia existente na finalidade da empresa–breve análise histórica	21
1.1. O Caso Dodge v. Ford Motor Co.....	24
1.2. O Debate entre Dodd e Berle.....	28
1.3. O Posicionamento de Milton Friedman e Michael Jensen e William Meckling.....	34
2. A dicotomia existente na finalidade da empresa - contexto atual da discussão	39
2.1. O Capitalismo das Partes Interessadas–Capitalismo Verde e Sustentabilidade	39
2.2. A Defesa do Capitalismo do Valor do Acionista	46
3. O capitalismo e a Agenda ESG (Environmental, Social and Corporate Governance)	
52	
3.1. Environmental - Ambiental	56
3.2. Social.....	59
3.3. Governance (Governança Corporativa)	62
3.4. Capitalismo de Stakeholder e ESG – uma ligação necessária?	67
3.5 Compreensão da Agenda ESG como instituição informal	71
3.6. Investimentos em ESG e o Retorno ao acionista-análise empírica	79
4. Empresa E Administrador No Contexto Do Direito Brasileiro	95
4.1. Evolução histórica da empresa no Direito brasileiro e atual conformação.....	95
4.2. Das diferentes visões da empresa e de sua função social	98
4.2.1. Teoria Contratualista do interesse social da empresa.....	99
4.2.2. Teoria Institucionalista do interesse social	101
4.2.3. A escolha do Estado brasileiro.....	106
4.3. Dos administradores, seus deveres e responsabilidades.....	119
4.3.1. Dever de Diligência.....	121
4.3.2. Dever de Informar – <i>Full Disclosure</i>	125
4.3.3. Dever de Lealdade.....	129
4.4. Do regime de responsabilização dos administradores	131
4.5. – <i>Business Judgment Rule</i> – breves notas	136
4.6. A responsabilidade do administrador diante de investimentos em ESG (interesse social e finalidade da empresa)	143
Conclusão	152
Referências Bibliográficas	158

Introdução

O capitalismo vem evoluindo, sofrendo ataques apaixonados e defesas veementes. Alguns dizem que há um verdadeiro esgotamento do nosso sistema. Outros afirmam que como ocorre desde a sua ascensão, o capitalismo se adapta e se modifica conforme as pretensões sociais de cada época e que a evolução social e tecnológica pela qual passamos só foi e é possível em razão desse sistema; evoluímos mais em cento e cinquenta anos do que em todo o resto da história humana.

A verdade é que existe uma preocupação, há décadas, com as externalidades negativas geradas pela atividade empresarial, especialmente pelas empresas de grande porte, mais destacadamente as transnacionais. Houve, destarte, uma ascensão da responsabilidade social corporativa, iniciada nas décadas de 1950 e 1960. De igual modo, a partir da década de 1970, houve uma certeza nos grandes centros empresariais de que a finalidade da empresa é buscar o lucro e maximizar o valor do acionista. Esta contraposição de ideias iniciada na verdade há mais de um século, oriunda pelo menos desde a década de 1910 e permeou e ainda permeia a atividade empresarial.

Ocorre que em razão de crises econômicas e desastres ambientais cada vez mais recorrentes, ao tempo que os meios de comunicação tornam-se cada vez mais instantâneos, fazendo com que as informações circulem de maneira antes inimaginada e tenham acessibilidade inédita, a preocupação com as externalidades negativas geradas pelo capitalismo torna-se cada vez mais presente, bem como o sentimento de angústia tão comum aos nossos tempos líquidos. Assim, a busca por investimentos e formas sustentáveis de se empreender tem se tornado cada vez mais presente no cenário mundial.

As iniciativas socialmente responsáveis, em que pese, esparsamente, levantadas em décadas anteriores, ganham, hodiernamente, relevo e destaque. Em razão do avanço tecnológico, que permite cada vez mais uma comunicação instantânea e acesso à informação sem precedentes, o consumidor e, conseqüentemente, o investidor se tornam cada vez mais conscientes e exigentes, o que demanda uma resposta positiva das empresas e de seus administradores para que possam se manter competitivas, relevantes e lucrativas.

Preocupadas em manter sua reputação e seu mercado consumidor, algumas empresas lentamente começaram a melhorar suas práticas e, principalmente, buscar a divulgação de tais iniciativas, de forma a publicamente diferenciar-se das demais empresas, tidas como menos responsáveis. Desta feita, expandindo o conceito de responsabilidade social corporativa, solidificando-o, aos poucos, na pauta de grandes empresas, especialmente as de capital aberto.

Essas preocupações relativas às questões socioambientais e de gestão inseridas no âmbito empresarial encontram, hoje, respaldo em um acrônimo em inglês de três letras: ESG. A sigla em questão refere-se a *environmental, social and governance*, livremente traduzido para o português como ambiental, social e governança corporativa. De modo genérico, é assim que se denomina o princípio por trás da atuação empresarial em busca de gestões sustentáveis e éticas. A relevância que as medidas de ESG vêm recebendo no mercado fundamentam-se no que se denomina novo capitalismo ou capitalismo sustentável.

Essa atuação responsiva e responsável que se pretende imputar às empresas só é possível a partir da compreensão de qual é de fato a finalidade da empresa e como essa finalidade se relaciona com problemas sociais e ambientais. Ora, não deveria ser o Estado a atuar para mitigar e solucionar essas mazelas? Se a empresa for solidária, subsidiária ou em algum outro grau responsável por mitigar os problemas hoje enfrentados, como quantificar essa atuação?

Destarte, a finalidade da empresa é tema dos mais importantes na teoria e prática do direito empresarial. Isto porque a conclusão de qual é a finalidade da empresa irradia e influencia diversas outras áreas a ela ligadas. A depender de como se entenda ser a finalidade da empresa, por exemplo, os investimentos realizados por ela poderão visar o curto prazo e altos retornos aos acionistas, sem se importar com a sustentabilidade e com o médio e longo prazo, na criação de valor. Esta visão irá influenciar a forma como os administradores realizam suas tomadas de decisão, expectativas e responsabilização.

Entender qual é a finalidade da empresa é entender como a empresa deve ser gerida e como devem ser prestadas as contas por essa gestão. Ocorre que a questão de qual é o papel e a finalidade da empresa está longe de ser consenso. Muitos ponderam, novamente, se o papel da empresa teria sido desviado de seu objetivo primordial: gerar riqueza aos acionistas. Outros afirmam que as empresas têm uma incumbência em pensar no coletivo e agir em prol deste. Essa dicotomia

influencia decisivamente no papel do administrador em uma empresa e, por via de consequência, em sua responsabilização. Tal debate, sobre qual a finalidade da empresa, foi reacendido muito em razão do crescimento da discussão de maneiras sustentáveis de se empreender economicamente, em especial em relação ao ESG e ao seu protagonismo no cenário atual.

Para entender essas questões e buscar uma resposta adequada à economia moderna é que se propôs realizar a presente pesquisa, identificando a finalidade da empresa e como ela se relaciona com investimentos em ESG, que, a priori, nem sempre trarão um retorno lucrativo imediato. Desta feita, ter-se-á que se perquirir quais são os incentivos do administrador em realizar políticas empresariais de médio e longo prazo e sem retorno garantido.

Ademais, serão os administradores civilmente responsáveis por realizarem investimentos em ESG? Ou estes estariam de acordo com a finalidade da empresa e com as regras de direito societário? Tal indefinição gera insegurança (jurídica) aos administradores que, pessoalmente responsáveis pela sua atuação, por vezes encontram-se incertos sobre a possibilidade de realizarem determinados investimentos de cunho social ou ambiental em nome das empresas que administram. Sua atuação está atrelada ao comprometimento para com a companhia no exercício de suas funções, devendo empreender os melhores esforços para que se chegue ao melhor resultado possível, sempre pautado em seus deveres fiduciários e na consecução do objeto social da empresa.

Assim, estariam tais medidas (de investimentos de cunho social e/ou ambiental) abarcadas no conceito de finalidade da empresa? Seria esse um desvio no uso dos recursos cuja administração lhe foi confiada? Podem os administradores serem responsabilizados caso direcionem parte dos recursos da empresa para determinado objetivo social ou ambiental? Diante da insegurança jurídica trazida por essa indefinição, por vezes uma postura mais conservadora é adotada, especialmente mediante a possibilidade de ingresso de ação de responsabilidade pela empresa e seus acionistas em face de seus administradores. No entanto há que se questionar se tal polarização realmente faz sentido. Seriam os investimentos sociais e ambientais pelas empresas um antagonismo à sua finalidade lucrativa? Seriam essas medidas simplesmente uma despesa, não convertendo-se de nenhuma forma em aumento da lucratividade?

Estes são, em suma, os questionamentos que deram origem à presente pesquisa. E, no afã de respondê-los, foram analisados diversos estudos científicos, teóricos e empíricos, assim como dados disponíveis publicamente, bem como a legislação, para avaliar qual é de fato a finalidade da empresa de capital aberto e como ela se relaciona com os investimentos em ESG e com a responsabilização do administrador. Dito isso, entende-se necessário o reforço de algumas pontuações e algumas definições para melhor compreensão do trabalho e do objetivo que se pretende atingir.

Primeiramente, em relação à teoria dos *stakeholders*. Para os fins estreitos do presente trabalho, quando houver referência à teoria das partes interessadas, capitalismo verde, capitalismo regenerativo, cisne verde ou capitalismo de *stakeholder*, estar-se-á a falar exatamente da mesma doutrina. A conceituação se dará em capítulo próprio.

O mesmo vale para a teoria do *shareholder*. Quando houver referência à teoria da maximização do valor do acionista, teoria da maximização dos acionistas, teoria do valor do acionista, capitalismo de *shareholder*, capitalismo da maximização do acionista, capitalismo da maximização do valor dos acionistas ou capitalismo do valor do acionista, estar-se-á a falar exatamente da mesma doutrina. A conceituação, também, se dará em capítulo próprio.

Outrossim, compreende-se que ESG, responsabilidade social corporativa (CSR) e a responsabilidade social do investidor (SRI) não são sinônimos e, em que pese a sua similitude, tratam-se de questões diferentes. Embora todos estes conceitos estejam relacionados, cada um tem seus próprios objetivos e características, tendo em comum, porém, o fato de que todas essas abordagens visam fazer o bem enquanto obtêm lucro. Ou seja, diante do uso de um desses conceitos (ou congêneres), os investidores e empresas desejam obter tanto um retorno financeiro quanto um resultado social positivo. Com isto em vista, haverá ocasiões neste trabalho em que os trataremos como sinônimos, mesmo cientes que não o são, pois, para os fins almejados, sua diferenciação não importa tanto, principalmente diante do protagonismo da Agenda ESG, que vem paulatinamente abarcando e ofuscando os outros conceitos.

Assim, julga-se que para não haver poluição de siglas e possível confusão conceitual, tratar os conceitos ESG, CSR, SRI etc. como sinônimos é a solução mais adequada, embora conceitualmente e do ponto de vista técnico, a mais incorreta.

Também o faremos com questões que envolvam filantropia, investimentos sociais e investimentos ambientais. A raiz axiológica é semelhante e serve para os propósitos escolhidos. Neste sentido, importante sublinhar, também, que utilizar-se-ão os termos e conceitos de empresa e sociedade empresária de forma indistinta. Ainda, conforme demonstraremos em capítulo próprio, mesmo diante da possibilidade de erro, diferenciamos interesse social de finalidade da empresa, não os tratando como sinônimos, motivo pelo qual, igualmente, tratar-se-á primeiro das teorias do *stakeholder* e do *shareholder*, para apenas mais tarde tratar das teorias contratuálistas e institucionalistas.

Compreende-se que ao se tratar de um trabalho científico, o erro não deve ser temido, tampouco a inovação. Portanto, por vezes, o presente trabalho humildemente irá se opor a entendimentos estabelecidos por autoridades do direito societário, não o fazendo com qualquer vaidade do acerto ou com a intenção de estabelecer uma verdade, apenas com o único intuito de contribuir, mesmo que de maneira tímida, para o avanço do tema.

Como diz José Souto Maior Borges, o “...estudioso deve obstinadamente recusar-se a engrossar as fileiras dos que encaram as hipóteses científicas como dogmas de fé”, haja vista não poder haver “...lugar, no conhecimento científico objetivo, para as “corporações de elogios mútuos, tão expressivas da indigência do próprio pensar”¹. Ademais, sem o estudo prévio e detido das posições que se ousa discordar, não seria possível o próprio pensar discordante, ou seja, tais preposições foram degraus necessários para a chegada na posição que ora se adota. Outrossim, não há intenção de realizar um trabalho livre de erros e imune a críticas ou evolução, pelo contrário, “...não há hipóteses científicas insusceptíveis de erro. Elas são como redes lançadas ao mar, podem recolher um conteúdo-de-verdade, mas também o erro, que o esforço crucial de refutação revela”².

Não há que se temer o erro na construção científica, desde que tal construção se funde em uma base sólida daqueles que perscrutaram o caminho antes de nós; daqueles que abriram a clareira do pensar, mesmo que deles se ouse discordar (desde que com argumentos para tanto). O temor ao erro e à crítica tem o único condão de reverberar o pensar científico a caminhos de escuridão. Neste sentido, Souto Maior Borges nos ensina que a busca pela imunização contra o erro impõe à

¹ BORGES, José Souto Maior. **Ciência Feliz**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 32.

² BORGES, José Souto Maior. **Ciência Feliz**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 25.

atividade científica um custo elevado, resultando na recusa persistente à investigação profunda e, em última análise, na negação de sua própria natureza científica. Citando Karl Popper, Borges afirma que a arte de evitar erros deve ser substituída por uma abordagem mais elevada: assumir a responsabilidade pelos erros, aprender com eles e buscar evitá-los no futuro. O culto ao conhecimento certo e infalível contribui para a degradação do ideal científico, transformando a busca por verdades relevantes em um mero esforço de imunização contra equívocos³.

Sendo, portanto, em razão da cientificidade pretendida, é que não realizar-se-á no presente trabalho uma mera análise superficial e repetidora da doutrina e jurisprudência atual; e muito menos irá se proceder com comentários rasos à letra de leis. Tentar-se-á, ao contrário, talvez sem o sucesso pretendido, realizar uma abordagem crítica e mais aprofundada de todos ângulos da problemática enfrentada, e, para tanto, escolhas foram feitas, as quais podem empobrecer sob certo ângulo a profundidade do trabalho, mas o foram em razão do corte metodológico e da questão a que se pretende, por fim, responder: qual a possibilidade de responsabilização (civil) do administrador de sociedade anônima aberta em razão de investimentos em ESG?

Por fim e ao cabo, cumpre-se esclarecer a estruturação do trabalho e metodologia adotada. O trabalho foi estruturado em quatro capítulos. O primeiro trata especificamente da dicotomia existente sobre a questão que engloba a finalidade da empresa. Para melhor compreensão do tema, dividiu-se o capítulo em três subcapítulos, que tratam da evolução histórica do debate que envolve a finalidade da empresa, apontando os principais casos e disputas. O segundo capítulo busca estabelecer o cenário atual da disputa que envolve a finalidade da empresa. Para tanto, o mesmo foi dividido em dois subcapítulos, cada qual focando em uma parte do debate.

Entendendo satisfeito o *background* teórico e histórico, o terceiro capítulo parte para estabelecer o que é a Agenda ESG e como ela se relaciona com o capitalismo, tanto da ótica dos *stakeholders* quanto da ótica dos *shareholders*. Dividiu-se o terceiro capítulo em seis subcapítulos, sendo os três primeiros para estabelecer o que é a Agenda ESG, o quarto buscando uma ligação entre ESG e a escolha política representativa de uma espécie de capitalismo, o quinto estabelecendo a Agenda ESG

³ BORGES, José Souto Maior. **Ciência Feliz**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 25-28.

como uma instituição informal, e o sexto buscando realizar uma análise empírica dos investimentos em ESG e o retorno aos acionistas e à companhia.

O quarto capítulo busca trazer o tema à realidade brasileira, dissertando sobre a empresa no contexto brasileiro e a responsabilidade do administrador diante da legislação pátria. O quarto capítulo é dividido em seis subcapítulos, sendo o primeiro deles uma breve incursão histórica sobre a evolução da empresa e a sua atual conformação no direito brasileiro, seguida, no segundo subcapítulo, pelas diferentes visões da empresa e de seu interesse e função social. O terceiro subcapítulo trata dos administradores, seus deveres e responsabilidades no direito pátrio. O quarto discorre sobre o regime de responsabilização dos administradores no direito brasileiro. O quinto busca trazer breves notas sobre a doutrina da *business judgment rule* e sua aplicação no direito brasileiro, e o último subcapítulo busca fazer o link final com a responsabilidade do administrador em razão de investimentos em ESG.

A metodologia de pesquisa adotada foi a hipotético-dedutiva, com incursões na análise de dados, a partir da utilização de recursos como a pesquisa doutrinária, estrutura legislativa e acesso a banco de dados públicos.

1. A dicotomia existente na finalidade da empresa – breve análise histórica

A dicotomia que envolve a finalidade da empresa é uma polêmica antiga. Afinal, qual é o objetivo de uma companhia?

A análise na presente dissertação restringir-se-á às companhias de capital aberto, que buscam o seu financiamento por meio do mercado de capitais, isto é, da poupança popular, e, em razão disto, tornam-se companhias cujo desenvolvimento interessa a toda a sociedade e não apenas – ao menos em um sentido mais amplo – aos seus próprios acionistas/sócios. Isto porque o desempenho das companhias abertas afeta todo o mercado, bem como a própria sociedade – ora, a fraude em uma companhia de capital aberto pode desmantelar economias familiares de uma vida inteira, ao mesmo tempo que afeta todas as demais empresas dependentes dela. São vários os casos em que fraudes, sejam contábeis ou de outra espécie, causaram prejuízos coletivos. Casos como Enron e Lehman Brothers, nos Estados Unidos, são exemplos relativamente recentes e clássicos do mal que fraudes em grandes companhias podem causar à sociedade e ao mercado.

No primeiro caso, tem-se a Enron, empresa de energia dos Estados Unidos fundada em 1985, cujo crescimento exponencial nos anos 1990 a levou a alcançar US\$ 101.000.000,00 (cento e um bilhões de dólares) em patrimônio líquido nos anos 2000. Ocorre que por trás do sucesso aparente, haviam fraudes fiscais, resultando em uma dívida de US\$ 13.000.000.000,00 (treze bilhões de dólares) e a demissão de 4 mil funcionários. As investigações criminais levaram à falência da empresa em 2001 e à criação da Lei Sarbanes-Oxley em 2002, visando prevenir escândalos de má governança corporativa⁴.

O Lehman Brothers, um dos principais bancos de investimento dos Estados Unidos, com 159 anos de história, entrou em falência em 2008, registrando um prejuízo de US\$ 3.900.000.000,00 (3.9 bilhões de dólares). Sua principal atividade estava vinculada aos papéis do mercado imobiliário *subprime*, empréstimos hipotecários de alto risco. Desde 2001, o banco praticava o Repo 105, uma manipulação contábil, para disfarçar seu endividamento. A falência do Lehman Brothers, que chegou a ter 20 mil funcionários, foi um marco na crise econômica mundial de 2008, resultando em quedas constantes nas bolsas de valores em todo o mundo e em um impacto significativo no mercado financeiro. A crise levou a uma queda de 25% no índice Dow Jones por um mês, afetando bolsas de valores de todo o mundo, bem como a própria economia mundial⁵.

Já na realidade brasileira, temos os escândalos da Petrobrás e da Americanas. No primeiro caso, a corrupção na estatal vem de tempos. Um estudo de 2020, do Tribunal de Contas da União, aponta que entre os anos de 2004 e 2012 um cartel de 24 empresas que atuava na companhia resultou em um prejuízo de R\$ 18.000.000.000,00 (dezoito bilhões de reais)⁶.

⁴ E-INVESTIDOR. Estadão. **1º de abril: 4 empresas que enganaram investidores**. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/quatro-empresas-enganaram-investidores/>. Acesso em: 15 dez. 2023.

⁵ E-INVESTIDOR. Estadão. **1º de abril: 4 empresas que enganaram investidores**. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/quatro-empresas-enganaram-investidores/>. Acesso em: 15 dez. 2023.

⁶ Tribunal de Contas da União. **TCU aponta que cartel causou prejuízos de R\$ 18 bilhões à Petrobras**. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/tcu-aponta-que-cartel-causou-prejuizos-de-r-18-bilhoes-a-petrobras.htm>. Acesso em: 22 nov. 2023.

Já o “petrolão”, esquema investigado pela operação lava-jato, teve um prejuízo direto de R\$ 10.000.000.000,00 (dez bilhões de reais)⁷, e uma retração maior que 2,5% na economia brasileira⁸.

Já no caso mais recente, das Americanas, a empresa apresentou um rombo de mais de R\$ 20.000.000.000,00 (vinte bilhões de reais) em razão de fraudes contábeis. O caso afetou, principalmente, fornecedores, investidores e credores (bancos notadamente). O valor da ação das Americanas, que chegou a R\$ 121, caiu para uma cotação média de R\$ 1,34. A crise desencadeada teve um amplo impacto no mercado de crédito privado no Brasil, gerando escassez e aumento nas taxas devido ao aumento do risco percebido pelos bancos. O varejo, particularmente, foi afetado, com um aumento nas operações de crédito de capital de giro, especialmente entre os pequenos e médios fornecedores, devido à capacidade financeira limitada em lidar com situações imprevistas. Os valores envolvidos e a repercussão afetaram profundamente a credibilidade do mercado, investidores e *stakeholders*⁹.

Desta feita, diante da importância da companhia aberta perante à sociedade, a questão que permanece há mais de um século é: qual o objetivo de uma companhia de capital aberto? Maximizar o valor do acionista (seu lucro)? Ou aumentar, simultaneamente, o bem-estar dos acionistas, partes interessadas e da sociedade em geral¹⁰?

Essa discussão não é nova, porém tem ganhado nova relevância e força no mundo todo. Bainbridge traz alguns exemplos da política estadunidense¹¹:

In the 2020 U.S. Presidential campaign, for example, numerous Democratic politicians carved out strong positions in favor of stakeholder capitalism. Senator Elizabeth Warren (D-MA) was especially active in that regard, contending that a root cause of many of America's economic problems was the emphasis by businesses on maximizing shareholder wealth.³ Her proposed Accountable Capitalism Act would have required boards of public

⁷ UOL. **Quer entender o que acontece na Petrobras? Veja este resumo.** Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2015/02/05/quer-entender-o-que-acontece-na-petrobras-veja-este-resumo.htm?cmpid=copiaecola>. Acesso em: 30 set. 2022.

⁸ BBC. **Escândalo da Petrobras 'engoliu 2,5% da economia em 2015'**. Disponível em: https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/12/151201_lavajato_ru. Acesso em: 22 set. 2022.

⁹ MALVESSI, Oscar. Valor Econômico - O Globo. **As lições do caso Americanas**: como um efeito da pedra atirada no lago, o impacto da revisão dos balanços da varejista se espalhou pelo setor como um todo. Como um efeito da pedra atirada no lago, o impacto da revisão dos balanços da varejista se espalhou pelo setor como um todo. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/mercado/noticia/do-eufemismo-a-crise-de-confianca-as-licoes-do-caso-americanas.ghtml>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁰ Denominada esta vertente de capitalismo de *stakeholder*, teoria dos *stakeholders*, responsabilidade social corporativa e, ainda, métricas ambientais sociais e de governança (ESG).

¹¹ BAINBRIDGE, Stphen M. **Why We Should Keep Teaching Dodge V. Ford Motor Co.** UCLA School of Law. Law & Economics Research Paper No. 22-05. 48 Journal of Corporation Law 77, 2022, p. 78.

corporations with over \$1 billion in revenues to consider stakeholders' interests when making corporate decisions.⁴ Eventual Democratic 2020 nominee and now President Joe Biden called for an end to the era of "shareholder capitalism."⁵ Strikingly, one also finds skepticism about shareholder wealth maximization on the right end of the political spectrum. Senator Marco Rubio (R-FL), for example, argues that shareholder wealth maximization "provides a framework to reduce or ignore the longer-term, economyand-society wide negative externalities that result [from business activity], by placing them outside the realm of business decisions.

A discussão acerca da finalidade da empresa provavelmente nunca esteve tão em voga, mesmo sendo centenária. E, em razão da longevidade da discussão, entende-se necessário que se faça um histórico, assinalando os principais pontos de debate. É o que se passa a fazer adiante.

1.1. O Caso Dodge v. Ford Motor Co.

Pode-se rastrear como a primeira grande discussão de impacto sobre o tema, o caso *Dodge v. Ford Motor Co.*, de 1919. O caso em questão gira em torno de uma celeuma entre a *Ford Motor Company* e os irmãos Dodge, que eram acionistas à época (e que depois viriam a fundar a *The Dodge Brothers Motor Company*¹²).

A Ford foi criada por Henry Ford em 1903 e teve enorme sucesso desde o início. Em 1916, a Ford estava obtendo lucros de quase U\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de dólares) em vendas anuais de U\$ 207.000.000,00 (duzentos e sete milhões de dólares). Em 1914, a Ford aumentou o salário-mínimo de seus funcionários de chão de fábrica para U\$ 5,00 (cinco dólares) por dia, o que era à época o dobro do valor vigente para os trabalhadores industriais, e diminuiu a jornada de trabalho de nove para oito horas diárias. A alegação era de que o novo valor pretendia dar aos funcionários uma participação nos negócios, uma vez que metade do novo pacote de pagamento era contabilizada como participação nos lucros da empresa¹³.

A Ford também abaixou os preços dos carros de forma sistemática – de U\$ 900,00 (novecentos dólares) para U\$ 360,00 (trezentos e sessenta dólares) –, o que fez com que sua participação no mercado consumidor aumentasse.

Henry Ford – principal acionista, com 59% das ações – realizou outras mudanças que desagradaram os acionistas minoritários, especialmente os irmãos

¹² Com os lucros advindos da Ford, destaca-se.

¹³ BAINBRIDGE, Stephen M. *Why We Should Keep Teaching Dodge V. Ford Motor Co.* UCLA School of Law. Law & Economics Research Paper No. 22-05. 48 Journal of Corporation Law 77, 2022, p. 80.

Dodge – cada um tinha 5% das ações da Ford –, que além de acionistas eram fornecedores (a Ford terceirizava a fabricação de motores para a empresa de máquinas dos irmãos Dodge).

Entre essas mudanças, destaca-se principalmente a de 1915, quando a Ford parou de pagar os dividendos especiais e começou a investir na própria empresa, visando construir uma nova fábrica em River Rouge, Michigan (que seria a maior fábrica de automóveis da época), e reduzir ainda mais os preços dos automóveis.

Em resposta, os irmãos Dodge processaram a Ford, buscando uma decisão judicial que proibisse a Ford de realizar a construção da nova fábrica e a obrigasse a emitir e pagar os dividendos especiais, de forma acumulada, contando os anos em que não foram pagos¹⁴.

A legislação dos EUA reconhecia que a razão de ser das companhias era o lucro privado e não o benefício público¹⁵. Assim, a razão do caso Dodge vs Ford era de como operacionalizar esse reconhecimento e responder à questão: os deveres fiduciários dos diretores e executivos corporativos tornaram a busca do lucro privado obrigatório ou meramente permissivo?

No caso concreto, a Ford alegou que cedeu e distribuiu grandes ganhos aos acionistas, e que estes deveriam se contentar em receber o que a empresa decidisse ser o mais adequado; a intenção da Ford com o atuar que fora questionado judicialmente não era aumentar os lucros, pois já os considerava excessivos e, portanto, entendia que deveria compartilhá-los. Em suma, seu objetivo declarado em juízo era fazer tanto bem quanto pudesse, em todos os lugares, para todos os interessados e, incidentalmente, ganhar dinheiro¹⁶.

Já os irmãos Dodge argumentaram, entre outros pontos, que existia uma norma na lei de Michigan que limitava o total do capital social autorizado da companhia em U\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de dólares) e que a política da Ford de reter e acumular lucros aumentou seu “capital” para mais de U\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de dólares). Argumentaram que a integração vertical pretendida (construção

¹⁴ BAINBRIDGE, Stephen M. *Why We Should Keep Teaching Dodge V. Ford Motor Co.* UCLA School of Law. Law & Economics Research Paper No. 22-05. 48 Journal of Corporation Law 77, 2022, p. 82.

¹⁵ GUENTHER, David B. *Of Bodies Politic and Pecuniary: A Brief History of Corporate Purpose.* Michigan Business & Entrepreneurial Law Review, vol. 9., 2019. Disponível em: <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol9/iss1/2/>.

¹⁶ HENDERSON, M. Todd, The Story of Dodge v. Ford Motor Company: Everything Old Is New Again, The Law School The University Of Chicago, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 373, 2007.

da fábrica que iria acabar com a terceirização de certos componentes) era um ato *ultra vires*, pois a Ford tinha como objeto social a fabricação de automóveis. E argumentaram, também e principalmente, que o ato de reter dividendo era um abuso de poder por parte de Henry Ford – acionista controlador – e que tal ato não era realizado em prol da companhia e de seus acionistas.

Em relação ao primeiro argumento, de limitação do capital social, a Corte de Michigan decidiu que o legislativo via com desfavor um aporte inicial de capital superior a quantia de U\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de dólares), mas não via com desfavor uma existência lucrativa e aumento do capital social por retenção de lucros. Em relação ao segundo argumento – *ultra vires* –, o Tribunal decidiu que o fato de o objeto social da Ford ser fabricar automóveis não a limitaria a montar peças ou fabricar peças, mas englobaria, sim, todo o ato que pudesse tornar o seu objeto social mais eficiente e lucrativo.

Por fim, ao que interessa aqui, em relação ao terceiro argumento, que é justamente o que se repousa na finalidade da empresa, o Tribunal entendeu que a decisão de pagar ou não um dividendo caberia ao conselho de administração.

Se os diretores escolhessem reter os lucros e reinvesti-los no crescimento do negócio, os demais acionistas teriam que acatar tal decisão. O Tribunal só poderia intervir se os acionistas judicantes comprovassem que a recusa de pagar um dividendo equivalia a um ato de abuso de poder. No caso, o Tribunal se debruçou sobre uma série de afirmações de Henry Ford, conforme aponta Bainbrige¹⁷:

“Noting that Ford was “the dominant force” in FMC’s business, the supreme court pointed to multiple statements by Ford conveying an impression that he had an “attitude towards shareholders of one who has dispensed and distributed to them large gains and that they should be content to take what he chooses to give.”¹¹⁰ The supreme court further surmised from Ford’s statements “that he thinks the Ford Motor Company has made too much money, has had too large profits, and that, although large profits might be still earned, a sharing of them with the public, by reducing the price of the output of the company, ought to be undertaken.” Although there is some reason to think Ford’s embrace of social responsibility was disingenuous,¹¹² the Michigan Supreme Court took him at his word: A business corporation is organized and carried on primarily for the profit of the stockholders. The powers of the directors are to be employed for that end. The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits

¹⁷ BAINBRIDGE, Stephen M. *Why We Should Keep Teaching Dodge V. Ford Motor Co.* UCLA School of Law. Law & Economics Research Paper No. 22-05. 48 Journal of Corporation Law 77, 2022. p. 89 e 90.

among stockholders in order to devote them to other purposes. Consequently, the court explained, “it is not within the lawful powers of a board of directors to shape and conduct the affairs of a corporation for the merely incidental benefit of shareholders and for the primary purpose of benefiting others, and no one will contend that, if the avowed purpose of the defendant directors was to sacrifice the interests of shareholders, it would not be the duty of the courts to interfere”.

Destarte, denota-se que a decisão do Tribunal ao dar provimento parcial aos pleitos dos irmãos Dodge, determinando o retorno do pagamento dos dividendos, foi realizada entendendo e reconhecendo que a companhia deve ser livre para planejar a longo prazo, reconhecendo que os planos devem ser feitos não só a curto prazo, mas ponderando um futuro mais distante, rebatendo e considerando com a concorrência esperada, e, assim, visando um empreendimento lucrativo e sustentável.

O tribunal reconheceu, ainda, que os administradores têm o poder de definir os infinitos detalhes do negócio, incluindo os salários que devem ser pagos aos empregados, o número de horas que estes devem trabalhar, as condições sob as quais o trabalho deve ser executado e o preço pelo qual os produtos devem ser oferecidos ao público.

Consequentemente, o Tribunal traçou uma distinção “óbvia” entre, de um lado, um gasto humanitário incidental dos fundos corporativos em benefício dos empregados – como, por exemplo, a construção de um hospital para o uso de seus funcionários ou a utilização de agências para a melhoria das condições de trabalho, o que seria permissível, visto que em prol do negócio da companhia, pois tais atos, ao fim, influenciariam positivamente na busca do lucro -, e de outro lado, um propósito maior, evidenciado por um plano geral para beneficiar a humanidade e a sociedade como um todo, às custas da companhia e, por ato reflexo, dos seus acionistas, o que seria vetado.

Esta decisão, embora não tenha sido oficial e declaradamente o nascimento da teoria do valor do acionista, foi um toque de luminescência que ecoou – e ainda ecoa – pelas décadas seguintes, tendo sido um dos pilares da teoria do valor dos acionistas.

Reitera-se, portanto, conforme acima dito, que a jurisprudência dos tribunais estadunidenses não permitia um altruísmo irrestrito e sem fundamentação, mas permitia o uso de fundos corporativos para promover o bem-estar dos funcionários e da comunidade desde de que houvesse uma justificação empresarial para tanto; isto é, as despesas em benefícios dos empregados e da comunidade “*not to be defended*

upon the ground of gratuity or charity, but [because they] were a part of the inducement for the employé to enter the employment and serve faithfully for the wage agreed upon.”¹⁸.

O Tribunal de Michigan entendeu que os administradores têm amplo arbítrio para fazer planos de negócios, desenvolver estratégias de longo prazo, definir preços e determinar as condições de trabalho, remuneração e benefícios dos funcionários, desde que afirmem estar fazendo isso em nome do valor do acionista e não do capitalismo das partes interessadas.

1.2. O Debate entre Dodd e Berle

Após essa decisão, teve o primeiro debate acadêmico de relevo sobre a finalidade da companhia, entre os professores Dodd e Berle.

Adolf Berle publicou, em 1931, o artigo intitulado “Corporate Powers as Powers in Trust”. Em 1932, Edwin Dodd publicou, em resposta, o artigo “For whom are corporate managers trustees?”. No mesmo ano, em resposta a Dodd, Berle publica o artigo “For whom corporate managers are trustees: A note”.

A questão do poder dos administradores – poder gerencial – e da proteção dos interesses dos acionistas foi a preocupação central do debate Dodd-Berle.

O conceito de “trust” foi a principal questão discutida, chegando, cada professor, a conclusões diferentes¹⁹. Passar-se-á a destacar o ponto defendido por cada autor, mas antes, entende-se salutar uma pequena incursão no contexto vivido à época para melhor compreensão do debate.

Na década de 1920, principalmente, a economia dos EUA caracterizou-se por grandes corporações exercendo poder e influência, as quais tinham em seus administradores/controladores a figura proeminente do seu atuar²⁰. Por esta razão, o uso irrestrito do poder corporativo logo se tornou uma preocupação geral, obrigando os acionistas a recorrerem aos tribunais, como no caso supracitado de Dodge vs Ford.

¹⁸ BAINBRIDGE, Stephen M. **Why We Should Keep Teaching Dodge V. Ford Motor Co.** UCLA School of Law. Law & Economics Research Paper No. 22-05. 48 Journal of Corporation Law 77, 2022, p. 87. *apud* people *ex rel.* Metro. Life Ins. Co. v. Hotchkiss, 120 N.Y.S. 649 (N.Y. App. Div. 3d Dept. 1909).

¹⁹ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?** University of Law (UK), 2019, p. 2. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3374292>.

²⁰ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?** University of Law (UK), 2019, p. 3, *apud* J.C.C. Macintosh: Accounting, Organizations and Society 24 (1999) 139-153.

Um exemplo desta conduta temerária por parte da administração dessas companhias foi a venda de títulos por parte de fundos de investimentos – Goldman Sachs & Co –, que logo se tornaram sem valor, ao tempo que havia, entre 1900 e 1929, aproximadamente 18 milhões de acionistas nos EUA²¹. Ao mesmo tempo, tinha-se uma estrutura legislativa permissiva e concorrencial; isto é, para atrair as companhias, os Estados legislavam leis cada vez mais permissivas, o que fez com que os acionistas não tivessem voz e, muitas vezes, sequer informação suficiente a respeito do desempenho da companhia que havia adquirido títulos²².

Foi neste cenário, conjugado com as decisões judiciais sobre o tema – como a do caso Dodge vs Ford – que os professores Berle e Dodd iniciaram o debate que ecoa até os dias atuais.

Adolf A. Berle foi professor da Faculdade de Direito de Columbia. Como advogado e professor, ele estava bem familiarizado com as atividades corporativas e com os problemas e preocupações daí advindos. À vista deste cenário, Berle escreveu o seu primeiro artigo.

Nesse primeiro artigo, de 1931, Berle argumentou que todos os poderes concedidos a uma sociedade anônima ou à administração de uma sociedade anônima devem ser necessariamente e sempre exercidos apenas para o benefício proporcional de todos os acionistas, conforme seus interesses²³. Berle observou que embora as partes interessadas, especialmente os trabalhadores, também tenham se tornado um fator proeminente, o interesse dos acionistas permaneceu como o objetivo principal de uma companhia, sendo aqueles, a seu sentir, um mero custo da atividade²⁴.

Em razão de assimilar que existia uma clara proteção primária aos direitos dos acionistas, Berle entendia que os administradores deveriam sempre desempenhar suas funções com uma intenção de boa-fé. A responsabilidade dos administradores só poderia ser garantida pela divulgação completa das informações, pois nem os tribunais podem agir, nem a opinião pública pode atuar, a menos que os fatos sejam devidamente divulgados²⁵.

Ele mencionou, ainda, que os acionistas individuais eram incapazes de exercer qualquer controle sobre os administradores; portanto, em que pese acreditar

²¹ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?** University of Law (UK), 2019, p. 3.

²² DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?** University of Law (UK), 2019, p. 6-7.

²³ BERLE, A. Adolf. Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Rev.* 1931; p. 1049-1074.

²⁴ BERLE A Adolf. For whom corporate managers are trustees. *Harvard Law Rev.* 1932; 45: at 1365.

²⁵ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?**. University of Law (UK), 2019, p. 9.

na autorregulação do mercado, Berle entendia que o controle sobre determinadas diretrizes tinha que ser imposto por lei, justamente porque entendia que a separação entre propriedade e controle poderia aumentar a potencialidade de danos aos acionistas e, destarte, somente a imposição de regras rígidas de propriedade poderiam domar o apetite das companhias e administradores, canalizando-os para metas socialmente mais benéficas²⁶.

Ademais, o número de pessoas que buscavam no mercado de ações uma forma de aumento de renda, ou até mesmo de aposentadoria, aumentou e muito na década de 1920. Este tipo de propriedade não permite ao acionista, em um contexto geral, qualquer tipo de controle ou influência mais efetivos, podendo, via de regra, apenas vender o seu título a mercado, pelo valor de mercado.

A proteção ao direito dos acionistas torna-se, à luz do exposto, ainda mais essencial, e, uma forma de o fazer, é por meio dos deveres fiduciários dos administradores, que devem agir para e pelos acionistas.

Em resposta ao posicionamento de Berle, o professor Edward Merrick Dodd, professor da Faculdade de Direito de Harvard, publicou um artigo pontuando e criticando alguns dos posicionamentos de Berle. Dodd construiu boa parte de seu argumento com base na opinião pública e sugeriu que haveria, de fato, um sentimento crescente não só de que as companhias têm responsabilidades para com a comunidade, mas também de que os administradores que controlam as companhias devem, voluntariamente e sem esperar por compulsão legal, administrá-las de forma a cumprir essas responsabilidades²⁷.

Dodd sugeriu que os administradores deveriam seguir um princípio de responsabilidade social – um *standard* de conduta –, que permitiria que a lei, o mercado e a opinião pública influenciassem a conduta dos administradores e a forma de atuar das companhias.

Isto é, os administradores não teriam obrigações apenas para com os acionistas e com a perseguição do lucro²⁸. Para tanto, Dodd sustentou que as

²⁶ MITCHELL, Tsuk Dalia, **Corporations Without Labor: The Politics of Progressive Corporate Law**. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 151, No. 6, p. 1861-1912, 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1017641>.

²⁷ DODD, M. Edward. For whom are corporate managers trustees. Harvard Law Rev. 1932; p. 1145-1163.

²⁸ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?**. University of Law (UK), 2019, p. 15.

companhias deveriam ser classificadas como serviços públicos, afirmando que a propriedade privada como conceito legal, o é apenas em um sentido qualificado.

Para exemplificar a sua forma de pensar, ele cita uma ferrovia interestadual como uma empresa de utilidade pública. Esta deve prestar serviços adequados, expandir suas instalações quando solicitada pela autoridade pública, cobrar apenas tarifas razoáveis e tratar todos os clientes da mesma forma, mesmo que novos negócios lucrativos possam ser possíveis por meio de concessões a alguns poucos clientes. Além dessas regulamentações de suas tarifas e serviços, uma ferrovia interestadual não tem o poder de emitir novos títulos, mesmo para seus acionistas existentes, sem o consentimento de um conselho administrativo encarregado de considerar, principalmente, a influência dessa emissão de títulos sobre o bem-estar do público em geral e não somente a conveniência desta emissão do ponto de vista do acionista. Com base nessa premissa, Dodd entendia que existiria uma tendência legislativa e da opinião pública para que todas as empresas fossem consideradas como de interesse público, especialmente aquelas de capital aberto²⁹.

Ou seja, os negócios são permitidos e incentivados pela lei, à medida que a natureza do negócio é comunitária, e não porque fonte de lucro para os acionistas.

Assim, influenciado por Owen D. Young, executivo da General Electric à época, Dodd defendeu que as companhias têm obrigações e deveres públicos a serem perseguidos. As companhias deveriam ser um bom cidadão³⁰.

Do posicionamento de cada professor, extrai-se que Berle adotou um modelo clássico de deveres fiduciários, orientados para os acionistas, donde a maximização do lucro seria a principal preocupação dos administradores. De outro lado, Dodd entendia que os deveres fiduciários não eram apenas voltados aos acionistas, mas também às partes interessadas como credores, consumidores e, especialmente, trabalhadores³¹.

Dodd argumentou que a companhia se torna uma entidade legal distinta após a sua criação e, portanto, não pode ser considerada apenas uma agregação de vontade dos acionistas; é uma instituição autônoma com interesses mais amplos, por vezes separados dos interesses dos acionistas ou de outra classe específica envolvida com ela. Denota-se, destarte, que Dodd estabeleceu os fundamentos do

²⁹ DODD, M. Edward. For whom are corporate managers trustees. Harvard Law Rev. 1932, p.1149.

³⁰ DODD, M. Edward. For whom are corporate managers trustees. Harvard Law Rev. 1932, p. 1154.

³¹ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?**. University of Law (UK), 2019, p. 18.

conceito da Responsabilidade Social Corporativa, uma vez que sua abordagem ofereceu proteção aos administradores para que estes buscassem dar prioridade a interesses diversos dos imediatos dos acionistas³². Por meio da sua concepção, Dodd defendia que a observação dos interesses das partes interessadas poderia levar a companhia a aumentar o seu valor e o seu lucro a longo prazo, beneficiando os acionistas, pois funcionários mais satisfeitos são mais produtivos e leais³³.

Berle compreendia de forma contrária, isto é, que a companhia era um amálgama de seus acionistas e deveria servir aos interesses destes; ou seja, qualquer tomada de decisão que não visasse aumentar o valor do acionista estaria violando o dever fiduciário dos administradores e anularia o próprio objeto e natureza da companhia³⁴. Salutar evidenciar, porém, que Berle não discordava de Dodd no ponto que as companhias tinham uma responsabilidade perante a sociedade, no entanto, entendia que dar aos administradores este tipo de poder de decisão era confiar cegamente na bondade alheia, o que poderia vir a prejudicar não só as companhias mas toda a sociedade; destarte, quando se administra visando o máximo retorno ao acionista, possibilita-se objetividade no julgamento da conduta dos administradores, ao tempo que o sucesso da companhia se espalha à sociedade, bem como permite aos próprios acionistas se engajarem em causas sociais se assim quiserem³⁵.

Na questão dos deveres fiduciários do administrador, Berle e Dodd também divergiram. Dodd entendia que a relação não era de fidúcia, mas sim de agência, e exemplificou afirmando que quando o proprietário de uma empresa pequena emprega um administrador para ajudá-lo a conduzir o negócio, esse administrador tem não apenas um dever contratual, mas também tem um dever de servir lealmente aos interesses de seu principal. Quando vários proprietários são substituídos por um único proprietário ou se os proprietários se incorporam, a posição não é diferente e os administradores continuam a agir em nome de seus principais. A relação é, portanto, de agência e não fidúcia³⁶.

Pode-se resumir o entendimento de Berle nos seguintes pontos: i) a companhia existe na forma de um *trust*; ii) a companhia existe para o benefício de seus acionistas; iii) a maximização do lucro para os acionistas é a principal preocupação

³² DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?**. University of Law (UK), 2019, p. 19.

³³ DODD, M. Edward. For whom are corporate managers trustees. Harvard Law Rev. 1932, p. 1156.

³⁴ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?**. University of Law (UK), 2019, p. 20.

³⁵ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?**. University of Law (UK), 2019, p. 20.

³⁶ DODD, M. Edward. For whom are corporate managers trustees. Harvard Law Rev. 1932, p. 1145.

dos administradores; iv) a legislação societária deve ser interpretada de forma a proteger os interesses dos acionistas; v) a companhia é um amálgama de seus acionistas e seus interesses; vi) a decisão dos administradores de promover os interesses dos funcionários é uma violação do dever fiduciário.

Já em relação a Dodd, pode-se resumir seus argumentos nos seguintes pontos: i) estabelecimento de um controle legal para impedir que os administradores desviem os lucros dos acionistas para os seus próprios bolsos; ii) os administradores têm deveres para com as partes interessadas; iii) a companhia é uma instituição autônoma; iv) os administradores podem buscar realizar os interesses dos funcionários em detrimento dos interesses imediatos dos acionistas; v) os administradores devem considerar em suas decisões a responsabilidade social das companhias; vi) as atividades corporativas de caridade podem gerar boa vontade da comunidade; viii) o relacionamento entre acionistas e administradores é uma relação de agência e não de fideicomisso; iv) as companhias devem ser responsáveis perante a sociedade em que atuam.

Por fim, em relação ao debate, insta salientar, ainda, que este fora resolvido em 1954, quando Berle, em publicação de seu livro “The 20th Century Capitalist Revolution”, logo após a decisão da Suprema Corte de Nova Jersey no caso *A.P Smith Manufacturing Company vs. Barlow* (1953) que estabeleceu que as companhias poderiam realizar doações filantrópicas, afirmou que a celeuma fora resolvida em favor das alegações de Dodd.

De todo o exposto, denota-se que Dodd e Berle convergiam sobre a questão de fundo, mas entendiam que os meios para se chegar a ela seriam diferentes.

A importância do debate Berle-Dodd é que ele se concentrou na questão para quem os administradores deveriam administrar e como eles seriam responsabilizados por suas ações. Embora tenha havido divergência sobre a questão para quem as companhias devem atuar, reconheceu-se que na ausência de um controle efetivo dos acionistas – muito em razão da dispersão acionária já existente naqueles tempos –, a divulgação completa das informações era o único meio eficaz de garantir que a administração agisse no interesse dos acionistas e da companhia. Isso resultou no princípio de divulgação completa da legislação americana de valores mobiliários e levou à regulamentação dos relatórios financeiros dos EUA³⁷.

³⁷ DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?**. University of Law (UK), 2019, p. 26.

À guisa de conclusão, tanto Berle quanto Dodd acreditavam que as restrições ao atuar dos administradores protegeriam os interesses dos trabalhadores e da sociedade³⁸.

1.3. O posicionamento de Milton Friedman e Michael Jensen e William Meckling

O debate segue e torna-se mais célebre com Milton Friedman e seu artigo de opinião publicado no New York Times em 1970³⁹. O que se pretende neste subcapítulo, para além de sublinhar o que fora dito em referido artigo, é compreender o que realmente Friedman quis dizer e qual era o seu real posicionamento.

Para tanto, é necessário ler e interpretar o seu artigo em conjugação com o resto de sua obra, especialmente com o seu livro “Capitalism and Freedom”, no qual torna-se luzente que somente em um ambiente competitivo, isto é, de livre concorrência e sem monopólios, oligopólios, monopsônios e oligopsônios, as empresas não têm responsabilidade social⁴⁰.

Outro ponto de observação é o contexto político da época em que Friedman escreveu a sua posição. Friedman reagia ao fato de que a administração Johnson incentivava as empresas a pararem de aumentar os preços de seus produtos e serviços, em uma tentativa de combater a inflação. Johnson pensava que este era um dever das empresas, de auxiliar a economia e a política dos EUA. Friedman ficou duplamente – ou triplamente – indignado com isto. Em primeiro ponto, a Escola de Chicago acredita que os preços são importantes e considera que as alterações dos preços cria mais distorções na economia. Em segundo ponto, dada a teoria da Escola de Chicago de como surgiu a inflação, Friedman pensava que a contenção dos preços por parte das empresas não traria nenhum benefício para combater a inflação, pois esta era impulsionada pelas políticas macroeconômicas da administração Johnson, das quais Friedman discordava. Com efeito, as empresas estavam sendo

³⁸ MITCHELL, Tsuk Dalia, **Corporations Without Labor: The Politics of Progressive Corporate Law**. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 151, No. 6, p. 1861-1912, 2003.

³⁹ FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. **The New York Times**. Nova York, p. 17-18. 13 set. 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 26 jul. 2023.

⁴⁰ ZINGALES, Luigi. **Friedman's Principle, 50 years later** in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 1. Disponível em: <https://promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/>.

pressionadas para remediar as deficiências do governo. Era, essencialmente, contra a esta situação a que Friedman estava reagindo. Ele acreditava que as decisões impulsionadas pela política, dissociadas do mercado, eram socialismo, daí a sua declaração contundente⁴¹.

Destarte, denota-se que Friedman partiu de duas premissas para defender o seu ponto. A primeira é a existência de mercados competitivos – com livre concorrência –, pois tal fato criaria um incentivo natural para que as companhias diversificassem e buscassem conquistar o seu público consumidor, o que englobaria toda a sorte de estratégias, desde qualidade do produto/serviço e preços até atitudes que poderiam consolidar a sua imagem perante o público e a sociedade. Ou seja, a concorrência é, ao mesmo tempo, uma forma de controle e coibição de práticas abusivas e uma forma de incentivo a práticas sociais, pois é o consumidor, ao fim e ao cabo, que decidirá a sorte e futuro da companhia; isto é, o consumidor, se insatisfeito, pode decidir comprar de outra empresa, pelas razões que lhe aprouver.

A segunda premissa é a de que as companhias devem buscar o lucro dentro das regras do jogo, de forma justa, sem enganar ou fraude. Ou seja, as empresas devem prosperar ou fracassar unicamente em razão de seu mérito.

Disto se extrai que para Friedman, a fim de buscar o lucro, as empresas devem observar e obedecer às normas jurídicas, bem como aos padrões de comportamento de uma concorrência leal. A posição de Friedman, portanto, não é extremista ao ponto de que pelo lucro vale-se tudo^{42,43}.

Friedman não advogou que as companhias, em nome de um lucro de curto prazo, pudessem explorar sem consequências as partes interessadas. Advogou, sim, que o dever de uma companhia é buscar maximizar o seu valor para seus acionistas, e só é possível maximizar o valor da companhia para os acionistas pensando a longo prazo; portanto, como a companhia faz parte de um contexto social, só é possível

⁴¹ RAJAN, Raghuram. **50 years later, it's time to reassess**. in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 19.

⁴² RAJAN, Raghuram. **50 years later, its time to reassess**. in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 20.

⁴³ KAPLAN, Steven. **The enduring Wisdom of Milton Friedman**. In: in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020.

maximizar valor a longo prazo compreendendo necessidades das partes interessadas, dentro do contexto da busca pelo lucro⁴⁴.

O que Friedman assentou é que as companhias, antes de mais nada e acima de tudo, têm uma obrigação com os seus acionistas e as suas vontades, que usualmente é o lucro. O administrador é o agente dos acionistas, seu empregado.

Portanto, o administrador, para Friedman, em sua esfera pessoal poderia ter inclinações sociais e desempenhar a sua responsabilidade social da forma que melhor lhe aprouvesse, no entanto, na esfera da companhia, o administrador é um agente que representa os interesses dos acionistas, que são seus empregadores. E como agentes dos acionistas, o atuar dos administradores deveria ser voltado a maximizar o valor pelo qual os acionistas escolheram.

Ademais, Friedman entendia que se existisse uma responsabilidade social das companhias, para além daquelas previstas em lei ou pela vontade de seus acionistas – e a busca da maximização desse valor –, na verdade estar-se-ia transformando as companhias em um simulacro de Estado, com o agravante de que haveria uma usurpação de recursos dos acionistas – uma espécie de tributação, sem representação –, ao arrepio da vontade destes, e os recursos seriam alocados de acordo com a vontade unilateral dos administradores, que muitas vezes sequer têm a expertise necessária para a aplicação do recurso da melhor forma possível.

O administrador, portanto, ao “arrecadar” os recursos dos acionistas e gastá-los nos fins sociais, torna-se um agente público, sem que, contudo, haja um processo político, e não mais um administrador, que, diga-se, havia sido escolhido pelos acionistas para que cumprisse com a sua vontade.

Destarte, Friedman não é contrário que as companhias promovam e ajam com políticas que podem beneficiar as partes interessadas; de lado contrário, entende, no entanto, que essas políticas são um meio para um fim: maximizar o valor dos acionistas, especialmente por meio do lucro. Os administradores têm esta única incumbência: cumprir com a vontade dos acionistas e maximizar o seu valor.

⁴⁴ EDMANS, Alex. **What Stakeholder capitalism can learn from Milton Friedman** in: ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p.12.

Nesta mesma época, em 1976, outra obra importante sobre o tema ganhou vida; trata-se do artigo "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", de Michael C. Jensen e William H. Meckling.

O artigo de Jensen e Meckling apresentou três principais contribuições: i) criou uma teoria sobre como a estrutura de propriedade das empresas é influenciada por conflitos de interesse individuais e formulou previsões testáveis empiricamente; ii) introduziu o conceito de custos de agência, destacando sua relação com a separação entre propriedade e controle nas empresas; iii) redefiniu a firma como uma construção legal que serve como ponto de conexão para contratos entre indivíduos. No contexto mais amplo, o trabalho de Jensen e Meckling ajudou a moldar a definição de "governança corporativa" como um conjunto de mecanismos internos e externos destinados a minimizar os custos resultantes do problema de agência⁴⁵.

A importância do trabalho de Jensen e Meckling em relação ao tema finalidade da empresa se identifica ao ponto que a definição de firma apresentada, como um *nexus* de contratos entre os indivíduos, influencia a própria visão de qual é a finalidade corporativa e de como ela se relaciona com a responsabilidade social das empresas. A empresa não é um indivíduo, mas uma ficção legal que serve como via para um processo complexo no qual os objetivos conflitantes dos indivíduos encontram equilíbrio dentro desta estrutura de relações contratuais.

O trabalho utiliza como base a teoria da agência. Os autores conceituam um relacionamento de agência como um acordo em que uma pessoa ou um grupo de pessoas (conhecidas como "principal") contratam outra pessoa (chamada de "agente") para realizar determinadas tarefas em seu nome. Isso implica dar ao agente autoridade para tomar decisões em nome do principal. Quando ambas as partes agem visando maximizar seus próprios benefícios pessoais, o que é presumível, surge uma preocupação de que o agente nem sempre tomará decisões que estejam alinhadas com os melhores interesses do principal. Isto leva a uma situação em que o principal terá que criar mecanismos para incentivar o agente a agir dentro dos melhores interesses do principal (ou desincentivar o agente a agir de modo contrário aos

⁴⁵ SAITO, Richard. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança Corporativa: **Custos de Agência e Estrutura de Propriedade**. Revista de Administração de Empresa. RAE-CLÁSSICOS, 2012, p. 79-80. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/nYsfxxRCTy9S6zMq375ChNM/?format=pdf&lang=pt>.

interesses do principal), o que é denominado de custos de agência⁴⁶. Estes custos surgem em qualquer situação que envolva esforço cooperativo entre duas ou mais pessoas.

Jensen e Meckling entendem os custos de agência como a somatória dos: i) custos de elaboração e estruturação de contratos entre o principal e o agente; ii) despesas com o monitoramento das atividades do agente; iii) gastos do agente, no afã de demonstrar que seus gastos são em interesse do principal; iv) perdas residuais, em razão da diminuição da riqueza do principal, em função de divergências entre as decisões do agente e as decisões que iriam maximizar a riqueza do principal⁴⁷.

No contexto da relação entre acionistas e administradores de uma empresa, os acionistas podem abordar essas divergências monitorando as atividades dos executivos e estabelecendo incentivos contratuais adequados para eles.

Jensen e Meckling demonstram que em uma companhia com muitos acionistas, especialmente uma de capital aberto, o administrador – mesmo se este for o acionista controlador – tende a agir de forma a maximizar seus benefícios próprios e supérfluos, pois estes não representarão custos para o administrador(/controlador) ou representarão um custo pequeno, já que o restante será absorvido pela miríade dos demais acionistas⁴⁸.

Com estas constatações, os autores, utilizando de uma análise microeconômica, identificam os custos de agência (máximos e mínimos) e como estes impactam o mercado. Entendem que caso acionistas externos à empresa e com poucas chances de controle sobre as atividades dos administradores percebam os custos de agência como elevados, provavelmente irão descontar do preço das ações no momento que a companhia procurar captar recursos no mercado, o que acabará transferindo os custos de agência à própria empresa⁴⁹.

Jensen e Meckling também sublinham que a relação de agência no contexto da empresa pode gerar outras externalidades negativas, como o uso irresponsável do crédito de credores ou subinvestimento quando a empresa necessitar. Como solução

⁴⁶ JENSEN, C. Michael; MECKLING, H, William. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4. p. 308. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>.

⁴⁷ JENSEN, C. Michael; MECKLING, H, William. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4. p. 308.

⁴⁸ JENSEN, C. Michael; MECKLING, H, William. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4. p. 308.

⁴⁹ SAITO, Richard. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança Corporativa: **Custos de Agência e Estrutura de Propriedade**. Revista de Administração de Empresa. RAE-CLÁSSICOS, 2012, p. 81.

para estes problemas, Jensen e Meckling afirmam que a redução dos problemas de agência pode ser alcançada de maneiras diversas, mas que sempre causarão custos de agência.

Denota-se, portanto, que a teoria de Friedman e de Jensen e Meckling se complementam e forneceram as tintas para o atuar empresarial das últimas décadas, dominando a academia e os negócios, tanto que em 1997 a “Business Roundtable” proclamou que o principal objetivo de uma empresa é gerar retornos econômicos para os seus proprietários, posição que foi modificada recentemente, em 2019, em que proclamou-se que o propósito empresarial é favorecer também as partes interessadas⁵⁰.

A discussão, portanto, segue viva até hoje e seguirá viva por algum tempo, conforme vemos nos noticiários políticos dos EUA, do Brasil e de boa parte do mundo, sobretudo com a ascensão da Agenda ESG. Destarte, para melhor adequar a presente dissertação, trataremos do estado atual da discussão sobre qual é a finalidade da empresa no próximo capítulo.

2. A dicotomia existente na finalidade da empresa - Contexto atual da discussão

A questão que envolve a finalidade da empresa, no contexto contemporâneo, não foge muito do escopo daquilo já mostrado no capítulo anterior; no entanto, conta com a adição de algumas nuances, sobretudo em relação a uma maior ciência e consciência a respeito dos problemas sociais e ambientais vividos e como eles irão pautar os relacionamentos humanos (e não humanos) no futuro.

No presente capítulo, portanto, far-se-á uma análise objetiva do atual estado da arte, tanto da crítica ao capitalismo do valor do acionista quanto de sua defesa. Iniciemos pela crítica.

2.1. O capitalismo das partes interessadas – Capitalismo verde e sustentabilidade

De proêmio, antes de adentrarmos nas críticas da doutrina do capitalismo das partes interessadas ao capitalismo de acionistas, entende-se, no alinhamento do último

⁵⁰ ZINGALES, Luigi. **Friedman’s Principle, 50 years later** in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 1.

capítulo, necessário fazer um brevíssimo apanhado histórico do momento atual do capitalismo hodierno.

Durante as décadas de 1980 e 1990, a doutrina de Friedman – ao menos como ela foi interpretada pela maior parte do público – passou a ser amplamente aceita como um guia para a tomada de decisões corporativas nos Estados Unidos, o que acabou se espalhando posteriormente para o resto do mundo. Isso não se deu única e diretamente à influência de Friedman, mas a uma mudança no ambiente de negócios.

Neste período se viu uma redução mundial de tarifas, taxas e tributação, ao mesmo tempo que surgiram novos atores econômicos como, por exemplo, empresas concorrentes oriundas do Leste Asiático, principalmente do Japão. Destarte, um estilo de gestão comum e aceitável nas décadas de 1950 e 1960 se tornou obsoleto e deu lugar a um novo⁵¹.

Essas políticas foram reforçadas por mudanças ocorridas nos mercados financeiros. A propriedade das empresas de capital aberto passou de investidores privados para acionistas institucionais, como fundo de pensão, por exemplo. Essa mudança mudou a relação entre as companhias e os novos acionistas; estes novos acionistas tinham mais interesse e tempo para conhecer os negócios das companhias em que investiram, para participarem e serem relevantes em assembleia e para pressionarem os administradores. Dessa forma, as companhias de capital aberto começaram a ser cada vez mais exigidas e julgadas pelos resultados financeiros que forneciam aos seus acionistas. Ao mesmo tempo, iniciou-se uma nova era de aquisições, muitas vezes hostis, de uma companhia a outra. Essas aquisições se notabilizaram muitas vezes por, após a conquista da outra companhia, fatiá-la, vender pedaço por pedaço em busca da maximização do lucro, mantendo uma parte mínima da companhia ou a desmontando por completo⁵².

Destarte, vários conglomerados empresariais que tinham como característica a diversidade de atuação foram desmantelados em prol de uma eficiência maior em busca do lucro e ganhos financeiros aos acionistas a curto e médio prazo.

⁵¹ HOLMSTRÖM, R. Bengt; KAPLAN, N. Steven. ***The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?*** Cambridge: National Bureau of Economic Research – NBER working series, 9613, 2003. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=394721.

⁵² OWEN, Geoffrey. ***The case for shareholder-based capitalism***. Policy Exchange: 2022, p. 19. Disponível em: <https://policyexchange.org.uk/wp-content/uploads/2022/04/The-case-for-shareholder-based-capitalism.pdf>.

Em resposta a esse movimento do mercado, surgiu o questionamento relativo à responsabilidade social corporativa, especialmente diante de escândalos ambientais (Exxon Valdez, na costa do Alasca, em 1989) e sociais (pagamento de salários baixíssimos e más condições de emprego em fábricas no exterior).

E será nas ideias do capitalismo das partes interessadas, surgidas nesse contexto acima narrado, que irá se debruçar, de forma objetiva, o presente capítulo.

Lynn Stout enumera alguns pontos que fazem a escolha pela teoria do valor do acionista ultrapassada e prejudicial. Stout afirma que a doutrina do valor do acionista está passando por uma crise de confiança, indicando que nos anos que antecederam o ano de 2013 os acionistas estavam tendo os piores retornos sobre seus investimentos desde a grande depressão de 1929, e a isso soma-se uma diminuição de 40% do número de empresas com capital aberto nos Estados Unidos. Ainda, a expectativa de vida das empresas caiu de 75 anos para 15 anos⁵³.

Stout também afirma que a doutrina do valor do acionista⁵⁴ carece de apoio histórico, da lei e de evidências empíricas. Ademais, a ideia de um único valor de acionista seria intelectualmente incoerente. A doutrina do valor do acionista carece de apoio histórico, pois seria um fenômeno recente, visto que durante a maior parte do século XX as grandes corporações seguiram uma filosofia chamada de gerencial, onde os conselhos de administração operavam como órgãos autosselativos e autônomos de tomada de decisão, tendo os acionistas um papel secundário. Além do mais, os administradores se viam não como servidores dos acionistas, mas como curadores de grandes instituições que deveriam servir não apenas aos acionistas, mas também a outras partes corporativas interessadas, incluindo clientes, credores, funcionários e a comunidade, isto é, ao bem público e social. Os acionistas foram tratados como um importante eleitorado corporativo, mas não o único que importava. O preço das ações também não era considerado o melhor substituto para o desempenho empresarial. Ademais, as corporações formadas no final do século XVIII e início do século XIX foram criadas para desenvolver grandes empreendimentos comerciais e sociais, como estradas, canais, ferrovias e bancos. Muitos dos

⁵³ STOUT, Lynn. *The Shareholder Value Myth*. Cornell Law Library, 2013, p. 2. Disponível em: <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2311&context=facpub>.

⁵⁴ Ao que nos parece, sua crítica é voltada à cultura do rentismo e do retorno de curto de prazo.

investidores também eram consumidores e participavam dos investimentos, com o fito de garantir a boa prestação dos serviços⁵⁵.

A ideia, portanto, de que as companhias serviriam apenas para maximizar os lucros dos acionistas (e não seu valor), especialmente a curto prazo, seria recente e advinda da década de 1970, a partir do famoso – e já citado – artigo de Friedman.

Ademais, a doutrina da valorização do acionista foi apresentada por economistas, não por juristas, o que faz com que as alegações de maximização do valor do acionista seja baseada em equívocos a respeito da interpretação da lei. Os acionistas não são proprietários das companhias; na verdade, as companhias são entidades legais que possuem a si mesmas, assim como entidades humanas são proprietárias de si mesmas. O que os acionistas possuem são ações, um tipo de título que dá aos acionistas direitos legais limitados. A esse respeito, os acionistas estão em pé de igualdade com os detentores de outros títulos, fornecedores e funcionários da corporação, os quais também celebram contratos com a empresa que lhes conferem direitos legais limitados.

Neste diapasão, os acionistas também não teriam direito a todos os lucros existentes após o pagamento das despesas contratuais fixas com credores, funcionários, fornecedores etc. Os acionistas só teriam direito aos lucros residuais em situação de falência e liquidação, pelo menos segundo Stout e perante a legislação dos Estados Unidos. Em situação em que a empresa se encontra saudável e operando, a empresa é sua própria beneficiária e os lucros residuais lhe pertencem para que ela faça aquilo que melhor lhe aprouver, isto é, como o conselho de administração escolher. O conselho pode escolher distribuir os lucros como dividendos ou pode escolher aumentar salários, investir em marketing, em estrutura, em pesquisa e desenvolvimento etc.

Neste sentido, Stout esclarece que os administradores não seriam agentes dos acionistas. A relação principal-agente exige o direito do principal de controlar o comportamento do agente, porém os acionistas careceriam de autoridade legal para controlar administradores e demais executivos. Os direitos dos acionistas são limitados e indiretos, como o poder de votar em quem faz parte do conselho e o direito de mover ações judiciais por violação de direito fiduciário, o que, na prática, fornece pouca influência aos acionistas. É muito difícil para acionistas minoritários destituírem

⁵⁵ STOUT, Lynn. *The Shareholder Value Myth*. Cornell Law Library, 2013, p. 3.

algum membro do conselho de administração, ao mesmo tempo que é provável que os acionistas só obtenham decisões favoráveis quando os administradores violem o dever de lealdade – comumente quando estivessem roubando a empresa –, uma vez que as decisões negociais estariam cobertas pela regra do julgamento negocial (*bussines judgment rule*). A doutrina do julgamento negocial garantiria que os administradores têm a liberdade para tomar decisões que não estejam vinculadas unicamente ao retorno (de curto prazo) do acionista; essa seria uma escolha gerencial e não legal. Portanto, a doutrina do valor do acionista, segundo Stout, poderia ser comparada com uma pesca com dinamite. Em um primeiro momento os resultados seriam surpreendentes, mas em um segundo momento, pensando a longo prazo, o resultado seria desastroso, pois todo o ecossistema sofreria perdas irreparáveis.

Ademais, os acionistas não são uma classe etérea, são seres humanos e, como seres humanos, cada acionista tem sua preferência pessoal e entendimento de vida, o que implica que não há uma política única de valor do acionista. Alguns acionistas planejam a longo prazo e pensam em investimentos vinculados à aposentadoria, outros pensam a curto prazo e querem retornos imediatos, outros querem que uma assunção de compromissos sociais e ambientais seja tomada, enquanto outros não se importam se o retorno é oriundo do cumprimento da legislação ou não.

Destarte, o julgamento do desempenho empresarial apenas pela ótica do retorno financeiro ao acionista, isto é, pela valorização da ação e pelo retorno de dividendos, é falho, pois não engloba toda a realidade de acionistas e suas aspirações.

Julgamos diariamente o sucesso de empreendimentos e projetos pessoais por critérios múltiplos, muitas vezes subjetivos. Assim, ao restringir o julgamento por um único critério e sendo este critério – pretensamente – egoístico e míope, estar-se-ia privilegiando uma pretensão indiferente à ética e ao bem-estar da sociedade.

Em razão disto, Stout defende que deve-se buscar não a maximização do valor dos acionistas, mas sim a satisfação corporativa. A satisfação corporativa teria muitas vantagens em relação à maximização, sendo a principal delas se negar a buscar o objetivo de uma parcela pequena e egoística dos acionistas, permitindo aos administradores que busquem satisfazer os interesses variados dos variados acionistas, bem como das demais partes interessadas, como empregados, fornecedores e clientes. Os administradores podem, sem receios, reter ganhos para investir em procedimentos de segurança, marketing e pesquisa e desenvolvimento

que contribuam para o crescimento futuro; podem evitar a alavancagem que ameace a estabilidade da empresa e manter compromissos que construam a lealdade de clientes e funcionários; podem proteger os interesses de seus acionistas como funcionários, contribuintes e consumidores, recusando-se a terceirizar empregos, fazer *lobby* para brechas fiscais ou produzir produtos perigosos; podem respeitar os desejos de seus acionistas ativistas, buscando administrar de maneira social e ambientalmente responsável ⁵⁶ . Uma vez alcançada a lucratividade, os administradores podem se concentrar em satisfazer outras metas e objetivos.

Note-se que a produção corporativa não advém e não depende (necessariamente) dos acionistas. A produção corporativa requer contribuições de grupos diferentes de agentes. Os acionistas sozinhos não conseguem criar uma empresa de capital aberto – e possivelmente, tampouco de capital fechado –; credores, funcionários, administradores e até mesmo governos locais precisam fazer contribuições para que uma empresa seja bem-sucedida. Ademais, existe uma legítima expectativa de funcionários e administradores de que seu trabalho duro, dedicação e lealdade serão recompensados pelo bom desempenho da empresa⁵⁷.

E é justamente essa a ótica que torna a política de aquisições hostis do mercado estadunidense tão preocupante sob o ponto de vista do capitalismo das partes interessadas. As aquisições hostis comumente só têm em consideração os interesses dos acionistas, não se preocupando com os destinos das demais partes interessadas, o que geralmente leva a uma onda de demissões, fechamento de fábricas e mudanças de rumo que afetam também os fornecedores e consumidores⁵⁸.

Esse tipo de política teria o condão de produzir resultados ineficientes, visto que a companhia depende de diversos grupos para produzir resultado. A ausência de incentivo para esses grupos implicaria na falta de comprometimento destes na busca de ferramentas que possam auxiliar no sucesso empresarial. Por esta razão, também, é que se torna necessário que os administradores maximizem a soma de todos os

⁵⁶ STOUT, Lynn. ***The Shareholder Value Myth***. Cornell Law Library, 2013, p. 8.

⁵⁷ STOUT, Lynn. ***Bad and not so bad arguments for shareholder primacy***. Los Angeles: University of California School of Law, research paper n. 25, Law and Economics Research Paper n. 02-04, 2002, p. 1195-1196.

⁵⁸ STOUT, Lynn. ***Bad and not so bad arguments for shareholder primacy***. Los Angeles: University of California School of Law, research paper n. 25, Law and Economics Research Paper n. 02-04, 2002, p. 1197.

retornos ajustados ao risco de todos os grupos que participam da companhia e não apenas em relação aos acionistas⁵⁹.

À vista disto, a justificativa de que a doutrina da maximização do valor do acionista minoraria custos de agência não é uma solução, mas sim uma escolha do menos pior e uma escolha feita em tese, sem qualquer dado empírico que a sustente⁶⁰.

Neste sentido, parte da análise empírica do mercado, isto é, a análise da tomada de decisão dos atores que estão lutando nas trincheiras da economia de mercado e têm que decidir, cotidianamente, a respeito de decisões empresariais⁶¹, mostra que quando forçados a escolher entre a primazia dos acionistas ou uma decisão mais aberta considerando as partes interessadas, geralmente optam por favorecer a escolha livre dos administradores, que muitas vezes não consideram unicamente o interesse imediato dos acionistas, bem como há uma nítida escolha por proteção adicional às escolhas dos administradores, seja por meio de medidas defensivas à tomada do poder de controle hostil, seja pela escolha de locais onde a legislação também privilegia esse viés⁶².

Outra autora que é crítica à doutrina do valor do acionista, sobretudo ao seu viés de curto prazo, é a economista Mariana Mazzucato. Para a autora, o capitalismo moderno não visa a criação de valor, mas tão somente a extração de valor por meio de uma política rentista, que teve seu início com Friedman. Essa política rentista teria ocasionado a falta de investimentos a longo prazo, principalmente em pesquisas e desenvolvimento, bem como em políticas remuneratórias altíssimas para a diretoria, o que implicou em uma desigualdade salarial sem precedentes⁶³.

Martin Lipton, famoso advogado dos Estados Unidos, é outro defensor do capitalismo das partes interessadas. Lipton defende que uma das principais causas para o desastre ambiental é advinda da política do curto prazo, visando um maior valor aos acionistas. De igual maneira, Lipton entende que as consequências desastradas

⁵⁹ STOUT, Lynn. ***Bad and not so bad arguments for shareholder primacy***. Los Angeles: University of California School of Law, research paper n. 25, Law and Economics Research Paper n. 02-04, 2002, p. 1199.

⁶⁰ STOUT, Lynn. ***Bad and not so bad arguments for shareholder primacy***. Los Angeles: University of California School of Law, research paper n. 25, Law and Economics Research Paper n. 02-04, 2002 p. 1201.

⁶¹ O que os economistas chamam de teoria das preferências reveladas.

⁶² STOUT, Lynn. ***Bad and not so bad arguments for shareholder primacy***. Los Angeles: University of California School of Law, research paper n. 25, Law and Economics Research Paper n. 02-04, 2002 p. 1202-1207.

⁶³ MAZZUCATO, Mariana. **O valor de tudo**. Portfolio-Penguin, 2021. Edição do Kindle.

ocasionadas em razão das aquisições hostis, de igual forma, são consequências da política da doutrina da maximização do valor do acionista. Lipton, aliás, defende a seguinte formulação para a finalidade das empresas⁶⁴:

The purpose of a corporation is to conduct a lawful, ethical, profitable and sustainable business in order to ensure its success and grow its value over the long term. This requires consideration of all the stakeholders that are critical to its success (shareholders, employees, customers, suppliers and communities), as determined by the corporation and its board of directors using their business judgment and with regular engagement with shareholders, who are essential partners in supporting the corporation's pursuit of its purpose. Fulfilling this purpose in such manner is fully consistent with the fiduciary duties of the board of directors and the stewardship obligations of shareholders.

Em suma, parte dos que defendem o capitalismo das partes interessadas entendem que é necessário um novo paradigma econômico e social, que não dependa tanto de intervenções governamentais, as quais tendem a ser politicamente motivadas e potencialmente maldirecionadas⁶⁵.

No próximo capítulo abordaremos as críticas realizadas pela doutrina *stakeholder*, pela ótica da doutrina *shareholder*.

2.2. A defesa do capitalismo do valor do acionista

Demonstradas as críticas dos autores contemporâneos, resta-nos apontar as críticas às críticas, no afã de trilhar mais uma etapa do caminho pretendido na presente dissertação.

Grande parte das críticas ao capitalismo de acionistas está centrada no papel desempenhado pelas grandes corporações de capital aberto, que dominam a economia das grandes nações industrializadas. Diz-se que estas companhias se comportam de forma a causar ou agravar problemas da sociedade, como a degradação ambiental e o aumento da desigualdade. A busca desenfreada pelo lucro,

⁶⁴ LIPTON, Martin. ***Beyond Friedman's Doctrine: The True Purpose of the Business Corporation***. In ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 32.

⁶⁵ LIPTON, Martin; BLACKETT, Amanda; CAIN, Karessa; IANNONE, Kathleen; NILES, Sabastian; ROSENBLUM, Steven. ***It's Time To Adopt The New Paradigm***. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2019, p. 10. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/11/its-time-to-adopt-the-new-paradigm/>.

especialmente pelo lucro em curto prazo, incentivaria as companhias a não terem em seus cálculos as consequências de suas ações⁶⁶.

O primeiro ponto a ser sublinhado é a incorreta correlação entre o retorno a curto prazo perseguido pelas empresas e a doutrina do valor do acionista.

Não é contrária à doutrina do valor do acionista como finalidade da empresa a ideia de buscar um retorno de longo prazo, mesmo que isso signifique sacrifícios a curto prazo. Aliás, tal assertiva já estava presente na discussão judicial do caso Ford vs Dodge, como demonstrado alhures.

De igual forma, tal doutrina nunca proibiu as companhias de terem e perseguirem valores, até porque estes valores empresariais podem ser justamente aquilo que atrai os consumidores, o que, ao fim, será o que trará lucro aos acionistas. Nesta dinâmica, os acionistas são de extrema importância, pois, diante da dinamicidade do mercado, é a busca dos acionistas pelo retorno lucrativo que fará a companhia se oxigenar diante da concorrência e mudar ou ajeitar o seu rumo de atuação, uma vez que nem sempre os administradores, diante do sucesso atingido ou da incerteza do futuro e do que isso pode resultar aos seus cargos, terão a sobriedade necessária para a implementação das mudanças necessárias⁶⁷.

Destarte, retirar do contexto empresarial a característica da prevalência do valor dos acionistas, e da pressão e responsabilidade daí resultantes, é retirar uma das principais características do sistema capitalista, desincentivando a inovação e o progresso.

A visão de curto prazo relativamente ao lucro também seria a responsável pela falta de investimento em pesquisa e desenvolvimento. Entretanto, não há um consenso científico, baseado em estudos empíricos, que comprove essa hipótese; inclusive, estudo recente feito nos Estados Unidos põe em xeque a certeza nesta perspectiva⁶⁸.

Outro estudo, este feito pelo economista Jonh Kay, encomendado pelo governo britânico para incentivar uma visão de longo prazo das companhias, identificou que as principais causas para que uma visão de curto prazo se impusesse

⁶⁶ OWEN, Geoffrey. **The case for shareholder-based capitalism**. Policy Exchange: 2022, p. 7.

⁶⁷ OWEN, Geoffrey. **The case for shareholder-based capitalism**. Policy Exchange: 2022, p. 23.

⁶⁸ FELDMAN, Naomi; KAWANO, Laura; PATEL, Elena; RAO, Nirupama; STEVENS, Michael; EDGERTON, Jesse. **The long and the short of it: do public and private firms invest differently?** Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. Federal Reserve Board, 2018. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2018068pap.pdf>.

a uma de longo prazo eram, principalmente, o declínio da confiança e o desalinhamento dos incentivos em toda a cadeia de investimentos em ações. As soluções propostas, a maioria das quais foram aceitas pelo governo britânico, centraram-se na melhoria das relações entre os conselhos de administração e os acionistas e no incentivo para que os acionistas se envolvessem com as companhias de forma mais direta e constante, notadamente em questões estratégicas e, também, em questões de governança corporativa. O relatório recomendou, de igual forma, que as companhias gerenciassem as expectativas dos investidores em relação aos lucros de curto prazo⁶⁹.

No entanto, a evidência da crença de que o curto prazo está causando danos econômicos não é conclusiva⁷⁰. Nos Estados Unidos, por exemplo, não faltam exemplos de apoio de acionistas investidores a empresas que não geram lucros por anos, como a Amazon, Uber, Airbnb, entre outras, com a esperança – e a análise – de que elas gerarão bons retornos no futuro⁷¹. Essa é uma tendência em mercados tecnológicos e inovadores – como de medicamentos e energia –, onde os investidores aportam e aguardam o retorno, não sendo raro o prejuízo em diversos investimentos⁷².

Por mais, o excesso de longo prazo pode ser tão ou mais perigoso do que uma política de curto prazo. Não observar ou não dar a devida atenção aos relatórios periódicos pode ser a receita para que empresas não corrijam o rumo enquanto podem e naveguem em direção à ruína. Se a maior parte das empresas atuar esperando apenas por um futuro que nunca chega, qual seria o incentivo para os investidores investirem? Como estas empresas se manteriam?

Ainda, o atual estágio de investimentos por meio de fundos de investimentos faz com que aquisições hostis ou novos investidores tenham menos poder que já tiveram, modificando a lógica do retorno ao acionista, no que tange ao curto prazo, sendo plausível, portanto, a busca pelo retorno de prazo longo e sustentável. A era da financeirização, se não esgotada diante da Agenda ESG, se tornou menos atrativa, e

⁶⁹ UNITED KINGDOM. JOHN KAY. *The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, Final Report, Department of Business, Innovation and Skills*. 2012. Disponível em: <https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7ccdbed915d6b29fa8bea/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>. Acesso em: 20 dez. 2023.

⁷⁰ OWEN, Geoffrey. *The case for shareholder-based capitalism*. Policy Exchange: 2022, p. 27.

⁷¹ ROE, J. Mark. *Stock market short-termism's impact*. European Corporate Governance Institute - ECGI Law Working Paper, 426/2018, 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171090.

⁷² OWEN, Geoffrey. *The case for shareholder-based capitalism*. Policy Exchange: 2022, p. 27.

os eventuais males que dela podem advir podem ser contornados com uma robustez maior dos conselhos de administração e de uma rígida governança corporativa⁷³.

Ademais, não há garantias de que a mudança de paradigma, da agenda de maximização do valor dos acionistas para a agenda de maximização de valor para as partes interessadas, trará de fato benefícios a estas. Os administradores têm incentivos, entre os quais está a vinculação de seu cargo à vontade dos acionistas. Portanto, a tomada de decisão que viesse a contrariar fortemente o interesse dos acionistas poderia fazer com que os administradores perdessem a sua posição e emprego. O envolvimento intenso das partes interessadas poderia aumentar a distância entre os administradores e os acionistas, reduzindo a responsabilidade e responsabilização daqueles, prejudicando o desempenho econômico. Ainda, ao pretender-se adotar um novo paradigma, sem qualquer esteio legal, em verdade estar-se-á projetando uma esperança e realidade que provavelmente não serão concretizadas, atrasando ou até mesmo impedindo reformas legislativas que poderiam proporcionar uma proteção significativa e efetiva às partes interessadas⁷⁴.

Neste sentido, Lucian Bebchuk e Roberto Tallarita identificam duas vertentes da agenda das partes interessadas. A primeira seria o que eles denominam de valor esclarecido para os acionistas, onde os administradores e conselheiros tomam decisões empresariais importantes com a premissa de que devem ter em conta os interesses das partes interessadas como forma de maximizar o valor para os acionistas. Na segunda versão, que os autores denominam de pluralista, os administradores e conselheiros devem considerar os interesses das partes interessadas como fins em si mesmo. O bem-estar de cada grupo de parte interessada tem um valor independente e, assim, a concessão de benesses a estes grupos à custa dos acionistas não seria por si só incorreta⁷⁵.

Ambas as vertentes são problemáticas. A segunda porque na falta de uma legislação que regule a questão – um *enforcement* –, os administradores teriam total

⁷³ OWEN, Geoffrey. *The case for shareholder-based capitalism*. Policy Exchange: 2022, p. 29.

⁷⁴ BEBCHUK, Lucian; TALLARITA, Roberto. *The Illusory Promise of “Stakeholderism”: Why Embracing Stakeholder Governance Would Fail Stakeholders*. In ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) *Milton Friedman 50 years later*, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 35.

⁷⁵ BEBCHUK, Lucian; TALLARITA, Roberto. *The Illusory Promise of “Stakeholderism”: Why Embracing Stakeholder Governance Would Fail Stakeholders*. In ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) *Milton Friedman 50 years later*, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020.

liberdade para escolher que grupos de partes interessadas privilegiar e em qual intensidade; isto sem contar, como classificar um grupo como parte interessada ou não. Sem um padrão mínimo definido por lei, as zonas cinzentas de situações em que existam alguma espécie de conflito ou sobreposição de interesses, deveria ser decidida por critérios próprios de cada administrador que, repita-se, ao fim e ao cabo respondem aos acionistas.

Quanto à primeira versão, em verdade, ela em nada se difere da doutrina da maximização do valor ao acionista como um todo. Trata-se de uma tentativa de afastar qualquer ideia de retorno a curto prazo, sem, no entanto, observar o rigor científico e a construção da doutrina no último século. Na abordagem do valor esclarecido ou na abordagem da primazia do acionista, se determinada situação não for útil a trazer valor a longo prazo, ela não será tomada em qualquer das “concepções”⁷⁶.

Ainda, Bebchuk e Tallarita afirmam que em estudo empírico realizado por eles há a indicação de que os administradores usam o seu poder de barganha sempre para obter ganhos aos acionistas, mesmo quando podem fazê-lo em prol das partes interessadas^{77,78}.

A corporação empresarial, da forma como atua há mais de um século, provou ser um mecanismo eficiente, adaptativo e poderoso que contribuiu e contribui decisivamente para o crescimento econômico, desenvolvimento e prosperidade da sociedade. Portanto, não há incentivos para que os administradores atuem primeiramente em prol das partes interessadas. Essa mudança de paradigma, em verdade, como dito alhures, deixaria os administradores isolados das pressões dos acionistas, tornando-os menos responsáveis. Uma situação como esta apenas aumentaria o problema de agência, pois daria uma janela de oportunidade maior para o agir dos administradores voltado apenas aos seus próprios interesses, isto sem contar que essas esperanças ilusórias de que os administradores colocarão em

⁷⁶ BEBCHUK, Lucian; TALLARITA. *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*. Cambridge: Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, And Business, Harvard Law School, 2020, p.107. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978.

⁷⁷ BEBCHUK, Lucian; TALLARITA. *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*. Cambridge: Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, And Business, Harvard Law School, 2020, p. 152-159.

⁷⁸ BEBCHUK, Lucian; TALLARITA, Roberto. *The Illusory Promise of “Stakeholderism”: Why Embracing Stakeholder Governance Would Fail Stakeholders*. In ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) *Milton Friedman 50 years later*, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 37.

primeiro plano os interesses das partes interessadas tem o condão de gerar efeitos negativos, enfraquecendo pressões políticas para reformas legislativas.

Em síntese, o sistema capitalista atual tem imperfeições que precisam ser aparadas e aperfeiçoadas, porém essas imperfeições não são tão fundamentais ou tão irremediáveis ao ponto de justificarem o abandono de uma das características centrais do capitalismo moderno que, ao fim e ao cabo, trouxe muito mais benesses do que malezas. Os administradores responderem aos acionistas e perseguirem os seus objetivos é um dos motivos do sucesso do capitalismo, sendo, outrossim, uma variável fácil de quantificar e medir, não impedindo, contudo, que as companhias tenham objetivos e que se preocupem com seus funcionários, seus consumidores, com o meio-ambiente e a sociedade.

Existe uma diferença de função entre cidadãos e empresas e governo; o Estado existe e serve a um propósito. Não se pode querer, na ânsia ideológica, que cidadãos e empresas privadas assumam os deveres estatais por si só – afinal, para que pagamos tributos e renunciemos a nossas liberdades?!

O trabalho cotidiano dos administradores é fornecer produtos e serviços que as pessoas queiram comprar e fazê-lo da forma mais eficiente possível. Existe ou deveria existir uma divisão de funções entre o governo e as empresas, com cada lado fazendo as coisas que está qualificado e capacitado a fazer - prestando contas aos eleitores em um caso e aos acionistas no outro.

O governo tem muitas responsabilidades que são essenciais para a construção de uma economia justa e próspera - projetar um sistema equitativo de tributos e benefícios, investir em educação, atuar para minorar as desigualdades, apoiar a pesquisa científica básica etc. Ele também tem a responsabilidade de criar e manter um ambiente de negócios que promova a concorrência, proteja contra o monopólio e incentive a entrada de novos participantes. Uma política de concorrência vigorosa é parte essencial do bom funcionamento de uma economia capitalista.

A concorrência é a força motriz de uma economia capitalista bem-sucedida e os governos devem garantir que ela não seja prejudicada por corporações poderosas, seja na esfera econômica ou política. O capitalismo de compadrio é um perigo persistente, assim como a ameaça de captura regulatória, em que as pessoas que dirigem as agências reguladoras são muito influenciadas pelas empresas que estão regulando.

Quaisquer obstáculos ou desincentivos que inibam o crescimento de novos participantes, decorrentes do sistema tributário ou da regulamentação, devem ser removidos.

Os governos e as empresas têm um interesse comum em combater a impopularidade do capitalismo ou, pelo menos, em garantir que o sistema seja melhor compreendido. O capitalismo baseado em acionistas não deve ser visto como um bode expiatório para os males do mundo ou como um sistema perfeito que não pode ser melhorado. Algumas pessoas, especialmente aquelas que querem tornar o mundo um lugar melhor, acham que há algo profundamente equivocado, talvez até mesmo maligno, no sistema capitalista. É improvável que essas pessoas se apaixonem pelo capitalismo, mas deve ser possível persuadi-las de que empresas de propriedade de investidores bem administradas não são gananciosas nem imorais, que os lucros obtidos em um mercado competitivo são uma medida de sucesso e que um sistema baseado na responsabilidade dos acionistas é um meio eficaz de tornar toda a sociedade mais rica. Caso contrário, trocar-se-á o certo pelo duvidoso, sem quaisquer garantias, tudo em nome de uma causa ideológica, sem observar as consequências que surgirão no meio do caminho e no final dele e como elas afetarão toda a coletividade, inclusive as partes que se visa, teoricamente, proteger.

3. O capitalismo e a agenda ESG (*environmental, social and corporate governance*)

Antes de adentrarmos as questões que envolvem a Agenda ESG, salutar, primeiramente, defini-la.

Environmental ou ambiental refere-se às práticas comerciais ou governamentais que tenham algum impacto no meio ambiente. Aquecimento global, emissão de gases poluentes, poluição, desmatamento, gestão de resíduos, eficiência energética e biodiversidade são exemplos de questões que envolvem a agenda ambiental do ESG.⁷⁹

Por sua vez, o *social* diz respeito à responsabilidade social e ao impacto que as empresas e governos podem causar na sociedade. Respeito aos direitos humanos

⁷⁹ BEM, Marcella Taboas De. **ESG (Environmental, Social and Governance) e Inclusão**. In NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 296.

e às leis trabalhistas, desigualdade social, oportunidades, desigualdade de gênero, raça, etnia, credo etc., proteção de dados e privacidade, satisfação dos clientes e relacionamento com a comunidade são temas que fazem parte da agenda social do ESG.⁸⁰

Por último, *governance* ou governança liga-se às políticas, processos e estratégias de administração de empresas e governos. Conduta corporativa, composição do conselho no que diz respeito à diversidade e competência, independência deste conselho, práticas anticorrupção, canais de denúncias sobre discriminação, assédio e corrupção, auditorias internas e externas, respeito aos direitos dos consumidores, fornecedores e investidores, transparência de dados e remuneração são temas afetos à agenda de governança do ESG.⁸¹

O termo ESG foi cunhado em 2004^{82, 83} – em que pese, já existia uma preocupação em relação aos tópicos abordados pela sua agenda – na publicação do Pacto Global, denominado “Who Cares Wins”, direcionado às 50 maiores instituições financeiras do mundo. Desde então, o tema ganhou relevo e vem sendo objeto de análise, debate e pactuações para implementação generalizada.

Outro ponto que merece ser destacado à Agenda ESG é a agenda 2030 da ONU, com os seus objetivos sustentáveis. Trata-se de um plano global para se atingir um mundo melhor para todos os povos e nações. A Assembleia Geral das Nações Unidas, realizada em Nova York, em setembro de 2015, com a participação de 193 estados membros, estabeleceu dezessete objetivos de desenvolvimento sustentáveis e 169 metas universais, construídos após intensa consulta e debate público.⁸⁴

⁸⁰ BEM, Marcella Taboas De. **ESG (Environmental, Social and Governance) e Inclusão**. In NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 296.

⁸¹ BEM, Marcella Taboas De. **ESG (Environmental, Social and Governance) e Inclusão**. In NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 296.

⁸² ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Who Cares Wins: connecting financial markets to a changing world**. *Connecting Financial Markets to a Changing World*. 2004. *The Global Compact*. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 22 dez. 2022.

⁸³ INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC). **Who Cares Wins 2005 Conference Report: Investing for Long-Term Value**. 2005. Disponível em: <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2000/publications-report-whocareswins2005--wci--1319576590784>. Acesso em: 22 dez. 2022.

⁸⁴ BRASIL. SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL (STF). **Agenda 2030**. 2020. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/hotsites/agenda-2030/>. Acesso em: 22 dez. 2022

O compromisso assumido pelos países com a agenda envolve a adoção de medidas ousadas, abrangentes e essenciais para promover o Estado de Direito, os direitos humanos e a responsividade das instituições políticas.

Os dezessete objetivos estabelecidos são: 1. erradicar a pobreza; 2. fome zero e agricultura sustentável; 3. saúde e bem-estar; 4. educação de qualidade; 5. igualdade de gênero; 6. água potável e saneamento; 7. energia acessível e limpa; 8. trabalho decente e crescimento econômico; 9. indústria, inovação e infraestrutura; 10. redução das desigualdades; 11. cidades e comunidades sustentáveis; 12. consumo e produção responsáveis; 13. ação contra a mudança global do clima; 14. vida na água; 15. vida terrestre; 16. paz, justiça e instituições eficazes; 17. parcerias e meios de implementação.⁸⁵

Como dito supra, e como parece estar claro ao longo da presente dissertação, a questão ESG, e tudo que a envolve, não é nova.

As décadas entre 1950 e 1970 foram marcadas por um grande desenvolvimento econômico, que trouxe a reboque a preocupação das consequências oriundas das intervenções antrópicas no meio ambiente e a consequente apropriação, utilização e desperdício de bens naturais, que impactavam diretamente a condição e possibilidade de autorregeneração do planeta⁸⁶.

Em 1972, a partir destas preocupações com os problemas ambientais e sociais, fora realizada a conferência de Estocolmo (Conferência das Nações Unidas sobre o Meio Ambiente Humano), que contou com a presença de 114 países.

Entre estes países estavam as nações ricas e industrializadas, preocupadas com o crescimento populacional e a degradação ambiental causada pelo avanço econômico e esgotamento dos recursos naturais.

Foram tratados temas como a poluição atmosférica, que já preocupava a comunidade científica à época, poluição da água e do solo, proveniente da industrialização, e pressão do crescimento demográfico sobre os recursos naturais⁸⁷.

⁸⁵ ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Objetivos de Desenvolvimento Sustentável**. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/hotsites/agenda-2030/>. Acesso em: 22 dez. 2022

⁸⁶ EFING, Antônio Carlos; TRENTA, Melissa. **O paradoxo da modernidade líquida para a compreensão da sociedade de consumo e o desenvolvimento sustentável**. Revista de Direito do Consumidor. vol. 146. ano 32. São Paulo: Ed. RT, mar./abr. 2023, p. 164. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2023-3308>.

⁸⁷ RIBEIRO, Wagner. **A ordem ambiental internacional**. 1. Ed. São Paulo: Contexto, 2001. p. 182.

O resultado da conferência foi a elaboração da Declaração de Estocolmo, com 26 princípios, e a criação do Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (PNUMA)⁸⁸.

Neste mesmo período, o Clube de Roma – um grupo de ilustres que se reuniam para debater um vasto conjunto de assuntos relacionados à política, economia, meio ambiente e desenvolvimento sustentável, que fora fundado em 1968 –, em conjunto com uma equipe do Massachusetts Institute of Technology (MIT), elaborou o relatório Meadows, intitulado oficialmente como “Os Limites do Crescimento”, que concluiu que caso mantidas as tendências demográficas e econômicas da época (1972), até o ano de 2100 haveria o colapso populacional e demográfico. Esse prognóstico somente poderia ser evitado, segundo o relatório, se houvesse uma mudança no consumo e produção e se estes regressassem a níveis inferiores à capacidade de resiliência dos ecossistemas, isto é, se agíssemos de maneira sustentável⁸⁹.

Em 1982, durante uma sessão especial do Conselho de Administração do Pnuma, sediada em Nairóbi, Quênia, emergiu uma nova inquietação: os desafios ambientais globais estavam, em determinadas regiões, ultrapassando a capacidade da biosfera para assimilação. Em outras palavras, alguns resíduos resultantes de atividades humanas já excediam a capacidade natural de autolimpeza, acumulando-se no ar, nas águas e nos solos, acarretando uma degradação ambiental que superava a taxa de regeneração natural.

Posteriormente, em 1992, 178 países reuniram-se no Rio de Janeiro, na Conferência das Nações Unidas sobre Meio Ambiente e Desenvolvimento, que deveria representar a transição de um modelo de desenvolvimento direcionado exclusivamente para o crescimento econômico para um modelo de desenvolvimento contínuo, durável e sustentável, com vistas à utilização racional dos recursos naturais; era a ECO-92.

Na ECO 92, deixou-se assentada a conexão entre negócios e solução de problemas estruturantes, “como a garantia dos direitos humanos, fim de

⁸⁸ Disponível em português em: <https://cetesb.sp.gov.br/posgraduacao/wp-content/uploads/sites/33/2016/09/Declara%C3%A7%C3%A3o-de-Estocolmo-5-16-de-junho-de-1972-Declara%C3%A7%C3%A3o-da-Confer%C3%A2ncia-da-ONU-no-Ambiente-Humano.pdf>. Acesso em: 15 dez. 2023.

⁸⁹ MEADOWS, Donella.; MEADOWS, Dennis.; RANDERS, Jorgen.; BEHRENS III, William. ***The limits to growth & a report for The Club of Rome's project on the predicament of mankind***. New York: Universe Books, 1972. Disponível em: <https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth/>.

contaminações e poluições causadas pelas atividades industriais e proteção do ecossistema”⁹⁰.

Um dos documentos essenciais elaborados na Conferência do Rio foi a Agenda 21⁹¹, em que foram formulados programas de ação a serem internalizados nos diversos países, nas décadas que se seguiam ao evento, visando a solucionar e mitigar problemas ambientais.

Portanto, denota-se que a preocupação que envolve a tríade ESG não é nova, que vem sendo discutida há muitas décadas e, como se explicitar-se-á adiante, vem ganhando novos contornos.

Antes, porém, entende-se necessário traçar algumas linhas sobre cada um dos aspectos do ESG e a sua razão de ser, sem, no entanto, qualquer pretensão de esgotar o tema e tampouco tratá-lo com a profundidade necessária, pois extrapolar-se-ia as pretensões estreitas do recorte metodológico escolhido para a presente dissertação.

3.1. *Environmental* - Ambiental

Um dos aspectos que mais incentivou a luta ESG para a mudança na perspectiva da produção e do consumo – isto é, da forma como o capitalismo é exercido e, por consequência, na forma como as empresas atuam e qual seria a sua finalidade –, foi e é a questão ambiental. Não surpreende que a pauta ambiental seja a mais em voga dentro do acrônimo ESG.

O consumo e a produção nas formas como se encontram hodiernamente implicam em consequências graves ao planeta e ao futuro dos seres vivos. O recente Sexto Relatório do Painel Intergovernamental de Mudanças do Clima (IPCC - *Internacional Painel for Climate Change*, por sua sigla em inglês)^{92,93} deixa claro que

⁹⁰ ARBEX, NELMARA. **ESG: Conectando negócios com toda a sociedade**. In NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021. p. 75-76.

⁹¹ Disponível em português em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/528199/mod_resource/content/0/Agenda%2021.pdf. Acesso em: 15 dez. 2023.

⁹² RELATÓRIO DO PAINEL INTERGOVERNAMENTAL DE MUDANÇAS DO CLIMA (IPCC). The evidence is clear: the time for action is now. We can halve emissions by 2030. 2022. Disponível em: <https://www.ipcc.ch/2022/04/04/ipcc-ar6-wgiii-pressrelease/>. Acesso em: 20 dez. 2022.

⁹³ RELATÓRIO DO PAINEL INTERGOVERNAMENTAL DE MUDANÇAS DO CLIMA (IPCC). Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability. 2022. Disponível em: <https://www.ipcc.ch/report/sixth-assessment-report-working-group-iii/>. Acesso em: 20 dez. 2022.

as emissões de gases causadores do aquecimento global continuam aumentando e que o período de 2010-2019 foi o de emissões mais altas da história humana⁹⁴.

Os planos e metas atuais para combater as mudanças climáticas não são ambiciosos o suficiente para limitar o aumento de temperatura em 1.5 °C em comparação com o período pré-industrial, uma variação máxima que os cientistas acreditam que pode evitar impactos ainda mais catastróficos.

O quinto relatório revelou que as concentrações atmosféricas de dióxido de carbono (391 partes por milhão - ppm), metano (1803 partes por bilhão - ppb) e óxido nitroso (324 ppb) atingiram níveis sem precedentes nos últimos 800.000 anos, representando aumentos de 40, 150 e 20%, respectivamente, em comparação com a época pré-industrial. Além disso, o oceano absorveu 30% do dióxido de carbono emitido pela atividade humana, resultando em sua acidificação.

Os dados referentes à "pegada ecológica global" indicam que os ecossistemas naturais levariam um ano e meio para absorver a poluição gerada e renovar os recursos naturais utilizados ao longo de um ano. Isso implica que, atualmente, seria necessário o equivalente a 1,6 planetas Terra para adquirir o capital natural e processar a poluição produzida anualmente. Se não houver uma redução nos níveis atuais de exploração e degradação ambiental, estima-se que até 2030 a pegada ecológica global poderá abranger o equivalente a dois planetas Terra⁹⁵.

Além da poluição do ar, o consumo e produção excessivos também ocasionam poluição através do acúmulo de resíduos sólidos, os quais se acumulam nos oceanos e na superfície terrestre. Cada um dos quase 8 bilhões de habitantes do planeta na atualidade gera diariamente aproximadamente 1,2 quilogramas de resíduos, totalizando cerca de 1,4 bilhão de toneladas de lixo anualmente. É importante destacar que cerca de 3 bilhões de pessoas não têm acesso a locais apropriados para o descarte adequado desses resíduos.⁹⁶

Apenas no âmbito do lixo eletrônico, estima-se que tenham sido produzidas globalmente mais de 44 milhões de toneladas em 2017, o que equivale a uma média

⁹⁴ ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). Relatório climático da ONU: estamos a caminho do desastre, alerta Guterres. 2022. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/176755-relat%C3%B3rio-clim%C3%A1tico-da-onu-estamos-caminho-do-desastre-alerta-guterres>. Acesso em: 20 dez. 2022.

⁹⁵ WORLDWIDE FUND FOR NATURE (WWF). Pegada Ecológica Global. Disponível em: https://www.wwf.org.br/natureza_brasileira/especiais/pegada_ecologica/pegada_ecologica_global/. Acesso em: 20 dez. 2022.

⁹⁶ ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). Global Waste Management Outlook. 2015. Environment Programme. Disponível em: <https://wedocs.unep.org/handle/20.500.11822/9672>. Acesso em: 20 dez. 2022.

de 6 quilos por habitante na época. Menos de 20% desse lixo eletrônico é formalmente reciclado, sendo que os 80% restantes são encaminhados para aterros ou reciclados de forma informal, principalmente por meio de processos manuais em países em desenvolvimento. Isso expõe os trabalhadores a substâncias perigosas e cancerígenas, como mercúrio, chumbo e cádmio.

A presença de lixo eletrônico em aterros contamina o solo e os lençóis freáticos, representando uma ameaça aos sistemas de fornecimento de alimentos e recursos hídricos. Se as tendências atuais persistirem, estima-se que a produção global de lixo eletrônico atingirá 120 milhões de toneladas por ano até 2050, conforme relatado pela Plataforma para Aceleração da Economia Circular (PACE) e pela Coalizão das Nações Unidas sobre Lixo Eletrônico em 2019⁹⁷.

O aumento da população é outra preocupação significativa. Em 1690, a população global era de 500 milhões e, em 1950, havia crescido para 2,5 bilhões. Atualmente, cerca de oito bilhões de pessoas habitam o planeta⁹⁸ e esse número continua a aumentar de maneira significativa. De acordo com as projeções da ONU, espera-se que a população atinja aproximadamente 9,7 bilhões de pessoas até o ano de 2050⁹⁹.

Diante dessa situação, é crucial redefinir nossos paradigmas em direção a um consumo mais consciente e à busca pela sustentabilidade. Nesse contexto, o conceito de sustentabilidade, para os propósitos desta dissertação, está associado à utilização cuidadosa dos recursos naturais, levando em consideração a capacidade dos ecossistemas, de forma a não comprometê-los para as gerações presentes e futuras. Isso implica na preservação por meio de uma abordagem não prejudicial em relação aos recursos não renováveis, enquanto simultaneamente esforça-se para regenerar e revitalizar os elementos naturais afetados pela intervenção humana¹⁰⁰.

⁹⁷ ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). Mundo produzirá 120 milhões de toneladas de lixo eletrônico por ano até 2050, diz relatório. 2019. Environment Programme. Disponível em: <https://tinyurl.com/unepnoticias>. Acesso em: 20 dez. 2022.

⁹⁸ WORDOMETERS. Disponível em: www.worldometers.info/pt/.

⁹⁹ ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. População mundial deve chegar a 9,7 bilhões de pessoas em 2050, diz relatório da ONU. Nações Unidas Brasil, 17.06.2019. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/83427-populacao-mundial-deve-chegar-97-bilhoes-de-pessoas-em-2050-diz-relatorio-da-onu>. Acesso em: 8 nov. 2022.

¹⁰⁰ SARLET, Ingo Wolfgang; FENSTERSEIFER, Tiago. **Notas sobre o princípio da sustentabilidade e os deveres fundamentais dos consumidores à luz do marco jurídico socioambiental estabelecido pela Constituição Federal De 1988**. Revista de Direito do Consumidor. vol. 101/2015. p. 242.

Não apenas estamos encarregados de preservar o planeta nas condições em que o herdamos, mas também assumimos o compromisso de legar um mundo melhor para as futuras gerações. Essa visão, alinhada à sustentabilidade, está intrinsecamente ligada à Agenda ESG e à iniciativa para 2030. Diante disso, pode-se concluir que a Agenda ESG se estabeleceu como uma bússola orientadora, delineando o caminho a ser percorrido na incessante busca por um mundo mais sustentável e em constante aprimoramento.

3.2. Social

O *social* é outro acrônimo que recebe muita atenção da doutrina, jornais e agentes econômicos. E como tudo aquilo que recebe muita atenção, há uma miríade de informações e definições, por vezes conflitantes. “O termo ‘social’ possui inúmeras aplicações na língua portuguesa, assim como diferentes significados dentro do próprio direito – e, ainda mais, em sua intersecção com o ambiente corporativo”¹⁰¹.

A forma como as empresas afetam os direitos humanos e, portanto, a sociedade e os direitos sociais, não é tema novo. Já em 1977, a Organização Internacional do Trabalho (OIT) abordou o tema por meio da Declaração Tripartida de Princípios sobre Empresas Multinacionais e Política Social¹⁰². No ano 2000, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) estabeleceu as diretrizes OCDE para empresas multinacionais¹⁰³. Em 2011, o Conselho de Direitos Humanos das Nações Unidas endossou os princípios da OCDE.

Dos 31 princípios orientadores, quatorze são direcionados às empresas, podendo ser categorizados em três partes fundamentais: I. formalizar um compromisso político de respeitar os direitos humanos; II. implementar procedimentos de devida diligência para identificar, prevenir, mitigar e prestar contas sobre como

¹⁰¹ Dutra, Marina . “**S**” de ESG: o termo “**social**” aplicado a direitos humanos e empresas. Revista de Direito Privado. vol. 117. ano 24.. São Paulo: Ed. RT, jul./set. 2023. p. 53. Disponível em: <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2023-9063>. Acesso em: 20 dez. 2023.

¹⁰² ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO - OIT. **Declaração Tripartida de Princípios sobre Empresas Multinacionais e Política Social**. 2017. Disponível em: www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_emp/---emp_ent/documents/publication/wcms_579899.pdf. Acesso em: 18 dez. 2023.

¹⁰³ ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO - OCDE. **Diretrizes OCDE para Empresas Multinacionais**. Disponível em: https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/diretrizes-da-ocde-para-empresas-multinacionais-sobre-conduta-empresarial-responsavel_663b7592-pt#page3. Acesso em: 20 dez. 2023.

abordam os impactos adversos aos direitos humanos; e III. estabelecer procedimentos de reparação para qualquer impacto adverso aos direitos humanos causado ou ao qual tenham contribuído¹⁰⁴.

Muitas dessas preocupações surgiram em razão de estratégias de empresas multinacionais em buscar uma maior eficiência na produção de seus produtos, ao mesmo tempo que buscavam incessantemente meios de minorar seus custos. A saída encontrada por muitas delas foi terceirizar a produção de seus produtos inicialmente para empresas estabelecidas na Ásia – Japão nos anos de 1970, Coréia do Sul e Taiwan nos anos de 1980 e, sequentemente, China e Indonésia –, e posteriormente para países em desenvolvimento, com legislação trabalhista fraca¹⁰⁵.

Em 1990, por exemplo, a Nike sofreu uma terrível perda reputacional em razão da descoberta de que pagava salários de US\$19 centavos por hora trabalhada e que as entidades locais, que eram suas parceiras e contratadas, impediam que os trabalhadores deixassem fisicamente os locais de trabalho, obrigavam o trabalho infantil e em condições insalubres, ao mesmo tempo a Nike pagava a Michal Jordan US\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de dólares) por ano como forma de marketing e impulsionamento da marca perante os consumidores¹⁰⁶.

Aqui é necessário um apontamento de que, em que pese a similaridade evidente, a Agenda ESG não se confunde com a CSR, pois esta é o conjunto de expectativas econômicas, legais, éticas e discricionárias (filantrópicas, por exemplo) que a sociedade tem em relação a uma empresa em determinada época. As expectativas econômicas e legais são exigidas, a responsabilidade ética é esperada, e a discricionariedade/filantropia é desejável¹⁰⁷.

A Agenda ESG, por outro lado, pretende ser uma forma de avaliação das empresas pelo mercado, qualificando a gestão e a reputação empresarial; isto é, busca privilegiar, por meio de investimentos, aquelas empresas que se demonstrarem

¹⁰⁴ Dutra, Marina. **“S” de ESG: o termo “social” aplicado a direitos humanos e empresas**. Revista de Direito Privado. vol. 117. ano 24. São Paulo: Ed. RT, jul./set. 2023. p. 56.

¹⁰⁵ RUGGIE, John. **Just Business: Multinational Corporations and Human Rights**. New York – London: W.W.Norton & Company, 2013, p. 3-4. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4424946/mod_resource/content/1/Ruggie%20-%20Just%20Business.pdf.

¹⁰⁶ RUGGIE, John. **Just Business: Multinational Corporations and Human Rights**. New York – London: W.W.Norton & Company, 2013, p. 4.

¹⁰⁷ CARROLL, Archie. **Corporate social responsibility: the centerpiece of competing and complementary frameworks**. *Organizational dynamics*. Elsevier, 2015. p. 87-96.

conscientes e responsáveis quanto a questões ambientais, sociais e de governança, visando aos investidores um retorno sustentável e de longo prazo¹⁰⁸.

O relatório de 2004 da ONU, intitulado "Who Cares Wins", não forneceu uma definição precisa do termo "social" no contexto da Agenda ESG. Em vez disso, apresentou uma lista exemplificativa de questões relevantes tanto para a sociedade quanto para as empresas. Essas questões incluem: i) saúde e segurança no trabalho; ii) relações comunitárias; iii) considerações sobre direitos humanos nos estabelecimentos das empresas, fornecedores ou terceiros; iv) relações governamentais e comunitárias em operações realizadas em países em desenvolvimento; e v) pressões da sociedade civil para aprimorar o desempenho, transparência e responsabilidade. Estas pressões podem resultar em riscos reputacionais se não forem adequadamente gerenciadas¹⁰⁹.

Denota-se, portanto, que a Agenda ESG é intencionalmente aberta quando se trata de questões sociais, pois entende que a sociedade é viva e, por ser viva, se modifica com o tempo, modificando-se as suas necessidades. Exemplo disso é a relevância da pauta social após a pandemia COVID-19, que escancarou os problemas sociais antes enublados¹¹⁰.

O principal alicerce da questão social está na predominância dos direitos humanos. Isto é, busca-se um atuar socialmente responsável, pautando-se na ótica e prevalência dos direitos humanos sobre e nas relações privadas.

Neste aspecto, destaca-se como baliza orientadora os princípios 11, 12, 13 e 22 dos Princípios Orientadores sobre Empresas e Direitos Humanos, estabelecidos pelo Conselho de Direitos Humanos da ONU, em 2011¹¹¹:

11. As empresas devem respeitar os direitos humanos. Isso significa que elas devem se abster de violar os direitos humanos e devem enfrentar os impactos adversos nos direitos humanos com os quais tenham algum envolvimento. [...]

12. A responsabilidade das empresas de respeitar os direitos humanos refere-se aos direitos humanos internacionalmente reconhecidos – entendidos, no mínimo, como aqueles expressos na Carta Internacional de Direitos Humanos e os princípios de direitos fundamentais

¹⁰⁸ Dutra, Marina . **“S” de ESG: o termo “social” aplicado a direitos humanos e empresas**. Revista de Direito Privado. vol. 117. ano 24. São Paulo: Ed. RT, jul./set. 2023, p. 56-57.

¹⁰⁹ THE GLOBAL COMPACT. Who Cares Wins... Op. cit., p. 6.

¹¹⁰ Dutra, Marina . **“S” de ESG: o termo “social” aplicado a direitos humanos e empresas**. Revista de Direito Privado. vol. 117. ano 24. São Paulo: Ed. RT, jul./set. 2023, p. 59.

¹¹¹ United Nations - ONU. **Guiding Principles on Business and Human Rights**. Disponível em: https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_en.pdf. Acesso em: 12 dez. 2023.

estabelecidos na Declaração da Organização Internacional do Trabalho sobre os Princípios e Direitos Fundamentais no Trabalho. [...]

13. A responsabilidade de respeitar os direitos humanos exige que as empresas: (a) Evitem causar ou contribuir para impactos adversos nos direitos humanos por meio de suas próprias atividades e enfrentem esses impactos quando eles vierem a ocorrer;

(b) Busquem prevenir ou mitigar impactos adversos nos direitos humanos que estejam diretamente relacionados às suas atividades e operações, produtos ou serviços prestados em suas relações comerciais, mesmo se elas não tiverem contribuído para esses impactos. [...]

22. Quando as empresas constatarem que causaram ou contribuíram para causar impactos adversos nos direitos humanos, elas devem reparar ou contribuir para sua reparação por meio de processos legítimos,

Denota-se, no entanto, com a guinada recente da Agenda ESG, que a principal questão que envolve o social é quem são os atores afetados; isto é, quem são as partes interessadas? Essa questão, inclusive, sempre permeou a questão do capitalismo voltado às partes interessadas, do conceito original dos anos de 1960/1970 para os modelos atuais, englobando consumidores e outros seres vivos¹¹², o que, por evidente, traz grandes complicações à implementação da Agenda ESG por parte de empresas de capital aberto, como já foi mencionado e será melhor delineado adiante.

3.3. *Governance* (governança corporativa)

Por fim, resta-nos apontar as principais razões de existir do “G”, do ESG, que, para nós, é o acrônimo mais importante – que por vezes é ignorado –, pois sem ele o “E” e o “S” simplesmente não são possíveis de serem implementados de forma séria e eficiente.

O “G” refere-se à governança, não só à governança corporativa em seu sentido de se referir à gestão da empresa e sua estrutura societária, mas a um conjunto de diversidades que cercam e afetam e são afetadas pela governação das sociedades, sendo a governança corporativa, portanto: i) guardião de direitos das partes interessadas; ii) um sistema de relações pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas; iii) uma estrutura de poder existente no interior das companhias; iv) e um sistema normativo que rege as relações internas e externas das companhias¹¹³.

¹¹² Dutra, Marina . “**S**” de ESG: o termo “social” aplicado a direitos humanos e empresas. Revista de Direito Privado. vol. 117. ano 24. São Paulo: Ed. RT, jul./set. 2023, p. 60.

¹¹³ ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 2 a ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006. p.138.

A governança corporativa, no entanto, surgiu como uma forma de gerir e resolver os conflitos empresariais, especialmente os conflitos internos societários, isto é, entre acionistas/sócios majoritários e minoritários, evitando abusos de uma parte ou de outra, sempre em prol do bem da empresa¹¹⁴.

A discussão sobre governança corporativa iniciou-se nos Estados Unidos e na Inglaterra, países que se destacavam (e se destacam) por uma estrutura acionária predominantemente pulverizada. Nesse cenário, os acionistas principais delegam amplos poderes a uma diretoria profissional para administrar a empresa.

A complexa estrutura de capital, conforme mencionado anteriormente, representa um desafio significativo para os acionistas na implementação de controles e no acesso à informação, o que pode resultar em tomadas de decisões contrárias aos interesses dos acionistas, gerando os chamados conflitos de agência.

A década de 1980 testemunhou escândalos corporativos nos Estados Unidos, despertando a atenção de investidores institucionais como o California Public Employees Retirement System (Calpers), que iniciou um movimento que posteriormente se tornaria global, de governança corporativa¹¹⁵.

No Reino Unido, após outros escândalos, a Bolsa de Valores de Londres, em colaboração com outros órgãos, estabeleceu comitês, como o Cadbury e o Greenbury, culminando no Combined Code of London Stock Exchange, em 1998. Este código tornou-se referência mundial, sendo exigido para listagem na Bolsa de Valores de Londres¹¹⁶.

Os países de sistema "nipo-germânico" também aderiram à governança corporativa na década de 1990, com a Alemanha criando um segmento especial de listagem para empresas com práticas de governança e o Japão adotando recomendações de governança corporativa. O sistema nipo-germânico possuía uma sinalização mais acentuada às partes interessadas (*stakeholders*), enquanto o sistema anglo-saxão detinha suas principais preocupações nos acionistas (*shareholder*)¹¹⁷.

¹¹⁴ SANTOS, Aline de Menezes. **Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil**. São Paulo: Malheiros, Revista de Direito Mercantil, n. 130, 2003, p.182.

¹¹⁵ NASSAU, Milton. **O "G" do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

¹¹⁶ NASSAU, Milton. **O "G" do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

¹¹⁷ NASSAU, Milton. **O "G" do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

No Brasil, a mudança no financiamento das empresas na década de 1990, impulsionada pela dificuldade de obter empréstimos subsidiados pelo Estado, levou as empresas a buscarem financiamento internacional. Esse movimento despertou o país para a importância da governança corporativa¹¹⁸.

Contudo, apesar do pioneirismo das empresas estadunidenses na adoção de diretrizes de governança corporativa, um enorme escândalo eclodiu no final de 2001, destacando novamente o conflito de agência e comportamentos abusivos de executivos.

A Enron, uma companhia energética, protagonizou uma fraude contábil sem precedentes, manipulando resultados para esconder um considerável endividamento. A fraude levou a Enron à falência e arrastou a firma de auditoria Arthur Andersen a reboque, pois esta foi acusada de conivência e obstrução da investigação/justiça, em razão de destruição de provas. Este episódio desencadeou uma série de escândalos similares, incluindo o da gigante das telecomunicações Worldcom.

A raiz para o problema, supostamente, estava na questão da remuneração dos executivos. Para manterem as suas remunerações, que eram vinculadas por meio de opções de ações, os executivos fraudaram os balanços contábeis, inflando resultados¹¹⁹.

Como resposta, em 30 de julho de 2002, foi promulgada o Sarbanes-Oxley Act (SOX), uma legislação abrangente com 700 artigos, considerada a mais significativa reforma legislativa no mercado de capitais dos EUA desde a quebra da bolsa em 1929.

A SOX teve implicações globais, afetando subsidiárias de empresas estadunidenses em todo o mundo, como empresas estrangeiras, nestas incluídas companhias brasileiras que negociavam valores mobiliários nos EUA, incluindo aquelas que lançaram *american depositary receipts* (ADRs) na década anterior. Em termos gerais, a SOX ampliou a responsabilidade de administradores, empresas de auditoria e advogados, exigindo a adoção de rigorosas regras de governança corporativa¹²⁰.

¹¹⁸ I NASSAU, Milton. **O “G” do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

¹¹⁹ NASSAU, Milton. **O “G” do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

¹²⁰ NASSAU, Milton. **O “G” do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022

Apesar do escândalo nos EUA, o mercado brasileiro viveu um período de exuberância em 2006 e 2007, acompanhado por um florescimento da discussão sobre governança corporativa. A Lei 10.303/01 reformou a “Lei das S/A”, aumentando a transparência e restaurando alguns direitos dos acionistas minoritários. O ponto culminante foi a criação do Novo Mercado e dos segmentos diferenciados de listagem na B3 em 2000, destinados a empresas que adotam práticas específicas de governança corporativa. Apesar da boa intenção, a ilusão de que tais práticas garantiriam altos padrões de governança corporativa teve efeitos indesejados na década seguinte¹²¹.

A primeira década do milênio foi caracterizada por um clima de desilusão e reflexão sobre os rumos da governança corporativa. Nos Estados Unidos, surgiu o questionamento se a lei Sarbanes-Oxley não teria sido uma medida excessivamente severa, com custos de controle internos e externos considerados excessivos, levando algumas empresas a buscarem listagem na Inglaterra para mitigar os efeitos regulatórios.

No Brasil, a volta à realidade após a euforia da década anterior foi mais intensa. Apesar do Novo Mercado, a bolsa brasileira continuou a enfrentar desafios decorrentes do ambiente macroeconômico, não necessariamente relacionados à regulação da governança corporativa. Contudo, escândalos corporativos persistiram, envolvendo empresas que afirmavam adotar princípios de governança, inclusive aquelas nos segmentos diferenciados do Novo Mercado e/ou listadas no exterior¹²².

Esse cenário gerou um misto de frustração e ceticismo em relação à governança corporativa no Brasil. A questão de por que empresas aparentemente aderentes a padrões de governança protagonizaram escândalos tem diversas respostas, desde aspectos da natureza humana até a cultura colonial brasileira. Dois fatores-chave se destacam: a necessidade de práticas específicas para empresas diferentes, considerando fatores como estrutura de capital e perfil dos acionistas, e a inadequação da aplicação de princípios genéricos importados do mercado anglo-

¹²¹ NASSAU, Milton. **O “G” do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

¹²² SILVEIRA, Alexandre. **Ética Empresarial na prática: Soluções para a gestão e governança do século XXI**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018. p. 2-7.

saxão para a realidade brasileira, onde predominam conflitos relacionados ao sistema nipo-germânico¹²³.

Transportar soluções para problemas de outros locais, que possuem outra cultura, sem realizar uma análise crítica, geralmente não é eficaz e causa mais problemas que soluções. Além disso, a governança corporativa, assim como a gestão de riscos e *compliance*, requer uma jornada cultural. Mesmo com as melhores políticas e práticas, se não estiverem enraizadas na cultura organizacional, a efetividade é comprometida¹²⁴.

Após o choque de realidade, as discussões sobre governança corporativa evoluíram e continuam a evoluir para questões mais profundas e adequadas nesta década, com novos temas e tendências.

A gestão de riscos tornou-se uma questão relevante no Brasil, impulsionada por acidentes e tragédias ambientais em grandes empresas. A preocupação com os temas relacionados ao "S" do ESG também contribuiu para colocar a gestão de riscos em destaque. O *compliance* tornou-se uma realidade, sendo parte integrante da gestão de riscos e abordando especificamente a família de riscos ABC (antissuborno e corrupção)¹²⁵.

A crescente relevância da nova economia nos mercados globais também está impactando os estudos de governança corporativa. Empresas de tecnologia, como as "big techs" e aspirantes a unicórnios, estão começando a se preocupar mais com governança corporativa, influenciando a postura de fundos de *venture capital* e *private equity*, que agora exigem padrões mais elevados nas *startups* em que investem. Assim, a governança corporativa deixa de ser um tabu na nova economia e começa a se tornar regra para qualquer empresa que almeje sucesso e crescimento.

Portanto, hoje podemos definir governança corporativa, segundo a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento (OECD), como um conjunto de "relações entre a administração de uma empresa, seu conselho de administração,

¹²³ NASSAU, Milton. **O "G" do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

¹²⁴ NASSAU, Milton. **O "G" do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

¹²⁵ NASSAU, Milton. **O "G" do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

seus acionistas e outras partes interessadas, proporcionando a estrutura que define os objetivos da empresa, como atingi-los e a fiscalização do desempenho”¹²⁶.

A governança corporativa gira, dessarte, ao redor de ideias de gestão proba, eficiente, transparente e que respeita os diversos interessados na empresa, incluindo acionistas (minoritários) e as partes interessadas, principalmente por meio de mecanismos eficientes de prestação de contas (*accountability*), buscando efetivar a responsabilidade corporativa.

A governança é o elo que liga os três acrônimos do ESG. É um meio, ao mesmo tempo que um fim. É por meio de um olhar atento e atencioso à governança que a Agenda ESG, ou qualquer outra pretensão de aperfeiçoamento do capitalismo, poderá ser perseguida de forma satisfatória e com resultados. Ausente a governança adequada, ausente estarão os meios de concreção dos objetivos empresariais.

3.4. Capitalismo de *stakeholder* e ESG – Uma ligação necessária?

Este subtópico pretende abordar de forma objetiva a ligação entre a Agenda ESG e a doutrina do capitalismo das partes interessadas e, com base nos próximos dois subtópicos, questionar se essa ligação é de fato necessária. Ou seja, a resposta para a pergunta do presente subtópico será encontrada ao fim do subcapítulo 3.6.

Como já dito, na ligação entre Agenda ESG e capitalismo de *stakeholder* o Fórum Econômico Mundial em Davos foi um marco importante, visto que o tema principal foi “*stakeholders* por um mundo coeso e sustentável”¹²⁷.

Destarte, necessário compreender mais algumas questões acerca do capitalismo de *stakeholder* para compreender a sua relação com a Agenda ESG, uma vez que alguns atores relevantes falam que as empresas devem servir a um propósito social¹²⁸.

Neste sentido, Edward Freeman afirma que cabe “ao executivo gerenciar e moldar essas relações para criar o máximo de valor possível para os stakeholders e

¹²⁶ ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO - OCDE. **Principles of Corporate Governance**. 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2023.

¹²⁷ World Economic Forum. *Measuring Stakeholder Capitalism: Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation*. Davos, 2020.

¹²⁸ GADINIS, Stavros; MIAZAD, Amelia. **Corporate law and social risk**. In: *Vanderbilt Law Review*, vol. 73;5, p.1405.

gerenciar a distribuição desse valor”¹²⁹, e outros autores complementam que quando “os interesses dos stakeholders entram em conflito, o executivo deve encontrar uma maneira de repensar os problemas para que as necessidades de um amplo grupo de stakeholders sejam atendidas, e, até onde isso for feito, ainda mais valor pode ser criado para cada um”¹³⁰, sendo que havendo a necessidade de se fazer concessões, essas concessões devem ser realizadas para melhorar a situação dos *stakeholders*.

Parte dos adeptos da teoria dos *stakeholders*, de igual forma, não consideram os acionistas como a parte interessada de maior importância, pois poderiam vender sua posição a qualquer momento; portanto, as demais partes interessadas teriam uma predominância maior na escala de prioridades, pois teriam mais dificuldade em mudar o seu cenário: os trabalhadores em mudar de empregador, os clientes em perder uma fonte essencial de fornecimento, e as comunidades locais seriam prejudicadas se uma organização deixasse de existir¹³¹.

A moderna teoria dos *stakeholders*, destarte, não advoga o tratamento igualitário entre todas as partes interessadas¹³², porém é inegável que, mesmo reconhecendo-se o valor e a necessidade de retornos financeiros, há a ideia central de que a criação de valor deve ser vista em primeiro lugar como criação de valor para os *stakeholders*¹³³. Ou seja, a questão do lucro aos acionistas, embora reconhecida como uma ideia central ao sistema capitalista e às empresas, é considerada como algo suplementar; isto é, primeiramente deve-se compreender e buscar a criação de valor e riqueza aos *stakeholders*, para, então, apenas depois, buscar o lucro. Uma lógica que subverte toda a raiz do sistema capitalista como conhecemos.

Neste caminho, há também, por parte da doutrina, o apontamento da Agenda ESG junto a um capitalismo regenerativo¹³⁴, que seria uma transformação profunda e

¹²⁹ FREEMAN, Edward R.; PARMAR, Bidhan L.; HARRISON, Jeffrey; et. Al. ***Stakeholder Theory: The State of The Art***. Robins School of Business, University of Richmond, 2010, p. 5. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/346447581.pdf>.

¹³⁰ FREEMAN, Edward R.; PARMAR, Bidhan L.; HARRISON, Jeffrey; et. Al. ***Stakeholder Theory: The State of The Art***. Robins School of Business, University of Richmond, 2010, p. 5.

¹³¹ FREEMAN, Edward R.; PARMAR, Bidhan L.; HARRISON, Jeffrey; et. Al. ***Stakeholder Theory: The State of The Art***. Robins School of Business, University of Richmond, 2010, p. 22.

¹³² FREEMAN, Edward R.; PARMAR, Bidhan L.; HARRISON, Jeffrey; et. Al. ***Stakeholder Theory: The State of The Art***. Robins School of Business, University of Richmond, 2010, p. 21.

¹³³ FREEMAN, Edward R.; PARMAR, Bidhan L.; HARRISON, Jeffrey; et. Al. ***Stakeholder Theory: The State of The Art***. Robins School of Business, University of Richmond, 2010, p. 40.

¹³⁴ NASCIMENTO, Juliana. **ESG Vivo: A nova jornada da globalização pela transformação do capitalismo regenerativo e de stakeholders no mundo dos negócios**. In: NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 50.

significativa do mercado, buscando a criação de riqueza econômica, social e ambiental por meio de modelos econômicos circulares e regenerativo¹³⁵. Os negócios não poderiam ter sucesso em sociedades falidas e, tampouco, darem-se ao luxo de serem espectadores em um sistema que lhes dá vida. Em razão disto, a forma de atuação das empresas dentro do sistema capitalista deveria ser repensada e ressignificada, alterando-se estruturalmente a sua essência e inserindo responsabilidades extralegais e éticas adicionais.

Há ainda quem defenda, parece-nos que neste caso com razão, que o “movimento ESG parece refletir uma nova dimensão de concretização horizontal dos direitos fundamentais”, uma vez que as várias dimensões dos direitos fundamentais, encontram no movimento ESG uma “concretização espontânea sem precedentes na esfera privada do mercado” e não provocada por normas cogentes, mas sim um movimento do próprio mercado, o que implica em uma “reformulação das posições ortodoxas tanto das teorias econômicas, quanto da teoria da empresa”¹³⁶¹³⁷.

Em suma, a Agenda ESG, como já dito algures, refere-se a um conjunto de critérios ambientais, sociais e de governança que são considerados pelos investidores e empresas como parte integrante das práticas empresariais responsáveis, que buscam como principal objetivo a sustentabilidade a longo prazo, aliada à mitigação de riscos.

Em que pese estar vinculada, desde suas origens, a uma vertente *stakeholder*, ou ao menos mais alinhada a essa teoria, a abordagem da agenda ESG não difere, por si só, dos valores estabelecidos na doutrina do capitalismo de *shareholder*, pois também implicam em maximização do valor do acionista, mesmo

¹³⁵ NASCIMENTO, Juliana. **ESG Vivo: A nova jornada da globalização pela transformação do capitalismo regenerativo e de stakeholders no mundo dos negócios**. In: NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 50, *apud* ELKINGTON, John. *Green Swans: The Coming Boom in Regenerative Capitalism*. Fast Company Press. Kindle Edition.

¹³⁶ SAAVEDRA, Giovani Agostini. **A ética de mercado: ESG como forma de concretização dos direitos fundamentais**. In: NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 184.

¹³⁷ No entanto, em que pese nossa concordância da necessidade de se rever as teorias econômicas e da empresa à vista da nova realidade mercadológica, e que esta nova realidade parece, de fato, dimensionar os direitos fundamentais de forma inédita perante o âmbito da atividade privada, em razão do recorte metodológico escolhido para os fins da presente dissertação, deixar-se-á de fazer maiores apontamentos sobre o tema, e utilizar-se-á, como visto adiante, o movimento ESG como instituição informal, o que, entende-se, não ser contraditório ou uma posição que exclua a outra.

que a longo prazo e por meio da necessidade de implementação de uma agenda empresarial sustentável.

Veja-se que em um ambiente competitivo, satisfazer os consumidores e os fornecedores é essencial para o sucesso e a geração de lucro da empresa. Se todas as partes interessadas tiverem o poder de influenciar as principais tomadas de decisões das empresas, é muito improvável que haja qualquer concordância sobre quais decisões devem ser tomadas e como elas maximizariam os interesses de todas as partes interessadas¹³⁸.

A verdade é que na prática são os acionistas quem suportam os maiores riscos residuais da atividade empresarial, que é uma atividade, por excelência, de risco, isto é, sem qualquer garantia de retorno. Exigir ainda mais sacrifícios dos acionistas é desincentivar a assunção dos riscos e, conseqüentemente, dos investimentos e do empreendedorismo. Ainda, esses custos adicionais exigidos de cima para baixo, em desalinho com o mercado ou até mesmo com as exigências legais, ao fim e ao cabo serão repassados aos consumidores, que arcarão, talvez sem escolha, com a mudança paradigmática pretendida¹³⁹.

As empresas reagem aos incentivos proporcionados, principalmente, pelos consumidores e investidores e havendo uma efetiva vontade política e ideológica de boa parcela dos consumidores e investidores, a pressão exercida via mercado fará com que as empresas se adaptem e entreguem os produtos e serviços desejados, ocasionando uma atuação mais eficiente, com menos externalidades e custos de transação¹⁴⁰.

Destarte, vislumbramos que a Agenda ESG não é contrária, por si só, à moderna teoria do valor do acionista; de lado contrário, é complementar, principalmente quando o próprio mercado a exige. Ou seja, entendemos que a Agenda

¹³⁸ FAMA. Eugene. **Market Forces Already Address ESG Issues and the Issues Raised by Stakeholder Capitalism**. in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 60.

¹³⁹ FAMA. Eugene. **Market Forces Already Address ESG Issues and the Issues Raised by Stakeholder Capitalism**. in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 61.

¹⁴⁰ FAMA. Eugene. **Market Forces Already Address ESG Issues and the Issues Raised by Stakeholder Capitalism**. in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 63.

ESG não é necessariamente alinhada à doutrina *stakeholder*, podendo, sim, adequar-se à doutrina do valor do acionista, e, por mais, modernizando e melhorando esta.

3.5 Compreensão da Agenda ESG como instituição informal

Entre as 100 entidades mais ricas do planeta, 69 são empresas¹⁴¹. A influência das corporações privadas, destarte, nas questões sociais, ambientais, econômicas e políticas, é, sem sombra de dúvidas, imensa.

Destarte, para além de qualquer possível ligação histórica ou atual da Agenda ESG com o capitalismo das partes interessadas, há uma observação inafastável de que a Agenda ESG é uma realidade na vida empresarial e do mercado e que não há indícios de seu arrefecimento. Pelo contrário, tudo aponta para um caminho de fortificação paulatina do ESG como questão básica de toda e qualquer empresa que busque crescimento e sucesso.

A Agenda ESG, sobretudo a partir do ano de 2019, vem ganhando força e tracionando e se confundido com o capitalismo das partes interessadas. No ano de 2019, em 19 de agosto, houve a declaração conjunta de 181 empresas estadunidenses, que se reuniram na *Business Roundtable* e redigiram um manifesto que ecoava o coro da necessidade de mudanças paradigmáticas no capitalismo de acionistas, comprometendo-se a gerenciar suas companhias com o objetivo de beneficiar os cinco grupos de interessados: acionistas, consumidores, funcionários, fornecedores e comunidades. Em seu manifesto, o *Roundtable* reconhece seu caráter inovador na mudança de perspectiva assentada desde 1978 e ao fazê-lo, afirma que não o faz por caridade, solidariedade ou servindo a um propósito maior, mas sim porque essa nova perspectiva, diante dos desafios enfrentados hodiernamente, é a única compatível com a rentabilidade a longo prazo das empresas¹⁴².

Para realizar o seu intento, a declaração da *Roundtable* defendia que os compromissos para cada grupo deveriam ter como norte: i) para os consumidores, a ideia de que a atividade empresarial deve gerar valor, atendendo ou até mesmo

¹⁴¹ Global Justice Now. **69 of the richest 100 entities on the planet are corporations, not governments, figures show**. 2018. Disponível em: <https://www.globaljustice.org.uk/news/69-richest-100-entities-planet-are-corporations-not-governments-figures-show/>. Acesso em: 21 dez. 2023.

¹⁴² FRAZÃO, Ana. **O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, vol. I. São Paulo: Almedina, 2021, p. 87.

excedendo as expectativas de consumo; ii) para os funcionários, que a atividade empresarial deve remunerar de forma justa, provendo benefícios e apoiando treinamentos e educação que possam ajudar a desenvolver novas habilidades, ao mesmo tempo que se busca diversidade, inclusão, dignidade e respeito; iii) para os fornecedores, a ideia que a atividade empresarial seja realizada de modo a proporcionar uma negociação justa e ética, independentemente do tamanho dos fornecedores, reconhecendo sua importância e permitindo que cumpram suas missões; iv) para as comunidades, a ideia de que a atividade empresarial apoie-as, respeitando as pessoas, protegendo o meio ambiente e abraçando as práticas sustentáveis; v) e, por fim, para os acionistas, a ideia de que a atividade empresarial gere valor de longo prazo, reconhecendo a importância destes para o crescimento e inovação das companhias. Para tanto, a transparência para com os acionistas é de extrema necessidade, assim como o engajamento destes¹⁴³.

Essas direções estabelecidas no documento, evidentemente tratam-se de *standards* de comportamento esperado das companhias; isto é, o manifesto não é descritivo em como realizar os compromissos assumidos, mas sim uma estrela-guia a orientar o norte a ser alcançado, por meio do entendimento necessário para o cumprimento das expectativas dentro de cada caso concreto. Ou seja, não existe uma solução única, visto que o sistema e o mundo são complexos, exigindo-se respostas complexas e adequadas a cada situação específica.

Em janeiro do ano de 2020, houve a Conferência de Davos, do Fórum Econômico Mundial, onde foi lançado o Manifesto de Davos, atualizado pela primeira vez desde 1973 e mudando o seu enfoque para o tema da sustentabilidade e do capitalismo das partes interessadas¹⁴⁴, especialmente no que tange ao propósito das empresas na quarta revolução industrial¹⁴⁵. O manifesto conta com três itens principais, A, B e C, sendo o item A subdividido em cinco subitens.

¹⁴³ FRAZÃO, Ana. **O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, vol. I. São Paulo: Almedina, 2021, p. 88.

¹⁴⁴ World Economic Forum. **Annual Meeting**. 2020. Disponível em: <https://www.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2020/>. Acesso em: 12 dez. 2023.

¹⁴⁵ FRAZÃO, Ana. **O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, vol. I. São Paulo: Almedina, 2021, p. 90.

O texto no item A trata do propósito da empresa, compreendendo que a empresa deve buscar envolver todos os *stakeholders* na criação sustentável de valor. Isso abrange funcionários, clientes, fornecedores, comunidades locais e a sociedade em geral. A abordagem para reconciliar interesses divergentes é por meio do comprometimento conjunto com políticas que promovam a prosperidade de longo prazo; isto é, buscando: i) atendimento aos clientes, ao ponto que fornece uma proposta de valor adaptada às necessidades, apoiando a competição justa e mantendo a integridade no ecossistema digital; ii) tratamento dos funcionários, compreendido como a priorização da dignidade, respeito, diversidade e melhoria contínua das condições de trabalho; iii) parceria com fornecedores, implicando na oferta de oportunidades justas, integrando respeito pelos direitos humanos na cadeia de suprimentos; iv) responsabilidade social, que consiste no apoio a comunidades locais, contribuindo justamente para os impostos, protegendo o meio ambiente e promovendo inovação sustentável; v) retorno aos acionistas, pautado na consideração dos riscos dos empreendedores, necessidade de inovação e investimentos sustentados para oferecer retornos responsáveis a curto, médio e longo prazo.

O item B trata diretamente sobre o capitalismo das partes interessadas, e compreende que a empresa transcende sua função econômica e deve atender aspirações humanas e sociais no contexto do sistema social. O desempenho é avaliado não apenas pelo retorno aos acionistas, mas também por seu impacto ambiental, social e governança. A remuneração executiva também reflete a responsabilidade perante os *stakeholders*.

Por fim, o item C trata sobre a responsabilidade do poder corporativo perante à sociedade mundial. Compreende que a empresa com operações multinacionais não só deve atender seus *stakeholders* diretos, mas atuar como um, colaborando com governos e sociedade civil para impactar positivamente o cenário global. A cidadania global corporativa demanda que a empresa utilize suas competências, empreendedorismo e recursos em esforços colaborativos para contribuir para o bem-estar mundial¹⁴⁶.

¹⁴⁶ Davos Manifest. **The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution**. 2020. Disponível em: <https://www.wlrk.com/docs/weforumorgDavosManifesto2020TheUniversalPurposeofaCompanyintheFourthIndustrialRevolution.pdf>. Acesso em: 22 dez. 2023.

Quanto ao manifesto, salutar sublinhar que a ampliação do escopo empresarial não desconsidera os interesses dos acionistas, sendo uma das preocupações centrais do manifesto o retorno aos acionistas. Esse retorno, porém, deve ser buscado de forma a considerar os riscos envolvidos nas tomadas de decisões, a necessidade de inovação contínua e a necessidade de sustentabilidade com a consequente criação de valor de médio a longo prazo; isto é, uma equação complexa que, ao mesmo tempo que não sacrifique o futuro da empresa e o retorno aos acionistas, também não sacrifique as partes interessadas no processo¹⁴⁷.

Ainda, também em janeiro do ano de 2020, Laurence Fink, fundador e CEO da BlackRock, a maior gestora global de ativos, em sua manifestação anual aos CEOs das empresas em que seu fundo atua, teceu diversas considerações e reflexões acerca do papel da iniciativa privada na promoção da sustentabilidade, especialmente em relação aos problemas ambientais e de mudanças climáticas. Em sua carta, Fink alerta aos CEOs que a BlackRock estaria disposta a votar contra a administração das companhias, caso elas não demonstrassem progressos satisfatórios em relação às questões por ele abordadas¹⁴⁸.

Em março de 2020, eclodiu a pandemia de COVID-19, que escancarou os problemas sociais antes encobertos por um véu de ignorância deliberada. No mesmo ano, diversas manifestações antirracistas surgiram nos EUA, espalhando-se pelo mundo, em razão do assassinato brutal de George Floyd em 25 de maio de 2020¹⁴⁹, um negro, por um policial branco, que deu origem ao movimento *Black Lives Matter*. Tais eventos aceleraram os questionamentos sobre o propósito corporativo e o debate sobre o impacto da atividade econômica nas partes interessadas¹⁵⁰.

¹⁴⁷ FRAZÃO, Ana. **O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, vol. I. São Paulo: Almedina, 2021, p. 90.

¹⁴⁸ FINK, Laurence. **Uma mudança estrutural nas finanças**: ceo letter. Ceo letter. Disponível em: www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter. Acesso em: 20 dez. 2023.

¹⁴⁹ UOL (ed.). **Justiça para George Floyd**: como a morte de um homem negro nas mãos de um policial inspira a luta antirracista no mundo hoje. Como a morte de um homem negro nas mãos de um policial inspira a luta antirracista no mundo hoje. Disponível em: <https://noticias.uol.com.br/reportagens-especiais/george-floyd-como-negro-morto-pela-policia-inspira-hoje-luta-antirracista>. Acesso em: 10 dez. 2023.

¹⁵⁰ LIPTON, Martin. **Beyond Friedman's Doctrine: The True Purpose of the Business Corporation**. In ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 23.

A discussão sobre investimentos sustentáveis e sobre a Agenda ESG, incluindo o capitalismo das partes interessadas, cresceu exponencialmente nos últimos anos, criando uma maior conscientização dos impactos da atividade econômica na sociedade e impactando a gestão empresarial de riscos, principalmente quando rebatida na questão reputacional das empresas e como isso afeta a sua geração de lucro¹⁵¹. Segundo pesquisa recente¹⁵², realizada pelo Índice do Setor de Sustentabilidade 2023 da Kantar, mais da metade dos consumidores deixa de adquirir produtos e/ou serviços de uma marca que não invista em sustentabilidade ou que tenha práticas consideradas nocivas à sociedade e ao meio ambiente¹⁵³.

A pesquisa, em sua terceira edição, analisou a percepção de consumidores sobre questões ESG e seu impacto nas decisões de consumo. Com dados de 26 mil consumidores em 33 países, a pesquisa demonstra que no Brasil, por exemplo, 56% dos mil entrevistados deixaram de adquirir produtos de empresas não sustentáveis, enquanto 63% buscaram marcas com histórico ativo em ações pró-ESG. A diretora da Kantar, Maura Coracini, enfatiza a urgência de as marcas divulgarem suas ações sustentáveis, alertando, no entanto, que o *greenwashing* é monitorado, com mais da metade dos entrevistados considerando enganosas as ações de ESG das empresas. Os setores de mídia social, carne e produtos à base de carne e roupas e calçados lideram a percepção do público consumidor em práticas desonestas sobre ESG globalmente. No Brasil, os principais setores que são vistos com desconfiança pelos consumidores são o de carnes, *skin care*, *fast food* e restaurantes.

Não apenas os consumidores estão mais atentos, mas o próprio mercado também segue essa tendência. O número de seguradoras que consideram ESG para selecionar clientes cresceu nos últimos anos; hoje, mais da metade (55%) aplicam métricas ESG no momento de decidir para quem fornecerão cobertura e as condições da cobertura ofertada, como valores mensais e de prêmios. O relatório foi realizado pela Confederação Nacional das Seguradoras (CNseg), ouvindo 45 seguradoras. Há

¹⁵¹ FRAZÃO, Ana. **O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, vol. I. São Paulo: Almedina, 2021, p. 91.

¹⁵² INFOMONEY. **Maioria dos consumidores não compra produtos de marcas que não investem em ESG, aponta pesquisa**. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/consumo/maioria-dos-consumidores-nao-compra-produtos-de-marcas-que-nao-investem-em-esg-aponta-pesquisa/>. Acesso em: 10 out. 2023.

¹⁵³ KANTAR. **Sustainability Sector Index 2023: establish your brand leadership**. Disponível em: <https://www.kantar.com/campaigns/sustainability-sector-index>. Acesso em: 10 nov. 2023.

uma década, o número de seguradoras que consideravam esse parâmetro era de apenas 19%¹⁵⁴. A expectativa da pesquisa é que esse número aumente até o ano de 2025, em virtude do prazo estabelecido pela Superintendência de Seguros Privados (Susep) para que as seguradoras se adequem à Agenda ESG¹⁵⁵. A Circular nº 666 da Susep, publicada em 2022, tem entre as suas diretrizes a adoção, por parte das seguradoras, de ferramentas de análises de riscos socioambientais para precificar e selecionar investimentos, clientes e fornecedores¹⁵⁶.

A Comissão de Valores Mobiliário (CVM) também disse recentemente que as mudanças regulatórias fomentadas pela autarquia o são para auxiliar na percepção de valor que companhias sustentáveis agregam¹⁵⁷.

Um estudo realizado pelo Institute For Business Value (IBV) destaca que 51% dos entrevistados dizem que a sustentabilidade ambiental é mais importante para eles do que 12 meses antes, e 49% dos consumidores afirmam ter pagado um valor adicional por produtos cuja marca se dizia sustentável ou socialmente responsável nos últimos 12 meses¹⁵⁸.

Ainda, segundo relatório da consultoria e auditoria PwC, 57% dos ativos de fundos mútuos na Europa estarão em investimentos que consideram os critérios ESG até 2025. Isso representa cerca de US\$ 8,9 trilhões. Além disso, 77% dos investidores institucionais pesquisados pela PwC disseram que planejam parar de comprar produtos não ESG nos próximos dois anos¹⁵⁹. Outra pesquisa realizada pela mesma

¹⁵⁴ Confederação Nacional das Seguradoras - CNSEG. **Relatório de Sustentabilidade do Setor de Seguros 2022**. 2022. Disponível em: <https://cnseg.org.br/publicacoes/folder-relatorio-de-sustentabilidade-do-setor-de-seguros-2022>. Acesso em: 15 nov. 2023.

¹⁵⁵ VALOR ECONÔMICO. **Cresce número de seguradoras que consideram ESG para selecionar clientes**. Disponível em: <https://valor.globo.com/publicacoes/especiais/seguros/noticia/2023/10/31/cresce-numero-de-seguradoras-que-consideram-esg-para-selecionar-clientes.ghtml>. Acesso em: 30 nov. 2023.

¹⁵⁶ SUSEP. Circular nº 666, de 27 de junho de 2022. Dispõe sobre requisitos de sustentabilidade, a serem observados pelas sociedades seguradoras, entidades abertas de previdência complementar (EAPCs), sociedades de capitalização e resseguradores locais. **Circular**. Brasília, DF, 27 jun. 2022. Disponível em: <https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmapi.exe?router=upload/26128>. Acesso em: 20 nov. 2023.

¹⁵⁷ VALOR ECONÔMICO. **ESG é oportunidade para país atrair capital global, diz CVM**. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/08/24/esg-e-oportunidade-para-pais-atrair-capital-global-diz-cvm.ghtml>. Acesso em: 23 out. 2023.

¹⁵⁸ IBM Institute For Business Value. **Equilíbrio entre sustentabilidade e lucratividade**: como as empresas podem proteger as pessoas, o planeta e o retorno financeiro. Como as empresas podem proteger as pessoas, o planeta e o retorno financeiro. Disponível em: <https://www.ibm.com/downloads/cas/J3WYPGXO>. Acesso em: 22 nov. 2023.

¹⁵⁹ VALOR ECONÔMICO. **Entenda o que é ESG e por que a sigla é importante para as empresas**. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/02/21/entenda-o-que-e-esg-e-por-que-a-sigla-esta-em-alta-nas-empresas.ghtml>. Acesso em: 06 jul. 2023.

consultoria identificou que a maioria dos 325 investidores entrevistados entendem que vale a pena sacrificar a lucratividade de curto prazo para lidar com questões ESG, no entanto, apenas 34% concordam em aceitar qualquer redução no retorno de seus investimentos em troca de benefícios sociais ou econômicos¹⁶⁰. Outro dado relevante é que 79% dos investidores consideram os riscos e oportunidades ESG um fator importante na decisão de investimento e 49% se desfariam do investimento se a empresa não tomasse ações para tratar questões ESG¹⁶¹.

Essas tendências do mercado, conjugadas com os instrumentos de *soft law* utilizados pelas organizações supranacionais (ONU, por exemplo, e seus princípios orientadores, comentados acima) e países em seus acordos internacionais, demonstra uma guinada, por mais inicial e neófitas que seja, rumo à concreção ou tentativa de concreção da Agenda ESG e de parte da teoria do capitalismo de *stakeholders*.

Poder-se-ia, em razão disto, afirmar, inclusive, que a Agenda ESG se tornou uma verdadeira instituição informal – e, a depender da ótica, até mesmo uma instituição formal. Explica-se.

Douglass North entende instituições como “as regras do jogo – tanto regras formais quanto normas informais e suas características de aplicação. Juntas, elas definem a forma como o jogo é jogado”. As instituições moldam as organizações¹⁶² e “fornecem a estrutura de incentivos que dita os tipos de habilidades e conhecimentos percebidos como aptos a gerar o retorno máximo”, propiciando a manutenção destas organizações, pois estas vivem em um “mundo de escassez e, portanto, de

¹⁶⁰ PRICE WATERHOUSE COOPERS - PWC. **A realidade econômica do ESG**. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/auditoria/2021/a-realidade-economica-do-ESG.html>. Acesso em: 20 dez. 2023.

¹⁶¹ PRICE WATERHOUSE COOPERS - PWC. **Pesquisa Global com Investidores 2021**: os investidores já perceberam: as informações ESG tornaram-se mais importantes para a sua análise de investimento e tomada de decisão. Nosso estudo mostra como eles veem a realidade econômica do ESG. Os investidores já perceberam: as informações ESG tornaram-se mais importantes para a sua análise de investimento e tomada de decisão. Nosso estudo mostra como eles veem a realidade econômica do ESG. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2022/pesquisa-global-com-investidores-2021.html>. Acesso em: 10 ago. 2023.

¹⁶² As organizações podem ser econômicas (empresas, sindicatos, cooperativas etc.), políticas (partidos políticos, legislaturas, órgãos reguladores etc.) e educacionais (universidades, escolas, centros de formação profissional etc.). O objetivo imediato das organizações é maximizar a possibilidade de êxito de seu objetivo intrínseco, que pode ser o lucro (empresas), a reeleição/manutenção no poder (políticos), porém seu objetivo principal e final é a sobrevivência, pois vivem em um mundo de escassez e competição.

competição”¹⁶³. Ou seja, a matriz institucional define o conjunto de oportunidades disponíveis aos agentes econômicos. Segundo North, Nobel de Economia, as instituições são limitações concebidas pelos seres humanos para organizar interações políticas, econômicas e sociais. Essas limitações abrangem restrições informais, como sanções, tabus, costumes, tradições e códigos de conduta, além de restrições formais, como constituições, leis e direitos de propriedade¹⁶⁴.

Geoffrey Hodgson, seguindo os preceitos da escola neoinstitucionalista, entende as instituições como estruturas que desempenham um papel crucial no domínio social, formando o tecido da vida em sociedade, podendo-se conceituá-las como sistemas estabelecidos de regras sociais que estruturam as interações sociais. Linguagem, dinheiro, leis, sistemas de pesos e medidas, etiqueta à mesa, empresas (e outras organizações) seriam exemplos de instituições¹⁶⁵.

Nota-se, destarte, que as instituições não apenas estruturam as interações sociais, mas também são reforçadas e mantidas pelos comportamentos individuais, uma vez que validadores das instituições. Isto é, as instituições conformam e moldam o mercado e as pessoas, e por elas são moldadas. Os hábitos compartilhados entre os indivíduos se convertem em regras sociais responsáveis pela estruturação das interações humanas, constituindo as instituições informais. Essa é a essência do modelo de causalção reconstitutiva de cima para baixo, “sugerido por Hodgson, no qual as instituições têm o papel de estruturar as interações individuais, ao mesmo tempo em que permanecem permeáveis às ações dos indivíduos”¹⁶⁶.

O atuar humano, e nisto incluso o sistema capitalista, é influenciado pelas instituições, seja restringindo determinados atos, seja incentivando outros. O sistema capitalista abrange uma rede de instituições, entre as quais se destacam os mercados, que funcionam como locais de troca, as empresas, que desempenham o papel de instituições produtivas, e o Estado, responsável pela criação e regulamentação das instituições que supervisionam suas interconexões, atuando também como uma instituição política. Além disso, há outras instituições informais,

¹⁶³ NORTH, Douglass. **Institutions and the Performance of Economies Over Time**. In: Menard, C., Shirley, M.M. (eds) *Handbook of New Institutional Economics*. Springer, Boston, MA, 2005. p. 3, disponível em: https://doi.org/10.1007/0-387-25092-1_2. Acesso em: 20 jul. 2022.

¹⁶⁴ NORTH, Douglass. **Institutions**. *The Journal of Economic Perspectives* (1986-1998), v. 5, n. 1, 1991. p. 97.

¹⁶⁵ HODGSON, Geoffrey. **What are Institutions?** *Journal of Economic Issues*, v. 40, n. 1, mar. 2006. p. 2.

¹⁶⁶ CAVALCANTE, Carolina. **A economia institucional e as três dimensões das instituições**. *Revista de Economia Contemporânea*, 2014. p. 378.

como as convenções sociais, costumes, usos e, no caso do direito empresarial, a práxis de determinado mercado¹⁶⁷.

Outro institucionalista contemporâneo, Ha-Joon Chang, entende que o sistema capitalista não “deveria ser visto como um mero agrupamento de instituições que os indivíduos podem construir e descartar de acordo com seus objetivos de maximização”, mas deve-se compreender que a instituição é um “complexo de regras formais e informais, mantidas e/ou transformadas por agentes intencionais, em que firmas, Estado e mercado se inter-relacionam, moldando o sistema capitalista”¹⁶⁸.

À vista disto, pode-se concluir que a Agenda ESG se tornou, para o sistema capitalista, principalmente para o globalizado, uma verdadeira instituição informal, pois molda comportamentos de empresas e governos, restringindo e incentivando determinadas tomadas de decisão.

Como está sendo demonstrado ao longo da presente dissertação e o será também adiante, a Agenda ESG se tornou a menina dos olhos de investidores, políticas públicas e empresas, que anseiam em demonstrar ao mercado que estão inseridas no contexto ESG e realizam os seus valores.

Em razão disto, empresas que não colocam em prática a Agenda ESG veem diante de si um cenário cada vez menor para a busca de investimentos e até mesmo de consumidores dispostos a consumir sua marca. A Agenda ESG ganha cada vez mais relevo e importância, impulsionada por pressão política de entidades supranacionais (ONU, Fórum Econômico Mundial etc.), investidores, consumidores, empresas e governos. Tornou-se, a nosso ver, uma verdadeira instituição informal que não pode mais ser ignorada por qualquer administrador diligente.

3.6. Investimentos em ESG e o retorno ao acionista - Análise empírica

Por fim, entendemos que a pesquisa científica, quando possível, deve colher em sua análise o que de fato acontece na realidade do dia a dia, sob o risco de se colocar distante do problema observado, em tom dissociado do que se vê no mundo real. Será uma pesquisa que serve a nenhum fim, senão o dela própria.

¹⁶⁷ CHANG, Ha-Joon. **Breaking the mould: an institutionalist political economy alternative to neo-liberal theory of the market and the state**. Cambridge Journal of Economics, v. 26, n. 5, set. 2002, p. 546.

¹⁶⁸ CAVALCANTE, Carolina. **A economia institucional e as três dimensões das instituições**. Revista de Economia Contemporânea, 2014. p. 384-385.

Assim, para fins de análise dos próximos capítulos e de conclusão da própria dissertação e do questionamento a que se propôs enfrentar, entende-se que se faz necessária uma análise empírica do retorno atual das empresas que se dizem adeptas da Agenda ESG.

As pessoas e as empresas investem, contratam e compram porque entendem que aquela relação lhes trará benefícios, que estarão em uma posição melhor com aquela relação do que sem ela. Se as vantagens não forem perceptíveis, não se realiza o negócio jurídico.

Destarte, o que se pretende analisar neste subtópico, como dito algures, é se os custos em investimentos em ESG de fato realizam um retorno financeiro positivo às empresas, uma vez que a função primordial da empresa é o lucro e que é o lucro que atrairá investidores e empreendedores.

Para tanto, é necessário analisar o resultado econômico de empresas que investem na Agenda ESG. Nesta senda, utilizar-se-ão dados públicos da bolsa de valores, índices e análises de empresas especializadas no mercado de capitais, bem como de outros artigos científicos que tiveram o mesmo fito que o do presente subtópico.

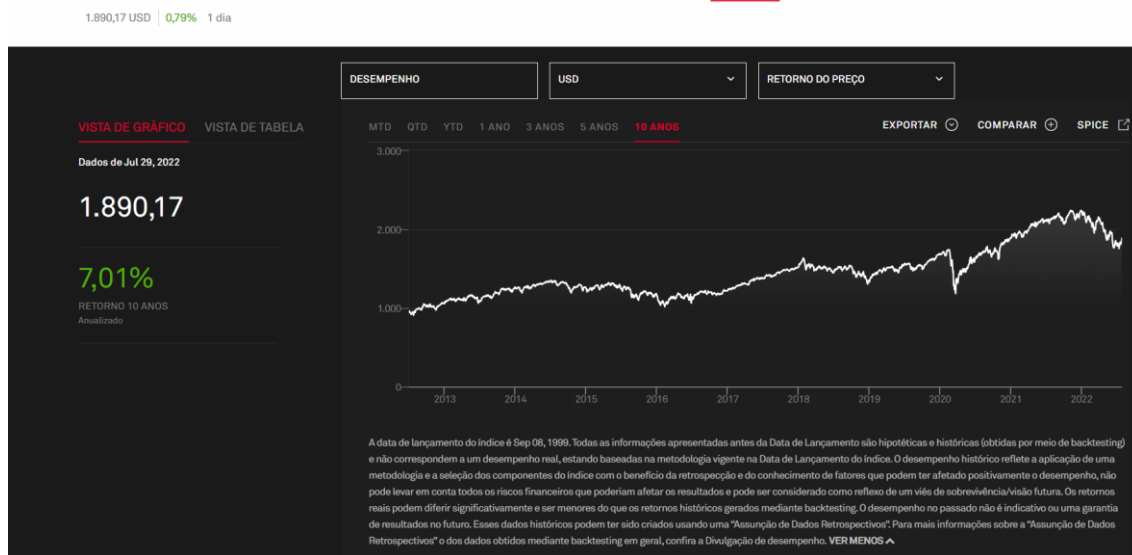
O primeiro cenário a ser analisado será o da evolução de índices do mercado de capitais. O índice foi criado por Charles Dow e Edward Jones em 1896, com a função principal de monitorar o interesse dos investidores em uma área ou setor (mais abrangente) específico. Os índices do mercado financeiro são indicadores de desempenho usados como referência para avaliar os movimentos da economia. Eles permitem ter uma visão ampla sobre um cenário específico de modo objetivo e quantitativo. Normalmente os índices são variados e utilizam uma listagem de empresas que se relacionam em relação a determinado tópico. Utilizar-se-ão, destarte, índices que tenham como objetivo medir as métricas da Agenda ESG.

O primeiro a ser analisado será o Dow Jones Sustainability™ World Index (W1SGI). Este índice inclui as empresas líderes globais em sustentabilidade, identificadas pela Sustainable Asset Management (SAM). O índice representa o patamar superior de 10% entre as 2.500 maiores empresas do S&P Global BMI com base em critérios econômicos, ambientais e sociais de longo prazo¹⁶⁹. O gráfico deste índice que mede a evolução nos últimos dez anos é positivo, realizando um retorno

¹⁶⁹ Figura 1: Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/dow-jones-sustainability-world-index/#overview>.

anual médio de 7,01% positivo (Figura 1). O que chama a atenção é que em 2022 o retorno acumulado foi de 15,44% negativo e de 11,110% negativo nos últimos doze meses.

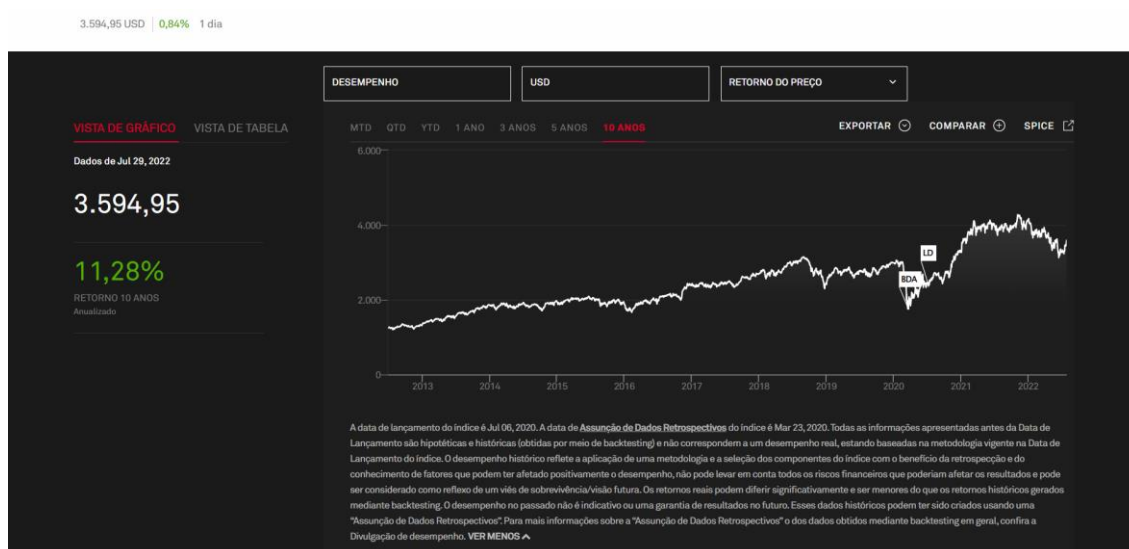
Figura 1 - Índice Dow Jones Sustainability World



Outro índice é o S&P SmallCap 600 Sustainability Screened Index (SP6ESUP), o qual procura medir o desempenho de ações do S&P SmallCap 600, excluindo empresas que participam em atividades interessadas a armas controversas, armas de pequeno porte, tabaco e combustíveis fósseis, levando em conta limites específicos de envolvimento¹⁷⁰. O gráfico deste índice que mede a evolução nos últimos dez anos é positivo, realizando um retorno anual médio de 11,28% positivo (Figura 2). Novamente, o que chama a atenção é que em 2022 o retorno acumulado foi de 12,64% negativo e de 8,48% negativo nos últimos doze meses.

Figura 2 - Índice S&P SmallCap 600 Sustainability Screened

¹⁷⁰ Figura 2. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-smallcap-600-sustainability-screened-index/#overview>.



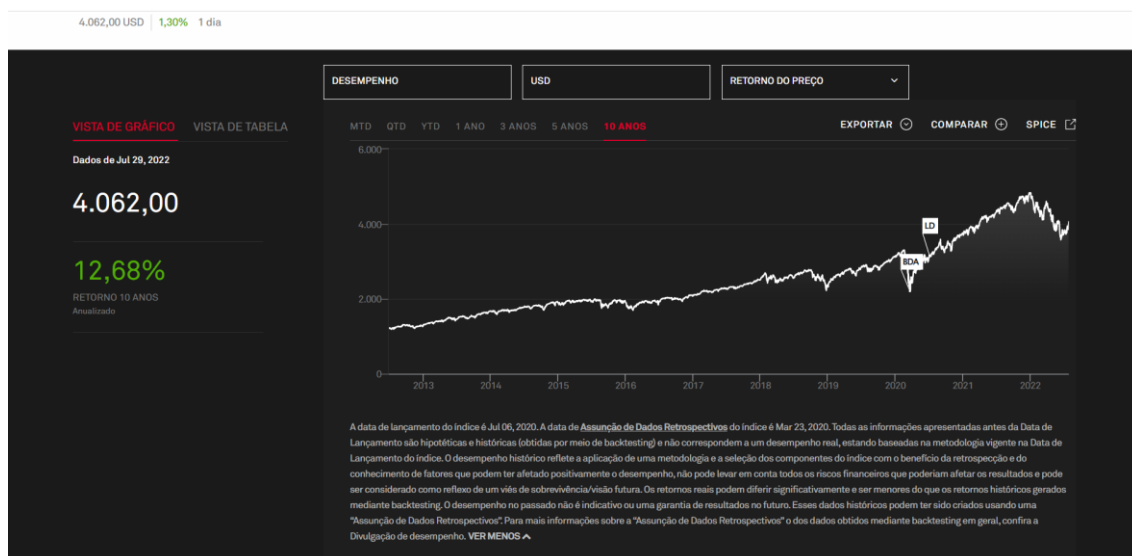
Prosseguindo na análise, temos o índice S&P 500 Sustainability Screened Index (SP5ESUP), que procura medir o desempenho de ações do S&P 500, excluindo empresas que participam em atividades interessadas a armas controversas, armas de pequeno porte, tabaco e combustíveis fósseis, levando em conta limites específicos de envolvimento¹⁷¹. O gráfico deste índice que mede a evolução nos últimos dez anos é positivo, realizando um retorno anual médio de 12,68% positivo (Figura 3). Em 2022, o retorno acumulado foi de 15,45% negativo e de 7,90% negativo nos últimos doze meses.

Outro índice é o S&P MidCap 400 Sustainability Screened Index (SP4ESUP), o qual procura medir o desempenho de ações do S&P MidCap 400, excluindo empresas que participam em atividades relacionadas a armas controversas, armas de pequeno porte, tabaco e combustíveis fósseis, levando em conta limites específicos de envolvimento¹⁷².

Figura 3 - Índice S&P 500 Sustainability Screened

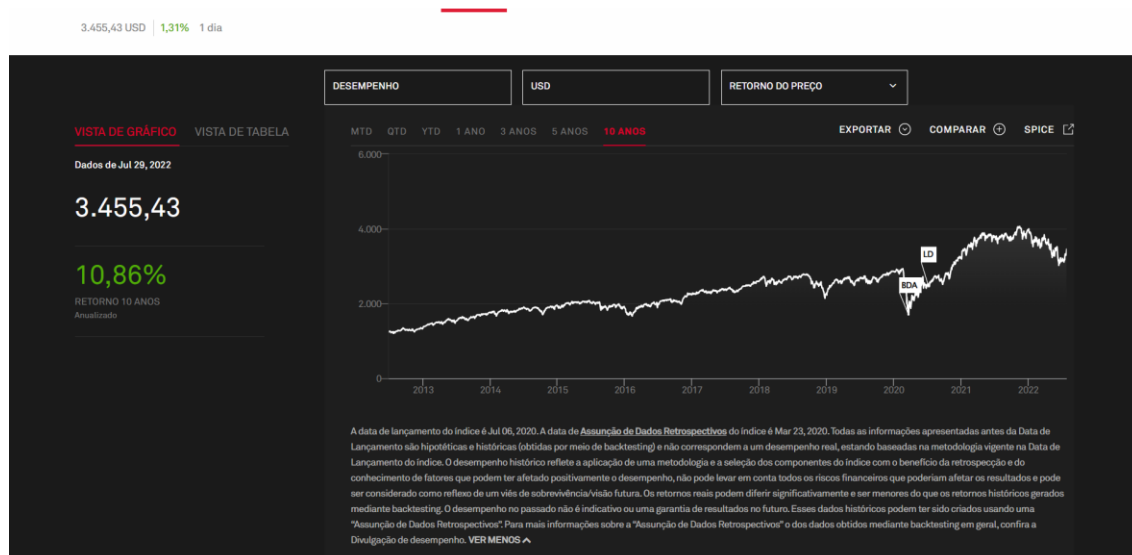
¹⁷¹ Figura 3. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-500-sustainability-screened-index/#overview>.

¹⁷² Figura 4. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-midcap-400-sustainability-screened-index/#overview>.



O gráfico deste índice, que mede a evolução nos últimos dez anos, é positivo, realizando um retorno anual médio de 10,86% positivo (Figura 4). Em 2022 o retorno acumulado foi de 12,85% negativo, e 8,90% negativo nos últimos doze meses.

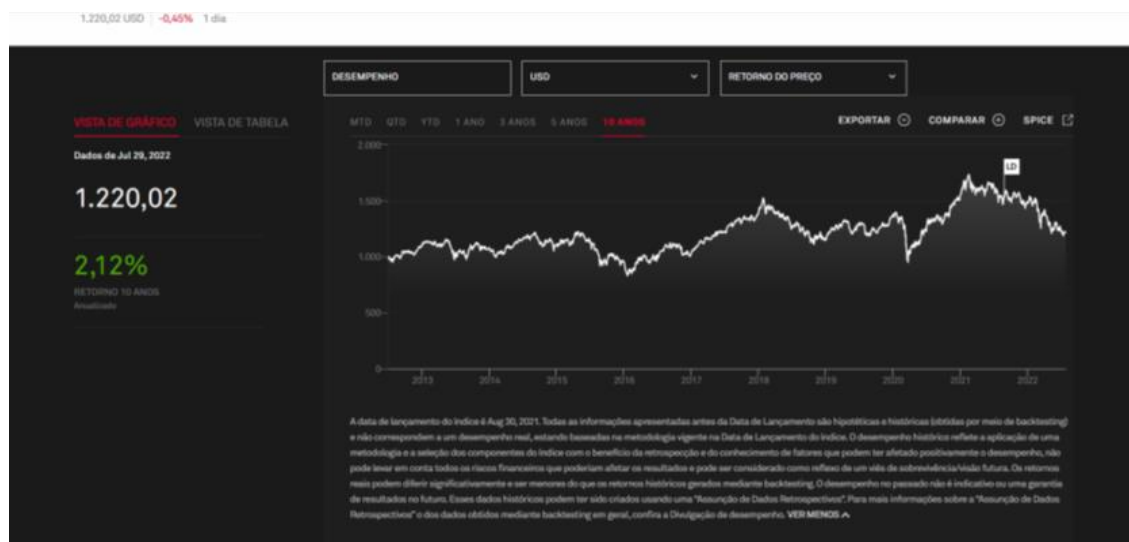
Figura 4 - Índice S&P MidCap 400 Sustainability Screened



Por sua vez, o S&P Emerging LargeMidCap Carbon Control Index (SPEMXCUP) visa medir o desempenho de ações elegíveis do *S&P Emerging LargeMidCap*, ponderadas para minimizar a média ponderada da intensidade de carbono, sujeitas ao *active share* do índice, ponderação ativa por grupo industrial, ponderação ativa por países e restrições de diversificação. O processo de otimização tem como objetivo dar uma ponderação superior ou inferior às empresas que têm

níveis mais baixos ou mais altos de emissões de gases de efeito estufa (GEE) por unidade de receita¹⁷³. O gráfico deste índice, que mede a evolução nos últimos dez anos, é positivo, realizando um retorno anual médio de 2,12% positivo (Figura 5).

Figura 5 - Índice S&P Emerging LargeMidCap Carbon Control



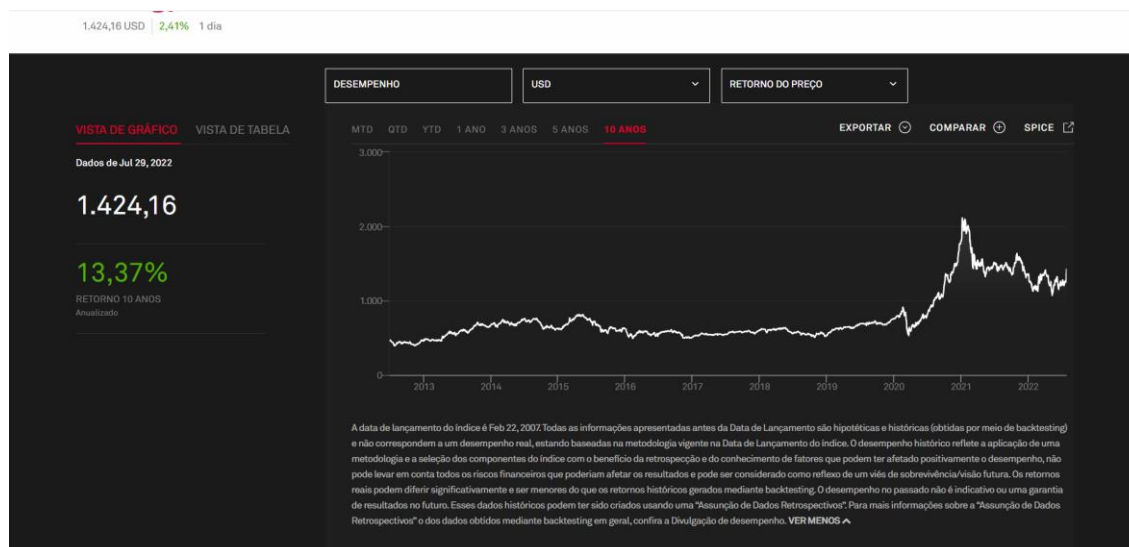
Em 2022, o retorno acumulado foi de 18,24% negativo e de 19,95% negativo nos últimos doze meses. Chama atenção, outrossim, que nos últimos três anos o acumulado foi de 1,40% negativo e nos últimos cinco anos de 1,05% negativo, o que denota um prejuízo considerável em relação às empresas constantes da lista do presente índice.

O índice S&P Global Clean Energy Index (SPGTCED) procura medir o desempenho de empresas envolvidas em negócios de energia limpa global tanto de mercados desenvolvidos quanto emergentes, com um número alvo de 100 componentes¹⁷⁴. O gráfico deste índice, que mede a evolução nos últimos dez anos, é positivo, realizando um retorno anual médio de 13,37% positivo (Figura 6). Em 2022, o retorno acumulado foi de 5,15% positivo e de 1,38% negativo nos últimos doze meses.

¹⁷³ Figura 5. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-emerging-largemidcap-carbon-control-index/#overview>.

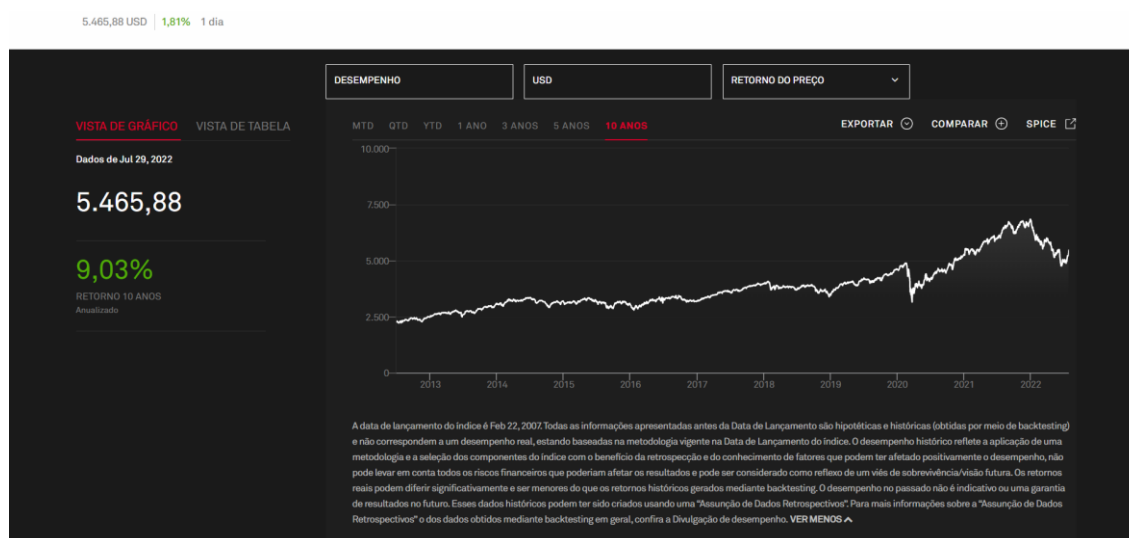
¹⁷⁴ Figura 6. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-global-clean-energy-index/#overview>.

Figura 6 - Índice S&P Global Clean Energy



Há também o índice S&P Global Water Index (SPGTAQD), que proporciona exposição líquida e negociável para 50 empresas de todo o mundo que atuam em negócios relacionados com a água¹⁷⁵. O gráfico deste índice, que mede a evolução nos últimos dez anos, é positivo, realizando um retorno anual médio de 9,03% positivo (Figura 7). Em 2022, o retorno acumulado foi de 20,13% negativo e de 14,06% negativo nos últimos doze meses.

Figura 7 - Índice S&P Global Water



175 Figura 7. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-global-water-index/#overview>.

Em relação a alguns índices mais recentes, destacam-se dois: o S&P/B3 Brazil ESG Index (SPBRESBP) e o S&P North America and Europe Clean Energy Index (SPNECEUP). O primeiro é um índice amplo que procura medir a performance de títulos que cumprem critérios de sustentabilidade e é ponderado pelas pontuações ESG da S&P DJI. O índice exclui ações com base na sua participação em certas atividades comerciais, no seu desempenho em comparação com o Pacto Global da ONU (UNGC em inglês) e também empresas sem pontuação ESG da S&P DJI¹⁷⁶. Já o segundo visa medir o desempenho de 100 das maiores empresas em negócios globais relacionados à energia limpa da América do Norte e Europa¹⁷⁷.

O retorno do *S&P/B3 Brazil ESG Index* nos últimos cinco anos é de 3,29%, enquanto no ano de 2022 é de 12,40% negativo e de 25,47% negativo nos últimos doze meses. Nos últimos três anos é de 6,64% negativo (Figura 8).

Figura 8 - Índice S&P/B3 Brazil ESG

NOME DO ÍNDICE ▾	1 DIA	MTD	QTD	YTD	1 ANO	3 ANOS Anualizados	5 ANOS Anualizados	10 ANOS Anualizados
Dow Jones Sustainability Chile Index	-0,35%	5,00%	5,00%	14,39%	12,01%	-5,48%	-4,54%	NA
S&P/IPS	-0,01%	6,24%	6,24%	15,49%	13,86%	-3,15%	-3,38%	-1,23%
S&P/IPS ESG Tilted Index	1,38%	9,84%	9,84%	6,66%	-6,35%	-11,53%	-9,21%	NA
S&P Latin America Emerging LargeMidCap ESG Index	1,27%	5,28%	5,28%	1,60%	-9,53%	-8,64%	-4,77%	-5,76%
S&P Latin America LargeMidCap Carbon Efficient Index	0,61%	4,03%	4,03%	-0,62%	-19,14%	-10,28%	-5,46%	-5,77%
S&P/B3 Brazil ESG Index	0,13%	5,47%	5,47%	-12,40%	-25,47%	-6,64%	3,29%	NA
S&P/BMV Total Mexico ESG Index	0,19%	2,51%	2,51%	-10,36%	-9,09%	6,35%	-0,64%	NA
S&P/BVL Peru General ESG Index	-0,41%	4,39%	4,39%	-11,48%	-4,61%	-5,86%	NA	NA
S&P/BVL Peru Select ESG Tilted 20% Capped Index	-0,48%	4,45%	4,45%	-13,24%	-7,76%	-3,78%	-0,17%	NA

Já o retorno do índice North America and Europe Clean Energy Index, criado em novembro de 2021, é de 2,04% positivo até o momento (Figura 9).

¹⁷⁶ Figura 8. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-b3-brazil-esg-index/#overview>.

¹⁷⁷ Figura 9. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/sp-north-america-and-europe-clean-energy-index/#overview>.

Figura 9 - S&P North America and Europe Clean Energy

NOME DO ÍNDICE ▾	1 DIA	MTD	QTD	YTD	1 ANO	3 ANOS Anualizados	5 ANOS Anualizados	10 ANOS Anualizados
S&P EuroUSA Japan 100 ESG Select Equal Weight 5% Decrement Index	0,94%	5,96%	5,96%	-11,78%	-7,21%	0,86%	0,43%	4,43%
S&P EuroUSA Japan 100 ESG Select Equal Weight Index	0,94%	6,09%	6,09%	-11,09%	-5,00%	3,59%	3,00%	7,15%
S&P IPSA ESG Tilted Index	1,38%	9,84%	9,84%	6,66%	-6,35%	-11,53%	-9,21%	NA
S&P/BMV IPC ESG Tilted (Heavy) Index	0,00%	0,70%	0,70%	-12,79%	-9,11%	4,65%	-2,48%	NA
S&P/BMV IPC ESG Tilted (Light) Index	0,03%	1,06%	1,06%	-12,04%	-7,86%	4,55%	-2,04%	NA
S&P/BMV IPC ESG Tilted (Moderate) Index	0,02%	0,93%	0,93%	-12,36%	-8,34%	4,57%	-2,23%	NA
S&P/BMV IPC ESG Tilted Index	0,01%	0,79%	0,79%	-12,63%	-8,81%	4,60%	-2,43%	NA
S&P/BVL Peru Select ESG Tilted 20% Capped Index	-0,48%	4,45%	4,45%	-13,24%	-7,76%	-3,78%	-0,17%	NA

Por fim, destacam-se duas listas de índices. A primeira é a dos destacados locais ESG panregionais¹⁷⁸. E a segunda é uma lista de outras índices ESG que abrangem estratégias que vão desde aquelas que simplesmente excluem as empresas envolvidas em práticas controversas até aquelas que se concentram exclusivamente nas preocupações ambientais e de responsabilidade social¹⁷⁹.

Prosseguindo no tema, nota-se, da B3, a carteira ISE B3 – 2022, que é composta das empresas listadas na Figura 10. A carteira reúne 46 ações, de 46 companhias, pertencentes a 27 setores. Juntas, as companhias somam R\$ 1,74 trilhão em valor de mercado, 38,26% do valor total de mercado das companhias com ações negociadas na B3, com base no fechamento. Desde que foi criado, em 2005, o ISE B3 apresentou performance de 267,06% contra 228,42% do Ibovespa (base de fechamento em 30/12/2021). No mês de dezembro de 2022, o ISE B3 teve ainda menor volatilidade: 16,72% em relação a 19,71% do Ibovespa^{180,181,182}.

¹⁷⁸ Figura 10. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/index-family/esg/featured-local/pan-regional/#indices>.

¹⁷⁹ Figura 10. Gráfico retirado do índice analisado. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/index-family/esg/core-esg/other/#indices>.

¹⁸⁰ B3. B3 divulga carteiras de seus principais índices ESG: essa é a primeira carteira válida para o recém-lançado igptw b3 e também a primeira do ise b3 a vigorar considerando a nova metodologia. Essa é a primeira carteira válida para o recém-lançado IGPTW B3 e também a primeira do ISE B3 a vigorar considerando a nova metodologia. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/carteiras-de-indices-esg.htm. Acesso em: 20 dez. 2023

¹⁸¹ B3. **Raio-x das 46 empresas que compõem a carteira ISE B3 2022**: ise b3 2022. ISE B3 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ise-b3-2022.htm. Acesso em: 23 dez. 2023.

¹⁸² A B3 possui também outro índice ESG, o GPTW, que possui uma relação de 47 empresas.

Figura 10 - Gráfico Pan Regional

Carteira ISE B3 – 2022*			
AES BRASIL	CIELO	ITAUUNIBANCO	RUMO S.A.
AMBIPAR	COPEL	KLABIN S/A	SANTANDER BR
AMERICANAS	COSAN	LIGHT S/A	SIMPAR
AREZZO CO	CPFL ENERGIA	LOJAS RENNER	SUL AMERICA
AZUL	DEXCO	M.DIASBRANCO	SUZANO S.A.
BRADESCO	ECORODOVIAS	MAGAZ LUIZA	TELEF BRASIL
BRASIL (BANCO DO BRASIL)	ENERGIAS BR	MINERVA	TIM
BRASKEM	ENGIE BRASIL	MOVIDA	VIA
BRF SA	FLEURY	MRV	VIBRA
BTGP BANCO	GRUPO NATURA	NEOENERGIA	WEG
CCR SA	IOCHP-MAXION	P.ACUCAR-CBD	
CEMIG	ITAUSA	RAIADROGASIL	

Não se intenta aqui, pelo tamanho pretendido do trabalho, analisar individualmente cada empresa para identificar seus resultados, até porque teríamos que verificar também o quanto e como ocorrem os investimentos em ESG e como ele se relaciona com o retorno dos acionistas: o lucro. Entretanto, é de se notar que o conjunto de empresas que investem em ESG e são aceitas no índice ISE B3

demonstra que, na média, há sim um retorno positivo entre investimentos em ESG e lucro.

Prosseguindo, o próximo cenário a ser analisado é o de outros estudos acadêmicos realizados ao redor do mundo. Para tanto, usaremos dois artigos: i) *Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature*, de Hao Liang e Luc Renneboog, publicado na ECGI, em setembro de 2020; e ii) *Corporate social responsibility and firm's financial performance: a new insight*, de Faisal Mahmood, Faisal Qadeer, Usman Sattar, Antonio Ariza-Montes, Maria Saleem e Jaffar Aman, publicado na MDPI, em maio de 2020.

Ambos os artigos tratam da análise da CSR, dentro do contexto da Agenda ESG, e do retorno dessas práticas empresariais sustentáveis aos acionistas.

O primeiro artigo sublinha que as métricas ESG utilizadas no mercado possuem diferenças entre si, em razão de diferentes metodologias utilizadas, o que implica na possibilidade de uma empresa ter uma pontuação positiva em um índice e neutra em outro. Falta, portanto, concordância quanto às classificações e métricas avaliativas a serem utilizadas¹⁸³.

Constatou-se, também, que os relatórios de sustentabilidade têm iguais problemas, ou seja, na forma em que cada empresa divulga seus dados – se divulgados – e na extensão dessa divulgação. Essa inconstância de informação afeta o mercado, notadamente no que tange à escolha dos investidores e consumidores, mas também afeta a própria Agenda ESG, pois permanece indefinida em termos essenciais, abrindo as comportas para uma atuação com o intento de fraudar a vontade das partes interessadas, o chamado *greenwashing*.

O estudo também notou que ações relativas às companhias socialmente mais irresponsáveis, como aquelas da “indústria do pecado” (álcool, tabaco, etc), têm retornos de curto prazo maiores para os fundos de investimentos do que as empresas socialmente mais responsáveis, visto que a otimização do portfólio, ao limitar o universo de investimento para cumprir os requisitos ESG, induz a um custo com consequente retornos menores. Os fundos especializados em ESG, por outro lado, na média histórica, não oferecem retornos substancialmente maiores que os fundos convencionais, operando com resultados semelhantes. Os autores identificaram, ainda, que fundos ESG têm entradas maiores de capital do que fundos convencionais

¹⁸³ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. ***Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature***. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 11.

e que os investidores mantêm seus investimentos por mais tempo, mesmo com retornos aquém do esperado, pois apostam e entendem que os seus investimentos visam um retorno de longo prazo, de acordo com as responsabilidades sociais e ambientais¹⁸⁴.

Atualmente, persiste a falta de consenso quanto ao impacto positivo ou negativo do investimento baseado em critérios ambientais, sociais e de governança (ESG) no desempenho financeiro. A ponderação de fatores ESG pode potencialmente resultar em retornos esperados mais baixos, uma vez que um alto índice ESG pode reduzir o risco, influenciando a expectativa de retornos. Esta perspectiva encontra respaldo em estudos científicos, contudo, há quem sustente que as estratégias ESG oferecem um desempenho superior sem margem para dúvidas. É importante observar que tais assertivas muitas vezes refletem posicionamentos ideológicos, moldando a interpretação dos fatos de acordo com uma visão predefinida da realidade¹⁸⁵.

Os autores identificaram, na condensação e análise dos estudos realizados acerca do retorno ESG, que os investidores sustentáveis contribuem para um aumento no custo de capital das empresas mais ambientalmente arriscadas, exercendo pressão eficaz sobre essas empresas para reformas¹⁸⁶.

Ainda, identificaram na literatura que os fundos de investimentos ativistas, isto é, que participam ativamente da gestão empresarial, impondo caminhos a seguir, contribuem para um acréscimo no valor da empresa. De maneira geral, constata-se que o ativismo relacionado à responsabilidade social corporativa frequentemente aprimora as práticas ambientais, sociais e de governança (ESG), além de impulsionar as vendas corporativas. Esse engajamento se revela lucrativo para os ativistas e desafia a ideia de que fundos ativistas e empresas adotam práticas de CSR exclusivamente por motivos de marketing ou reputação. A participação em questões sociais e ambientais também tende a gerar retornos positivos, contribuindo para melhorias no desempenho operacional e na governança corporativa¹⁸⁷.

¹⁸⁴ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a revivie of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 13-15.

¹⁸⁵ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a revivie of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p.16.

¹⁸⁶ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a revivie of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 16.

¹⁸⁷ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a revivie of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 19-21.

Os autores também abordam a questão do mercado de títulos e empréstimos verdes. Em 2019, esse mercado global registrou uma emissão de aproximadamente US\$ 258 bilhões, marcando um aumento de 50% em comparação com o ano anterior. A maior parte desse mercado (94%) é composta por títulos verdes, enquanto o restante refere-se a empréstimos verdes. A Europa lidera em termos de emissões, representando 45%, e também experimenta o crescimento mais acelerado. Os mercados da Ásia-Pacífico e da América do Norte respondem por 25% e 23% das emissões, respectivamente. No momento, o montante total de títulos verdes em circulação atinge aproximadamente US\$ 750 bilhões¹⁸⁸.

Os emissores de títulos verdes¹⁸⁹ abrangem diversos setores, incluindo o governo, com participação de agências nacionais e supranacionais (como o Banco Europeu de Investimento), bancos e empresas. Notavelmente, empresas do setor de energia representam aproximadamente 20% das emissões de títulos verdes. Vale destacar que o impulso em direção ao investimento verde não é promovido exclusivamente pelos governos; uma parcela significativa da demanda por ativos ecologicamente corretos provém de investidores preocupados com a possibilidade de as mudanças climáticas resultarem na erosão da riqueza a longo prazo¹⁹⁰.

Investidores institucionais estão antecipando um acentuado aumento na demanda por ativos ecologicamente corretos. A BlackRock, por exemplo, projeta que os fundos sustentáveis passivos atingirão a marca de US\$ 400 bilhões até 2028.

A questão central que surge, portanto, está relacionada à eficiência desses títulos verdes, especialmente quando comparados aos títulos convencionais. A maior parte dos estudos existentes sobre o tema se concentra no impacto do desempenho da CSR de uma empresa em seu custo de dívida ao emitir títulos convencionais. Essas pesquisas revelam que um desempenho sólido em CSR é recompensado com rendimentos mais baixos em títulos corporativos e que pontuações elevadas de CSR estão correlacionadas negativamente com o risco financeiro¹⁹¹.

¹⁸⁸ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 23.

¹⁸⁹ Os títulos verdes não são emitidos para fins de financiamento geral de governos ou corporações, mas para projetos específicos rotulados como ecologicamente corretos, como energia renovável, construções verdes ou conservação de recursos. Para merecer esse rótulo, o título verde precisa cumprir os Princípios de Títulos Verdes.

¹⁹⁰ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 23.

¹⁹¹ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 24.

Por seu turno, os trabalhos científicos que estudam diretamente os títulos verdes e os comparam com os convencionais, utilizando-se das mesmas características de análise (maturidade semelhante, moeda, classificação de crédito, estrutura do título, senioridade, garantia e tipo de cupom), demonstram que os títulos verdes são emitidos com um pequeno prêmio de rendimento negativo de 2 pontos-base (em relação aos títulos convencionais). A alta demanda por títulos verdes da parte de investidores dispostos a financiar a transição ambiental permite aos emissores reduzirem ligeiramente o custo de sua dívida por meio de títulos verdes¹⁹².

Outros estudos comparativos, mas sem uma metodologia rígida de correspondência, indicam ou nenhum prêmio de rendimento para títulos verdes ou um rendimento negativo entre 8 e 26 pontos-base. Outros estudos indicam, outrossim, que quando uma empresa anuncia a emissão de títulos verdes, o preço de suas ações reage positivamente entre 0,5 e 1,5%. A reação do preço das ações é mais forte para títulos verdes certificados e para emissores primários de títulos verdes¹⁹³. Ainda, constatou-se que após a emissão, a porcentagem do capital em circulação detida por investidores verdes e de longo prazo aumenta, bem como a propriedade institucional tende a aumentar em empresas com menor risco climático¹⁹⁴.

Conclusão parecida com o segundo estudo trazido para análise. Este utiliza como base teórica comparativa uma extensa revisão de literatura acerca das iniciativas empresariais baseadas em investimentos sociais, ambientais e de governança e como isso afeta o retorno do lucro. O estudo, porém, vai adiante e, por meio de um estudo empírico, com coleta extensa de dados, utilizando-se de uma metodologia, segundo os autores, pouca utilizada, da visão baseada em recursos, chega a resultados parecidos com os acima demonstrados, motivo pelo qual o utilizamos¹⁹⁵.

Para os fins da presente dissertação, o que se colhe de importante é que se identificou um impacto positivo direto da percepção de CSR no desempenho financeiro percebido, contábil e de mercado. Os autores também encontraram um

¹⁹² LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 24.

¹⁹³ Um dos estudos utilizados como análise pelos autores concluiu que os títulos verdes, na média, de fato trazem resultados ambientais positivos, diminuindo, por exemplo, as emissões de CO₂.

¹⁹⁴ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 25.

¹⁹⁵ MAHMOOD, Faisal; QADEER, Faisal; SATTAR, Usman; ARIZA-MONTES, Antonio; SALEEM, Maria; AMAN, Jaffar. **Corporate social responsibility and firm's financial performance: a new insight**. MDPI, *Journal Sustainability*, 2020, p. 3-4.

impacto positivo e estatisticamente significativo da divulgação de CSR no desempenho financeiro percebido, contábil e de mercado, o que implica em dizer que a divulgação de CSR está fortemente vinculada ao desempenho financeiro baseado em contabilidade¹⁹⁶.

Já na relação da divulgação do CSR e da performance financeira da empresa, tem-se um efeito levemente positivo e estatisticamente irrelevante. Há poucas evidências do impacto da divulgação de CSR na vantagem competitiva, que se traduz em desempenho financeiro baseado em contabilidade e mercado¹⁹⁷.

Destarte, a pesquisa conclui existir alguma vantagem competitiva que se traduz em algum desempenho financeiro para as empresas que investem e divulgam suas políticas de CSR¹⁹⁸.

Esses dados, em conjunção com os estudos trazidos no subtópico anterior, fazem concluir que os investidores como um conjunto global, apesar de entenderem importante a Agenda ESG e aceitarem sacrifícios a curto prazo, permanecem fiéis ao ideal capitalista e por meio de seus investimentos esperam um retorno financeiro positivo. Os investidores, considerados de forma global, estão dispostos a aguardar retornos e se sacrificarem até um certo limite.

Ou seja, a Agenda ESG em relação às empresas deve ser vista e entendida em conjunto com o objetivo primordial destas: o lucro, como será adiante melhor delineado. A promessa ESG, neste sentido, deve ser direcionada a um lucro de médio e longo prazo, baseado na sustentabilidade e em retornos condizentes com a espera.

Outra conclusão é que a Agenda ESG, no que diz respeito às empresas listadas em mercado de capitais, como um todo e na média, a priori vem dando um retorno de médio e longo prazo positivo. O que preocupa é que no último ano o retorno negativo é bastante acentuado; a ver se este resultado negativo é reflexo da crise causada pela pandemia de COVID-19 e pela guerra Rússia x Ucrânia ou se demonstra uma tendência futura.

¹⁹⁶ MAHMOOD, Faisal; QADEER, Faisal; SATTAR, Usman; ARIZA-MONTES, Antonio; SALEEM, Maria; AMAN, Jaffar. **Corporate social responsibility and firm's financial performance: a new insight**. MDPI, *Journal Sustainability*, 2020, p. 14.

¹⁹⁷ MAHMOOD, Faisal; QADEER, Faisal; SATTAR, Usman; ARIZA-MONTES, Antonio; SALEEM, Maria; AMAN, Jaffar. **Corporate social responsibility and firm's financial performance: a new insight**. MDPI, *Journal Sustainability*, 2020, p. 14.

¹⁹⁸ MAHMOOD, Faisal; QADEER, Faisal; SATTAR, Usman; ARIZA-MONTES, Antonio; SALEEM, Maria; AMAN, Jaffar. **Corporate social responsibility and firm's financial performance: a new insight**. MDPI, *Journal Sustainability*, 2020, p. 15.

É certo que a pequena pesquisa aqui realizada neste subtópico não é exauriente e pode – e deve – ser complementada por outras pesquisas, especialmente com análises mais pormenorizadas das empresas que investem – ou dizem investir – na Agenda ESG, no afã de averiguar se este investimento é real (*greenwashing*), qual sua intensidade e seu custo e como ele se relaciona com o retorno financeiro da empresa, notadamente se analisado em contraparte com o retorno de empresas que não investem na referida agenda. Por mais, parece-nos evidente que este é um trabalho de longo prazo, uma vez que sendo a Agenda ESG voltada à sustentabilidade, ela necessariamente diz respeito a retornos de médio e longo prazo.

À vista disto, é lícito concluir que os investimentos em ESG, na média, fornecem um retorno financeiro adequado aos acionistas e, portanto, não possuem o condão de desnaturar a função primordial da empresa, segundo a doutrina do *shareholder*. Voltaremos a este ponto adiante. Agora, entendemos necessário tecer linhas acerca do conceito de empresa no direito brasileiro e, por consequente a sua finalidade, a responsabilidade do administrador no direito brasileiro e a sua relação com a Agenda ESG.

Por fim, à guisa de conclusão do presente capítulo, nos parece que o paradigma neoclássico que poderia considerar as questões que envolvem responsabilidade social corporativa e ESG como desnecessárias e inconsistentes com a maximização do valor aos acionistas (lucros), fora ultrapassado. Além disso, a contemporaneidade da prática empresarial e da teoria do *shareholder* demonstram que essas questões acerca da CSR (e ESG) foram superadas, uma vez que contribuem para a geração de valor ao acionista, e desde que realizadas com esse fito – de gerar valor e retorno financeiro, mesmo que a longo prazo –, adequam-se e coadunam-se com a doutrina da maximização do valor do acionista (que evidentemente fora marinada por notas típicas da doutrina dos *stakeholders*)¹⁹⁹.

Destarte, não nos parece que a Agenda ESG seja contrária, por si só, à doutrina do capitalismo de *shareholder*, desde que se busque a sua efetivação em prol de um retorno financeiro, mesmo que sustentável e a longo a prazo.

¹⁹⁹ LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a revieve of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGI., 2020, p. 11.

4. Empresa e administrador no contexto do direito brasileiro

O caminho trilhado até aqui percorre, notadamente, as estradas sedimentadas no contexto internacional, especialmente anglo-saxão, e o fez porque este influencia o direito societário pátrio, bem como o direito societário de outras partes do globo.

Essa influência, porém, tem limites. E os limites são a Constituição Federal e o ordenamento jurídico brasileiro que a permeia. Diante disso, torna-se necessário tecer linhas acerca do contexto da empresa no direito brasileiro para, então, analisar a responsabilidade do administrador no direito brasileiro e enfrentar, definitivamente, a questão a que se propôs responder na presente dissertação.

4.1. Evolução histórica da empresa no direito brasileiro e atual conformação

Pontua-se, inicialmente, que não se pretende esgotar o tema da evolução histórica do direito empresarial brasileiro, mas tão somente fazer a moldura necessária para que se possa cumprir com os fins pretendidos no presente trabalho²⁰⁰.

O direito empresarial tem em suas origens o nascimento diante de uma necessidade prática das atividades dos mercadores, tendo como embrião os costumes dos mercadores e regras das corporações de ofício que tinham como intento disciplinar a atividade mercantil daqueles que são inscritos naquela corporação específica.

Criou-se um direito comum e um especial, sendo este julgado por tribunais especializados. A partir disto, nasce, também, a teoria estatutária, a qual defende que os estatutos mercantis se vinculam apenas aos membros das corporações. Após, passam a disciplinar também as relações com aqueles que trabalhavam para os membros corporativos e, com o tempo, a abranger a todos que de fato praticassem atos relacionados à matéria de comércio, o que, com o tempo, ficou conhecido, a partir da doutrina e ordenamento francês, como atos de comércio. Era, destarte, um direito

²⁰⁰ Para um estudo completo sobre o tema, sugerimos a obra de Paula Forgioni: **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**, São Paulo: RT; e a dissertação de mestrado de Giovani Ribeiro Alves: ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Codificação e não codificação**. 2014. 140 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2014. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/xmlui/handle/1884/35346>. Acesso em: 20 nov. 2022.

subjetivo em seu início, que passou a ser objetivo a partir da codificação dos atos de comércio.

É a partir deste momento que no Brasil iniciam-se os estudos do direito empresarial, bem como sua definitiva implementação, imprimindo, no entanto, traços mistos entre o objetivo e o subjetivo.

No contexto brasileiro, comerciante era quem exercia a mercancia como profissão habitual. A matéria que envolvia o direito comercial era de jurisdição e, assim, atraía aqueles que negociavam com comerciantes, inclusive os consumidores. No caso brasileiro, o direito comercial não se reduzia apenas aos atos de comércio (aspecto objetivo), mas também à atividade dos comerciantes em si, estatuidos direitos e obrigações (aspecto subjetivo).

O direito se preocupava mais com a atividade mercantil – com os atos de comércio – do que com a atividade da empresa. A atividade da empresa era parte dos atos de comércio. Este, em resumo, é o primeiro período do direito empresarial no Brasil.

O segundo período do direito empresarial surge com o advento do fascismo e do corporativismo, que criaram o código civil italiano de 1942. Este código deslocou o ponto focal da discussão dos atos de comércio para a empresa e influenciou decisivamente a doutrina e a legislação brasileira.

Denota-se, portanto, que o segundo período do direito brasileiro é marcado, em sua essência, por um dirigismo estatal. Neste sentido, o berço da concepção de empresa – Itália – que foi trazida ao Brasil tem como essência a ideia de que a empresa deve viabilizar o interesse público e a ordem pública. Os interesses de produção são interesses nacionais; assim, a empresa é responsável pela consecução do interesse nacional. A empresa – e o empresário – não é (são) erigida (os) ao centro do direito italiano em prol de uma liberdade econômica, de lado contrário, o é na forma de um instrumento para a implementação das políticas e objetivos estatais. A empresa interessa sempre a comunidade e dela não pode dissociar a sua atividade; o Estado assume as funções de supervisão e coordenação da atividade empresarial²⁰¹.

A empresa torna-se o centro dos estudos jurídicos, sendo a atividade produtiva um dos pontos de maior destaque. Os fatores de produção passam a ser o foco dos estudos, enquanto o empresário não é mais tido como uma categoria de

²⁰¹ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 50-55.

comerciante, mas o contrário; isto é, o comerciante é um tipo de empresário. A empresa é agora vista como uma forma de organização típica da economia moderna, dando unidade ao direito (à época denominado de) comercial²⁰². Existe uma evolução da noção de ato para atividade²⁰³.

Ainda, nessa segunda fase, a doutrina entendia que “nos estados modernos, a dimensão da empresa faz presumir seu caráter público”²⁰⁴.

A empresa é compreendida como o ente que organiza os fatores de produção. Ao lado dos trabalhadores, capitalistas e proprietários, encontra-se o empresário, sendo o papel deste o de “conjugador os bens do proprietário, as faculdades do trabalhador, e o capital do capitalista”²⁰⁵.

Denota-se, destarte, mesmo que indireta e brevemente nesta dissertação, que houve um esforço doutrinário para a superação e até mesmo esquecimento da origem fascista do conceito de empresa e empresário²⁰⁶.

A livre iniciativa e a livre concorrência passam a fundamentar o conceito e a atuação da empresa, marcando decisivamente o seu perfil. A empresa passa, portanto, de um instrumento para a consecução dos objetivos estatais para vocacionar um papel-chave na economia de mercado de um mundo que se tornava cada vez mais globalizado²⁰⁷.

A empresa, especialmente a grande empresa, já não é mais vista como uma extensão do empresário e do seu árduo trabalho e privilegiada visão, mas, sim, como uma tecnoestrutura dependente de órgãos e profissionais capacitados²⁰⁸.

Com a evolução dos estudos, entendimentos e compreensão da empresa, a visão que se tem do ente empresarial paulatinamente deixa de ser estática – estudo

²⁰² FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 44.

²⁰³ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 49.

²⁰⁴ PAPI, Giuseppe. **Principii di economia**, vol. 1. 10. ed. Padova: Cedam, 1950, p. 98 e ss apud FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 47.

²⁰⁵ MARCONDES, Sylvio. **Do conceito de empresa**, p. 5. apud FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 49.

²⁰⁶ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 58-59.

²⁰⁷ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 61.

²⁰⁸ COMPARATO, Fábio. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**, São Paulo: RT, 1970, p. 67, apud FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 64.

dos custos de transação, forma de organização, estabelecimento comercial, isto é, como uma *fattispecie* – para se tornar dinâmica. Ou seja, começa-se a compreender que a empresa não é um ente isolado em si mesmo, mas, sim, que se relaciona, influencia e é influenciada pelos demais atores do mercado em que atua. A empresa é um ente vivo. A empresa só existe diante da relação com outras empresas e com outros agentes econômicos e sociais. Esta é a terceira e atual fase do direito empresarial: a compreensão da dinamicidade da empresa e de que ela deve ser compreendida em seu aspecto pragmática, diante das suas relações econômicas e sociais e das consequências dessas relações. A empresa, hoje, tem como pressuposto “de que sua atividade somente encontra função econômica, razão de ser, no mercado”. A empresa conforma e é conformada pelo mercado²⁰⁹.

A empresa não existe como algo metafísico e dissociado da realidade; a empresa atua e o seu campo de atuação é no mercado, diante de uma complexa teia de relações contratuais. A empresa é um agente econômico. O complexo produtivo hodierno não é mais visto como um estoque de bens ou um estabelecimento comercial, mas, sim, como feixes de relações contratuais. A empresa por meio do seu atuar, que é externalizado pelos contratos que celebra, cria e conforma o mercado, ao mesmo tempo em que é influenciada e aparada pelo próprio mercado em uma complexa miríade de relações econômicas e sociais, sempre regidas por contratos entabulados entre agentes econômicos.

Essas últimas constatações, do atual andar do direito empresarial, são essenciais para a compreensão e conclusão da presente dissertação, conforme se voltará adiante no tema.

4.2. Das diferentes visões da empresa e de sua função social

Feito o necessário resgate histórico – mesmo em brevíssimo resumo – é necessário tecer considerações acerca das teorias contratualistas e institucionalistas do interesse social da empresa. Em que pese guardarem relação com o discutido na primeira parte desta dissertação, especialmente no primeiro e segundo capítulo, entende-se que, apesar da similitude, não se trata das mesmas abordagens e, traz-

²⁰⁹ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 72-73.

se neste ponto, pois, mais adequado com a construção da temática com o direito brasileiro.

4.2.1. Teoria contratualista do interesse social da empresa

A teoria contratualista²¹⁰ tem como principal fundamento a definição da sociedade como uma relação contratual, que envolve, exclusivamente, o interesse dos sócios contratantes.

Essa primeira constatação leva a uma segunda, dividindo a teoria contratualista, quando vista em sua essência, em duas vertentes, pois, de quais sócios estaríamos a falar? Dos atuais ou daqueles que fundaram a sociedade? A primeira vertente entende o interesse social como aquele oriundo exclusivamente dos sócios que compõem o quadro societário da empresa naquele determinado momento, enquanto a segunda vertente compreende o interesse social como aquele oriundo dos sócios atuais e futuros, ganhando força o interesse da preservação da empresa²¹¹.

Nesta primeira vertente, o interesse social não é um conceito abstrato, mas, sim, concreto, definível a partir dos interesses dos sócios, rebatido em eventuais conflitos de interesse. Como o contrato social é um contrato de execução continuada, o interesse social é estampado pelo interesse dos sócios, isto é, do grupo dos sócios como um todo, podendo ser continuamente revisto, modificado e, até mesmo, desconsiderado, neste caso quando se tratar de decisão unânime dos sócios²¹².

O interesse dos sócios que importa para a doutrina majoritária contratualista não é qualquer interesse, mas tão somente aquele ligado à atividade empresarial, pois, caso contrário, poder-se-ia dizer que os interesses próprios dos acionistas se confundiriam com os interesses dos acionistas enquanto sócios da empresa, como, por exemplo, no caso de uma empresa familiar, onde os sócios podem ter interesses em comum, mas que se refletem ao seio familiar e não empresarial²¹³.

²¹⁰ A teoria contratualista do interesse social guarda relações com a teoria do *shareholder* – e a teoria da firma –, pois esta visa como finalidade da empresa a maximização do valor do acionista, e aquela entende que o interesse social é o interesse declarado dos sócios. Evidente que o interesse declarado dos sócios pode não ser a maximização do valor econômico da empresa, por isto que as duas teorias não se confundem, em que pese guardarem similitude.

²¹¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. Editora Saraiva. Edição do Kindle, p. 36.

²¹² SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. Editora Saraiva. Edição do Kindle, p. 36.

²¹³ VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p. 37.

Outra questão que surge em relação ao tema perante à teoria contratualista é a respeito do papel do interesse social nas deliberações assembleares. Uma parte da doutrina argumenta que os sócios têm a obrigação de votar de acordo com o interesse social, priorizando o bem coletivo sobre seus interesses individuais. Nessa visão, o voto é considerado um poder-dever, com implicações para o coletivo, e deve ser exercido de acordo com a finalidade estabelecida pela lei. Por outro lado, uma segunda abordagem sustenta que os sócios têm a liberdade de buscar seus interesses pessoais externos à sociedade, desde que não entrem em conflito com o interesse comum. Nesse contexto, o voto não deve prejudicar outros sócios ou comprometer o interesse coletivo. Apesar das divergências entre as correntes da teoria contratualista, em resumo, há uma convergência na concepção do interesse social como equivalente ao interesse comum dos sócios²¹⁴.

Este primeiro momento do contratualismo implica em racionalizar que o interesse da sociedade é o interesse do sócio. Ao sócio seria permitido utilizar a sociedade em seu único e exclusivo interesse²¹⁵.

Com a integração entre direito societário e mercado de capitais, esta primeira fase do contratualismo, pouco a pouco, diante da força da realidade, deixa de fazer sentido, evoluindo no conceito de um contratualismo moderno. Nasce a concepção de conservação da empresa, visto que diante de um mercado de capitais disperso, isto é, com altos volumes de compra e venda de ações, não tem mais sentido em se falar em interesse social gravitante em torno dos atuais sócios, pois amanhã podem não mais sê-los e terem tomado decisões que influenciaram – negativamente – os sócios que adquiriram suas ações.

Diante disto e, também, do receio da intervenção judicial na determinação do interesse social, começou-se a prever um interesse abstrato e típico, confundindo-se com os adeptos da teoria do *shareholder*, isto é, que o interesse social era reduzido à maximização do lucro²¹⁶. Respeitosamente, discordamos, pois, diante da realidade de uma empresa limitada ou de capital fechado, onde os sócios podem colocar, a seu

²¹⁴ GUIMARÃES, Luna. **Investimentos Sociais e Direito da Empresa**. 2019. 104 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo - Usp, São Paulo, 2019, p. 50. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-24072020-140237/pt-br.php>. Acesso em: 20 nov. 2023.

²¹⁵ GUIMARÃES, Luna. **Investimentos Sociais e Direito da Empresa**. 2019. 104 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo - Usp, São Paulo, 2019, p. 50.

²¹⁶ GUIMARÃES, Luna. **Investimentos Sociais e Direito da Empresa**. 2019. 104 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo - Usp, São Paulo, 2019, p. 37.

próprio critério, o lucro como uma questão secundária, não há como advogar por um interesse único que une os sócios; é, em verdade, ir contra a realidade empírica. O interesse social como busca do lucro só poderia ser compreendido se ligado exclusivamente a uma sociedade anônima aberta, o que também poderia ser visto com ressalvas filosóficas, pois tal doutrina deduz que todos os acionistas teriam interesse unicamente no lucro, o que não se reflete na realidade²¹⁷.

Em arremate, a teoria contratualista entende que o interesse social pode ser diverso da soma dos interesses dos sócios, mas não há qualquer outro interesse ou fator externo à própria companhia que o influencie; isto é, o interesse social surge diretamente do contrato/estatuto social e da vontade manifesta dos sócios em assembleia²¹⁸.

As teorias contratualistas carregam consigo algumas questões, como, por exemplo: a) o que significa interesse comum dos sócios?; b) qual o papel que esse conceito de interesse social deve desempenhar nas deliberações sociais? O acionista deve perseguir o interesse social? Ou é apenas uma limitação à persecução dos interesses pessoais por parte do acionista? Ou, por fim, tem relevância limitada às hipóteses fixadas por lei?; c) qual o alcance da intervenção judicial nas deliberações assembleares? Poderá chegar ao mérito das deliberações para verificar sua adequação ao interesse social?²¹⁹ Essas questões levaram os juristas e legisladores a buscarem uma maior comunicação da teoria contratualista com a teoria institucionalista, como se verá adiante.

4.2.2. Teoria institucionalista do interesse social

Em contraposição às teorias contratualistas, surgem as teorias de cunho institucionalistas. As teorias de cunho institucionalista têm em sua essência o fundamento de que o interesse social não é tão somente a comunhão dos interesses

²¹⁷ Ademais, como se verá das teorias institucionalistas adiante, se o interesse social é um interesse típico e imutável, então tanto faz atribuí-lo à pessoa jurídica, como ente diverso dos acionistas, ou aos acionistas, como conjunto.

²¹⁸ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. Vol. 2. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraivai, 2014, p. 612.

²¹⁹ VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p 36-37.

dos sócios, mas uma união de interesses que abarcam interesses fora do seio societário, bem como ser a própria empresa uma titular de interesses próprios.

A teoria institucionalista tem suas origens na Alemanha, por meio do trabalho de Walther Rathenau, logo após a Primeira Guerra Mundial, em um contexto de crise econômica e social. Sua teoria serviu, inclusive, de base para a compreensão da empresa no contexto nazifacista²²⁰. Isto é, a empresa serve à nação, a um bem maior, e, portanto, não deveria ter como finalidade a distribuição de lucros aos acionistas, em um atuar egoístico, mas, sim, reinvestir seus lucros na própria empresa ou na sociedade, buscando melhorar o cenário social e redistribuir a riqueza²²¹. “O fim da empresa é construir riqueza para a comunidade, oferecer trabalho, melhorar a técnica, favorecer o progresso científico - não simplesmente buscar lucros para distribuição dos sócios”²²².

Ou seja, a teoria institucionalista busca, em sua essência, justificar a função pública da empresa, e não apenas os interesses privados de seus sócios. Importante, sublinhar que Rathenau se referia em seus textos às grandes empresas, denominadas de macroempresas²²³.

Erasmão Valadão resume a teoria institucionalista em sua primeira fase como²²⁴:

- a) acentuada visão publicística dos problemas da sociedade anônima, vista como forma jurídica típica das grandes empresas, na qual sobrelevam interesses os mais diversos, não apenas os dos acionistas, mas também os dos trabalhadores e seus dependentes, os dos consumidores e, bem assim o interesse coletivo ao desenvolvimento da economia nacional, todos merecedores de tutela legal;
- b) conseqüente reconhecimento à empresa de um interesse próprio, dirigido não à produção de lucros a serem distribuídos aos acionistas, mas à melhor eficiência produtiva da própria empresa, donde a plena justificativa para o autofinanciamento;
- c) tendência a subtrair dos acionistas, pelo menos dos especuladores e rendeiros, o controle da empresa, para confiá-lo a uma administração (Verwaltung) estável e coesa, o quanto possível independente de uma mutável maioria de acionistas, donde a permissão de emissão de ações

²²⁰ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 55.

²²¹ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 56.

²²² FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 56.

²²³ GUIMARÃES, Luna. **Investimentos Sociais e Direito da Empresa**. 2019. 104 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo - Usp, São Paulo, 2019, p. 51.

²²⁴ VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p. 30.

como o voto plúrimo ou reservado a um pequeno número de acionistas, representados na diretoria (Vorstand); e
d) redução de todos os direitos dos acionistas (informação, impugnação de deliberações assembleares, lucros), condicionados ao superior interesse da empresa, em relação à qual aqueles teriam um dever de fidelidade (Treupflicht).

A teoria de Rathenau sobreviveu até meados dos anos 1950, quando começou a ser severa e decisivamente criticada em razão do excesso de independência da administração, quebra da igualdade entre os acionistas e falta de clareza na definição do que seria uma grande empresa²²⁵.

A doutrina institucionalista evoluiu e teve diversas contribuições. Entre elas, é digno de nota, para os fins estreitos da presente dissertação, algumas das consideradas mais influentes para o estado atual da arte.

Otto Von Gierke é o responsável pela teoria institucionalista da pessoa em si. O interesse social não seria o interesse da empresa, mas o interesse da própria sociedade, enquanto pessoa jurídica, distinta dos sócios e demais membros. Não haveria um interesse externo à própria sociedade²²⁶.

Fritz Haussman, que se opunha fortemente à teoria de Rathenau – e de Gierke, também –, entendia que a empresa não era e não poderia ser titular de interesses próprios, reconhecendo, destarte, um emaranhamento de interesses oriundos dos mais diversos sujeitos que tinham alguma relação direta com a empresa, isto é, não só dos acionistas, mas também da administração, credores, trabalhadores. O interesse comum, seria, portanto, a confluência entre esses interesses diversos²²⁷. Inclusive, foi a partir desta teoria capitaneada por Haussman que, na Alemanha, nasceu a ideia da cogestão empresarial, isto é, de representantes de trabalhadores assumindo cargos de gestão na administração²²⁸.

Há, ainda, como marco importante, a teoria da instituição de Maurice Hauriou. Hauriou definiu instituição como uma “organização social, estável em relação à ordem geral das coisas, cuja permanência é assegurada por um equilíbrio de forças ou por

²²⁵ GUIMARÃES, Luna. **Investimentos Sociais e Direito da Empresa**. 2019. 104 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo - Usp, São Paulo, 2019, p.52

²²⁶ VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p. 27-28.

²²⁷ VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p. 28-29.

²²⁸ VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p. 29.

uma separação de poderes, e que constitui, por si mesma, um estado de direito”^{229,230}. Assim, os dois conceitos vitais no direito privado seriam a instituição (que se baseia na colaboração) e o contrato (que se baseia na pura especulação, em que pese, poder estar ligado a uma instituição).

O problema da abordagem de Hariou, segundo seus críticos, é entender a empresa como instituição, isto é, qualificar a empresa como instituição. A aplicação da concepção institucional no contexto empresarial apresenta uma significativa limitação ao confundir a empresa com o empresário, especialmente quando este último é uma entidade coletiva. Aqueles que adotam a perspectiva institucional, com o objetivo de reconhecer legalmente o fenômeno social da "organização", são compelidos, no mínimo, a considerar as sociedades como parte desse conjunto (conforme sugerido por Hauriou e Santi Romano). Nesse sentido, se a instituição é empregada para qualificar tanto a sociedade quanto a empresa (como objeto social), torna-se evidente a dificuldade em estabelecer uma distinção clara entre ambas²³¹.

No entanto, é notório que segundo os adeptos da doutrina institucional, o interesse social não se confundiria com o simples interesse coletivo dos sócios. Pelo contrário, seria associado ao interesse superior da própria instituição, resultando assim em desdobramentos equiparáveis à teoria empresarial em si.

A diferença entre a primeira fase do institucionalismo – de Rathenau –, que, segundo Calixto Salomão, poderia ser denominado de publicístico, e a segunda fase do institucionalismo – de Hariou, Haussman e tantos outros –, que poderia ser denominado de integracionista, revela-se em suas consequências. O novo institucionalismo, caracterizado por uma abordagem mais orientada para a organização do que para a instituição em si, destaca-se por não priorizar, ao contrário

²²⁹ REQUIÃO, Rubens. **A sociedade Anônima como Instituição**, RDM, n. 18, p. 27. Apud. VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p. 30.

²³⁰ Valladão continua citando: “salientando que ‘as instituições representam em direito, como na história, a categoria da duração, da continuidade e do real; a operação de sua fundação constitui o fundamento jurídico da sociedade e do Estado’. Segundo o mestre francês, ‘uma instituição é uma idéia de obra ou de empresa que se realiza e dura juridicamente em um meio social; para a realização dessa idéia, se organiza um poder que lhe procura os órgãos necessários; por outra parte, entre os membros do grupo social interessado na realização da idéia, se produzem manifestações de comunhão dirigidas por órgãos de poder e reguladas por procedimentos’. Dessa forma, ‘as instituições representam juridicamente a duração, e sua urdidura sólida se cruza com a trama mais frouxa das relações jurídicas passageiras’”. VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p. 30-31.

²³¹ VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993, p. 31.

de seu predecessor, a preservação do conceito de personalidade jurídica. Como resultado dessa abordagem, observa-se que é na Alemanha que a teoria da desconsideração da personalidade jurídica atingiu seu ápice em termos de desenvolvimento teórico e prático²³².

A justificativa para essa mudança de foco ocorre, pois, no modelo alemão de participação operária, ao se possibilitar a formulação teórica e a proteção de um interesse social que transcende o âmbito dos sócios e está ligado à preservação da empresa, estabelecem-se os parâmetros para discutir o tipo de organização mais adequado para garantir esse interesse. Por isso, é denominado "institucionalismo organizativo". A nova abordagem do interesse social também tem implicações para a dinâmica social interna. Diferentemente da concepção contratualista, no institucionalismo, o conflito de interesses, embora exista na prática, não é um requisito teórico para explicar o funcionamento social. Isso significa que a diferença entre um sistema integracionista (como o institucionalismo), que presume a colaboração na busca de um interesse social predefinido, e um sistema autônomo (como o contratualismo), que presume a existência de contraposição interna de interesses, reside na delimitação do objeto do conflito. O institucionalismo alemão restringe o objeto do conflito às questões de rentabilidade e organização, ambas definidas pelo interesse na preservação da empresa. A definição do interesse social como algo distinto dos interesses opostos dos sócios e a suposição de sua busca pelos órgãos sociais não eliminam o conflito de interesses na dinâmica societária. Pelo contrário, reforçam-no, introduzindo representações de interesses efetivamente contrapostos dentro dos órgãos societários²³³.

Em síntese, buscando concluir o tema para os fins do presente trabalho, o institucionalismo entende que a empresa – notadamente a grande empresa – tem relevância acentuada para a sociedade e para o Estado, impactando direta e indiretamente em um e noutro. Em razão dessa relevância, e das consequências, intencionais ou não, dos seus atos, o interesse das grandes empresas não pode ser restrito apenas ao âmbito dos sócios que a compõe; de lado oposto, o interesse social supera o interesse restrito dos sócios da grande empresa, existindo, portanto, um

²³² SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade. Editora Saraiva. Edição do Kindle, p. 42.

²³³ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade. Editora Saraiva. Edição do Kindle, p. 42-43.

interesse superior que advém muitas vezes da contraposição de interesses conflitantes entre os diversos interessados e afetados pela empresa, que devem, mesmo diante de suas vicissitudes, encontrar um interesse comum a todos.

Como último ponto, vê-se que parte das teorias contratuálistas se assemelha às teorias institucionalistas em suas conclusões, em que pese o caminho trilhado ser diferente, o que nos leva à conclusão de que as divergências se dão, muitas vezes, no aspecto teórico e pessoal de cada doutrinador e que na prática da realidade, ambas as teorias têm mais em comum do que gostariam de admitir.

4.2.3. A escolha do Estado brasileiro

Feitos os necessários apontamentos, resta-nos, agora, sublinhar qual é a escolha do legislador brasileiro acerca do interesse social das empresas no Brasil.

De proêmio, é seguro afirmar que o sistema jurídico brasileiro não é nem totalmente contratuálista, nem totalmente institucionalista, mas, sim, algo intermediário, ou melhor dizendo, misto, entre as duas teorias.

O Código Civil brasileiro, por exemplo, principalmente em seu artigo 981 (Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002), toma uma posição contratuálista do interesse social, tendo na definição de sociedade o fato que celebram contrato de sociedade as pessoas que se obrigam a contribuir, reciprocamente, com bens ou serviços, para o exercício da atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados. Ou seja, há pluralidade de pessoas, pluralidade esta concentrada em torno do exercício de uma atividade econômica – e não da criação de uma forma organizativa –, havendo, ainda, uma reciprocidade de obrigações entre os sócios, perante os próprios sócios, e não perante a sociedade²³⁴.

Aliás, o legislador brasileiro, assim como a doutrina e a jurisprudência, sempre teve um acentuado caráter contratuálista. No código comercial de 1850, as sociedades, com exceção das anônimas, detinham um caráter pessoal e contratual, como uma verdadeira extensão da vontade de seus sócios²³⁵.

No entanto, essa tendência puramente contratuálista do interesse social, com o avançar, principalmente da jurisprudência, foi dando lugar a tons de

²³⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade. Editora Saraiva. Edição do Kindle, p. 44.

²³⁵ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 66.

institucionalismo. Isto se depreende, por exemplo, pela evolução do instituto da dissolução de sociedades. No código comercial de 1850, só era possível, por expressa dicção legal, a dissolução total de sociedades. A jurisprudência foi, paulatinamente, evoluindo para admitir a dissolução parcial das sociedades (mesmo contra expressa dicção legal), notadamente em razão do argumento de que nenhum direito pode ser exercido com abuso, bem como de que a empresa tem uma função social que ultrapassa a vontade particular dos sócios e, destarte, existe um interesse na preservação da empresa²³⁶.

A evolução jurisprudencial acerca da exclusão dos sócios também é paradigmática neste sentido. Como ocorreu com a dissolução parcial, a jurisprudência, em nome da preservação da empresa, caminhou no sentido de possibilitar a exclusão do sócio que colocasse em risco a atividade empresarial²³⁷.

Nota-se, portanto, mesmo com nítidas marcas contratualistas, que o direito brasileiro entende que a empresa não se restringe aos únicos interesses dos sócios, mas, de lado contrário, vai além, sendo um centro irradiante de geração e redistribuição de riquezas e fator gerador de progresso social.

Por outro lado, e para o que nos interessa na presente dissertação, a “Lei das S.A” (Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976) realiza uma opção marcadamente institucionalista em parte de suas disposições, ao mesmo tempo em que mantém, em outras, uma opção contratualista.

A “Lei das S/A” busca incentivar a grande empresa no Brasil e, para tanto, a um só tempo, facilita a concentração empresarial e facilita a capitalização das empresas por meio do mercado acionário, criando regras de proteção aos minoritários e deveres aos administradores e controladores²³⁸. “Manifestação dessa tendência é o art. 116, parágrafo único, que estabelece deveres gerais para o acionista controlador com relação aos demais acionistas da empresa, aos trabalhadores e à comunidade em que atua”²³⁹. Uma opção nitidamente institucionalista.

²³⁶ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 67-69.

²³⁷ FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018, p. 69-70.

²³⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade*. Editora Saraiva. Edição do Kindle, p. 44-45.

²³⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade*. Editora Saraiva. Edição do Kindle, p. 45.

Ao mesmo tempo, a função atribuída ao acordo de acionistas, tornando-o nova instância parassocietária de poder, e concedendo poder de prevalência ao interesse do grupo de sócios (muitas vezes o controlador), demonstra um caráter contratualista. Outro exemplo é a oferta pública de aquisição de ações (OPA), ao fechamento de capital, uma vez que essa possibilidade demonstra uma valorização do momento e valor da saída como forma de proteção do acionista minoritário, o que corrobora com a doutrina contratualista moderna²⁴⁰.

Denota-se, portanto, que a “Lei das S/A” não adotou de forma única uma perspectiva ou outra (contratualismo x institucionalismo), mas, sim, adotou uma perspectiva própria do direito brasileiro, longe dos extremos das duas correntes, e buscando conciliar o que cada uma tem de positivo, notadamente, em consonância com os interesses e necessidades socioeconômicas da sociedade brasileira.

Ademais, no contexto brasileiro, não se pode deixar de analisar os princípios e regras constitucionais que regem e iluminam as relações privadas, o que, também, como se demonstrará, leva à conclusão de o que sistema brasileiro do interesse social é misto.

Destacam-se: o preâmbulo (Estado Democrático, destinado a assegurar o exercício dos direitos sociais e individuais, a liberdade, a segurança, o bem-estar, o desenvolvimento, a igualdade e a justiça como valores supremos de uma sociedade fraterna, pluralista e sem preconceitos, fundada na harmonia social e comprometida, na ordem interna e internacional, com a solução pacífica das controvérsias); inciso IV do artigo 1º (valores sociais do trabalho e da livre iniciativa); artigo 3º²⁴¹; inciso XXIII do artigo 5º (função social da propriedade); e artigo 170 (princípios gerais da atividade econômica)²⁴².

²⁴⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade. Editora Saraiva. Edição do Kindle, p. 45.

²⁴¹ I - construir uma sociedade livre, justa e solidária;

II - garantir o desenvolvimento nacional;

III - erradicar a pobreza e a marginalização e reduzir as desigualdades sociais e regionais;

IV - promover o bem de todos, sem preconceitos de origem, raça, sexo, cor, idade e quaisquer outras formas de discriminação.

²⁴² I - soberania nacional;

II - propriedade privada;

III - função social da propriedade;

IV - livre concorrência;

V - defesa do consumidor;

VI - defesa do meio ambiente, inclusive mediante tratamento diferenciado conforme o impacto ambiental dos produtos e serviços e de seus processos de elaboração e prestação;

VII - redução das desigualdades regionais e sociais;

VIII - busca do pleno emprego;

Essas normas jurídicas constitucionais podem ser compreendidas à luz da compreensão da função social da propriedade e dos bens de produção. A função social da propriedade se liga ao pressuposto da própria essencialidade da propriedade privada²⁴³.

Em uma síntese da história econômica e da evolução do pensamento ocidental sobre a vida econômica, demonstra-se que a justificação da propriedade privada sempre esteve associada à proteção do indivíduo e de sua família, visando garantir subsistência. Esse conceito evolui com a evolução da sociedade. Na sociedade contemporânea, a propriedade privada já não é o único, nem o melhor, meio de assegurar a subsistência individual ou familiar. A garantia de emprego e salário justo, bem como benefícios sociais providos pelo Estado, tais como previdência, educação, habitação, transporte e lazer, fazem as vestes do que outrora a mera propriedade privada fazia. Nesse contexto, torna-se evidente que a eficácia da propriedade, enquanto técnica para atender aos interesses individuais e familiares, sempre esteve vinculada à estrutura da relação real e ao caráter absoluto do direito sobre as coisas em relação a todos. Quando esse caráter absoluto pode ser atribuído a outros direitos, estes passam a desempenhar a mesma função anteriormente atribuída à propriedade, relativizando-a²⁴⁴.

Desta forma, hodiernamente a propriedade não pode ser compreendida como uma espécie de instituição única; de lado oposto, a sua compreensão se dá a partir do momento em que se permite visualizá-la como um conjunto de variadas instituições, relacionadas a diversos tipos de bens. Há, hoje, diversos tipos de propriedade, com diversos perfis, como, por exemplo, a de valores mobiliários, industrial, do solo etc.²⁴⁵.

Justamente em razão dessa multifacetada propriedade, que a propriedade deve ser compreendida caso a caso. Existem diferenças entre a propriedade oriunda de bens de consumo e de bens de produção. Nestes, o poder-dever do proprietário

IX - tratamento favorecido para as empresas de pequeno porte constituídas sob as leis brasileiras e que tenham sua sede e administração no País.

Parágrafo único. É assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, independentemente de autorização de órgãos públicos, salvo nos casos previstos em lei.

²⁴³ GRAU, Eros Roberto. **A ordem Econômica da Constituição de 1988**. 18. ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 230.

²⁴⁴ COMPARATO, Fabio. **Função Social da Propriedade dos Bens de Produção**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 63, 1986, p. 71-79.

²⁴⁵ GRAU, Eros Roberto. **A ordem Econômica da Constituição de 1988**. 18. ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 234.

de dar à coisa destinação compatível com o interesse coletivo se faz valer em relação à exploração empresarial em poder-dever do controlador/administrador em administrar a empresa em prol de, também, realizar os interesses coletivos, conforme explicita o artigo 116 da “Lei das S/A”²⁴⁶.

Destarte, no sistema capitalista escolhido pelo Estado brasileiro, é por meio dos bens de produção que se realiza a função social da propriedade, ou seja, a partir desta compreensão emerge a função social da empresa quando os meios de produção são dinamizados na atividade empresarial²⁴⁷. E nesta esteira, quem deve cumprir a função social é o proprietário, pois não é a coisa objeto da propriedade que tem função, mas, sim, seu titular, que no caso das empresas é o seu controlador²⁴⁸.

A propriedade ainda tem em si um direito subjetivo, porém maridado com as notas da função social, que imprimem uma necessidade de se observar uma ótica comunitária e não completamente individualista, pois a serviço, também, de satisfazer as exigências sociais²⁴⁹. A função social da empresa parte dos interesses privados dos acionistas (sócios) e se espraia, pela atividade econômica, ao cumprimento do atendimento de interesses mínimos das demais partes afetadas pela atividade empresarial, notadamente, trabalhadores, consumidores e credores. A empresa gera tanto externalidades positivas quanto negativas, e é nestas últimas que a função social tem o papel de contenção de danos e promoção da agenda estatal (escolhida pelo constituinte e legislador infraconstitucional).

Note-se que a livre concorrência, como princípio e como objetivo do Estado, como já dito, encontra-se inserida no artigo 170, IV, da Constituição Federal. De imediato constata-se que como sói com todos os princípios, não há uma definição na Constituição Federal acerca do conteúdo e do alcance do princípio da livre concorrência, devendo, portanto, o intérprete socorrer-se às técnicas hermenêuticas para extrair sua significação. Desta feita, seu significado e objetivos devem ser rebatidos em uma interpretação historicamente determinada e consentânea com a

²⁴⁶ COMPARATO, Fabio. **Função Social da Propriedade dos Bens de Produção**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 63, 1986, p. 71-79.

²⁴⁷ COMPARATO, Fabio. **Função Social da Propriedade dos Bens de Produção**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo, n. 63, 1986, p. 71.

²⁴⁸ GRAU, Eros Roberto. **A ordem Econômica da Constituição de 1988**. 18. ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 240.

²⁴⁹ DEZEM, Renata Mota Maciel; RUIZ, Renata de Oliveira Basseto; OLIVEIRA, André Luiz Mattos de. Função social da empresa: concretização a partir da regulação da atividade empresarial. **Prisma Jurídico**, São Paulo, v. 17, n. 2, jul/dez. 2018, p. 320. Disponível em: <http://doi.org/10.5585/PrismaJ.v17n2.8728>.

contemporaneidade subjacente a fim de concretizar e satisfazer o arcabouço legal, econômico e político vivente.

Assim, é crucial compreender que os princípios não devem ser analisados de maneira isolada, mas, sim, no caso da presente dissertação, em conjunção com os demais alicerces que compõem a estrutura econômica constitucional. Em outras palavras, os propósitos da política de concorrência e seu significado intrínseco podem variar de acordo com o contexto de aplicação. Embora a Constituição não defina de forma explícita os significados e objetivos da livre concorrência, ela fornece uma estrutura que faz referência à repressão ao abuso de poder econômico, além de contemplar outros princípios e fundamentos, como a liberdade de iniciativa e a defesa do consumidor, que precisam ser harmonizados com a livre concorrência.

Essa estrutura, portanto, estabelece limites intransponíveis para o legislador, os quais o intérprete e o executor das políticas públicas relacionadas à defesa da concorrência devem obrigatoriamente considerar. Torna-se mais apropriado, nesse contexto, associar a livre concorrência à liberdade das empresas de competirem no mercado, sem favorecimentos indevidos do Estado ou práticas ilícitas por parte de seus concorrentes. O objetivo principal é evitar privilégios estatais inadequados e comportamentos abusivos que distorçam as condições naturais de concorrência, impedindo, assim, que as empresas compitam livremente no mercado.

Nesse sentido, busca-se preservar as condições para que os agentes econômicos alcancem suas participações de mercado com base em seus méritos individuais. O foco, portanto, é garantir que as empresas possam competir de maneira efetiva, resultando, ao final, em benefícios tanto para o consumidor quanto para a economia como um todo²⁵⁰.

Nenhum direito ou princípio jurídico é absoluto, sob pena de que, em um verdadeiro paradoxo, ele mesmo se aniquile²⁵¹. O agente econômico não pode ter a liberdade absoluta de realizar todos os atos que bem entender, pois, poderá, dentro dessa sua liberdade, agir de forma maliciosa no afã de impedir outro agente econômico de atuar no mercado, o que ferirá a liberdade de outrem e desestabilizará todo o sistema constitucional e econômico. A liberdade deve ser marinada com as

²⁵⁰ PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. **Defesa da concorrência e bem-estar do consumidor**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015. p. 31-32.

²⁵¹ Como, por exemplo, o famoso paradoxo da tolerância proposto por Karl Popper.

demais normas jurídicas, promovendo, em uma economia liberal, o bom andamento das relações de mercado.

A livre iniciativa encontra-se inserida no artigo 170, *caput*, da Constituição Federal. Ela implica em um sistema político-econômico eminentemente capitalista, onde os bens e serviços são fornecidos, preferencialmente, pela iniciativa privada, isto é, por empresas. A liberdade de iniciativa pode ser considerada como um sobreprincípio, isto é, um princípio que informa os demais princípios, moldando-os. A liberdade de iniciativa envolve, destarte, o livre exercício de qualquer atividade econômica, a liberdade de trabalho, ofício, profissão, de contrato, sempre rebatida na dignidade da pessoa humana (fato que se pode extrair da dicção “tem por fim assegurar a todos uma existência digna, conforme os ditames da justiça social”, bem como na redação dos incisos III, V, VI, VII, VIII e IX do artigo 170).

São variados os significados atribuídos ao princípio da livre iniciativa, manifestando-se, costumeiramente, de maneira dual, seja como liberdade de comércio e indústria, seja como liberdade de concorrência. Ao aplicar-se um critério classificatório adicional, conforme lições de Eros Roberto Grau, que distinga entre liberdade pública e liberdade privada, é possível apresentar os seguintes aspectos: a) liberdade de comércio e indústria (ausência de intervenção estatal na esfera econômica): a.1) capacidade de iniciar e operar uma atividade econômica de forma privada - liberdade pública; a.2) não sujeição a restrições estatais, exceto por força da lei - liberdade pública; b) liberdade de concorrência: b.1) habilidade de atrair clientes, desde que de maneira ética - liberdade privada; b.2) proibição de práticas que prejudiquem a concorrência - liberdade privada; b.3) neutralidade do Estado perante o fenômeno competitivo, assegurando igualdade entre os concorrentes - liberdade pública²⁵².

A liberdade de empreender, ou *free enterprise*, e, dentro desse contexto, a liberdade de iniciativa empresarial, portanto, podem ser compreendidas em dois sentidos distintos: (i) como a garantia de amplo e irrestrito acesso, pelo menos, ao mercado nacional (sendo que o monopólio, no contexto brasileiro, deve ser expressamente estabelecido pela constituição); (ii) como o direito de não ser arbitrariamente impedido de participar do mercado (mantendo um status de permanência). A livre iniciativa demanda igualdade de condições para operar,

²⁵² GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 18. ed. São Paulo: Malheiros, 2017. p. 184.

rejeitando favorecimentos ou perseguições injustificadas, tanto por parte do Estado quanto por outros agentes econômicos.

Destarte, a livre iniciativa envolve a liberdade de exercício de qualquer atividade econômica, desde que não restrita por lei. É a liberdade de escolha, segundo a vocação individual de cada um, desde que, novamente, cumpridas as exigências legais, que devem ser realizadas de forma razoável, visando a proteção de atividades essenciais e, destarte, a coletividade²⁵³.

E é exatamente dentro dos parâmetros estabelecidos pela livre iniciativa e livre concorrência que a prevalência do poder econômico encontra seus limites, visando coibir abusos ao alvitre de um agente econômico demasiadamente dominante ou alheio aos interesses de outrem; o direito coíbe comportamentos oportunistas e/ou abusivos por parte do agente que detém o poder econômico, vedando o abuso do poder, da posição econômica e a geração de externalidades negativas.

À vista disto, intrinsicamente ligado a esses princípios encontram-se os de defesa do consumidor, defesa do meio ambiente e valorização do trabalho. A ordem jurídica brasileira, e destarte, nosso sistema político e econômico, é baseada na valorização do trabalho, primando por seus valores sociais e na dignidade da pessoa humana, bem como na busca de um meio ambiente equilibrado e sustentável.

O interesse social da empresa, destarte, parece evidente, não é unidirecional. Tal fato não passou despercebido e, doutrinariamente, estabeleceu-se que o interesse social da empresa poderia ser de caráter interno ou externo.

Os interesses internos seriam aqueles relativos aos acionistas, administradores e empregados. Já os interesses externos seriam aqueles que envolvem a comunidade onde encontra-se a empresa, seja uma comunidade regional ou nacional²⁵⁴.

Quanto aos primeiros, compreende-se que a função social da empresa impõe o cumprimento dos direitos dos acionistas minoritários, isto é, o resguardo contra abuso de poder de controle por parte do acionista controlador, principalmente. Contudo, estes – acionistas controladores – também têm direitos que devem ser respeitados.

²⁵³ Como a exigência do exame da OAB para se poder advogar, por exemplo.

²⁵⁴ COMPARATO, Fábio; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 364-365.

Não se pode deixar fugir de vista, como apontado alhures, que umas das normas constitucionais incidentes na companhia de capital aberto (e em todas as espécies de empresa) é da livre iniciativa (comungada com a do direito de propriedade), o que torna forçoso concluir pela proteção dos valores mobiliários e demais valores investidos na atividade empresarial, bem como na necessidade de incentivo para que particulares procurem empreender, bem como investir em empresas de capital aberto já consolidadas, pois ponto focal de um capitalismo de mercado e sem o qual torna tal sistema ineficiente e, quiçá, inexistente.

Ademais, por outro ângulo, tal forma de se compreender o interesse social serve, outrossim, para proteger o próprio sistema capitalista, por meio da proteção ao mercado, especialmente ao mercado de capitais, o que gera a proteção da poupança popular.

A proteção dos interesses de dimensão interna se irradia e reflete-se em proteção externa. Portanto, como deve ter ficado claro ao leitor atento, em nosso mundo complexo, os atos e consequências não são isolados, mas se retroalimentam, incentivando um ao outro. Estamos a falar do mundo real, e não de um mundo imaginário de teoria, onde se tenta impor uma ideia ou conceito à realidade. A realidade é muito mais complexa. Existe uma evidente correlação entre os interesses dos acionistas e afetação destes, positiva e negativamente, na sociedade.

Resguardar e incentivar os direitos dos acionistas – e as suas pretensões –, portanto, tem o condão de incentivar o investimento privado em companhias abertas, bem como o empreendedorismo, que um dia poderá implicar em novas companhias abertas; essa proteção, também, reveste-se em uma proteção ao mercado (como um todo e em específico ao de capitais), que também incentiva o acesso ao mercado, o que, por fim, constitui, como consequência, em vantagens sociais, pois a partir desse estímulo se tem a geração de emprego, circulação de riqueza, arrecadação tributária etc.

Poder-se-ia dizer, igualmente, referente ao âmbito interno da empresa, que a companhia tem que cumprir com os interesses dos empregados, estes entendidos, a nosso ver, estritamente dentro de parâmetros constitucionais e, principalmente, legais. A empresa tem que cumprir com as suas obrigações legais. Qualquer questão que ultrapasse isto é uma escolha empresarial que deve ser justificada perante seus acionistas.

Por sua vez, a dimensão externa impõe que a empresa exerça suas atividades econômicas de acordo com as normas constitucionais e demais normas legais, fazendo com que a empresa atue conforme os preceitos constitucionais de uma sociedade justa e solidária, com meio ambiente equilibrado. Isso implica em dizer que a empresa deve comercializar seus produtos e serviços respeitando os direitos dos consumidores, observando as diretrizes legais quanto às normas sociais e ambientais, e buscando minorar o máximo possível as externalidades negativas geradas.

Por mais, a dimensão externa se liga à necessidade de cumprimento e demonstração desse cumprimento por meio do dever de transparência e informação, das regras constitucionais e legais, impondo um atuar conforme estas regras, especialmente em relação às regras de concorrência, ambientais e de consumo.

Há ainda quem coloque as dimensões da função social em primária e secundária. A primária tem como escopo a consecução do objeto social da companhia²⁵⁵, a qual, evidentemente, tem que ser realizada observando-se as normas legais. Já a função secundária tem como escopo a geração do lucro da atividade constante no objeto social. A geração do lucro só será possível ao cumprir-se o objeto social em conformidade com as normas jurídicas vigentes.

Destarte, retornando ao conceito de interesse social juridicizado pelo ordenamento pátrio, vemos que os artigos 116, parágrafo único, e 154 da “Lei das S/A” tratam sobre o tema, especificamente, em relação ao direito societário.

O primeiro texto normativo disciplina que “o acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender”.

Por seu turno, o segundo texto normativo disciplina que “o administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”.

A “Lei das S/A”, portanto, impõe uma verdadeira capa “institucionalista” ao ordenamento jurídico brasileiro, estabelecendo que os administradores e controladores, no momento da tomada de decisão, levem em conta os interesses dos

²⁵⁵ FRAZÃO, Ana. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2011, p. 65.

trabalhadores, consumidores, concorrentes e comunidade. O que não implica em dizer que não podem tomar decisões contrárias aos interesses desses grupos, como, por exemplo, mudar a localização da planta produtiva, despedir funcionários, aumentar os preços etc. O que se espera dos administradores e controladores é que no momento da tomada de decisão tenham como parte do seu processo decisório os interesses dos *stakeholders* e que, após a avaliação dos efeitos decisórios nos grupos afetados, seja tomada uma decisão que se os prejudicar, os prejudique o menos possível²⁵⁶.

Destarte, parece-nos claro que o legislador brasileiro ratificou o interesse social como sendo aquele que advém dos interesses cumulados dos sócios/acionistas (comunhão dos interesses dos sócios acionistas, observando-se os critérios legais da maioria e os direitos dos minoritários), mediados e controlados nos interesses das partes interessadas. Ou seja, os sócios/acionistas não podem constituir interesse que viole a lei. O Brasil optou por um regime misto entre as teorias clássicas do interesse social, o que nos parece uma escolha acertada. É certo que os interesses das partes interessadas é algo abstrato e, parece-nos, não poderia deixá-lo de ser, pois estes interesses e o que são partes interessadas evoluem em conjunto com a sociedade. Definir o que são estes interesses é papel da doutrina e do Judiciário, devendo-se atentar para o espírito dos tempos em que se encontram situados.

A fim de se compreender a escolha do legislador brasileiro acerca não só do interesse social, mas também da finalidade da empresa, há que se estudar outras leis que recaem sobre a atividade empresarial.

A responsabilidade limitada é um dos principais atributos das sociedades empresárias e uma das maiores conquistas do capitalismo. Contudo, esta limitação da responsabilidade também permite que as empresas gerem externalidades negativas sem se preocuparem com as consequências de seus atos, afetando, em conjunto, os direitos das partes interessadas²⁵⁷.

O Brasil, visando proteger as partes interessadas, criou uma série de mecanismos legais no afã de se minorar as externalidades negativas geradas pelas atividades empresariais, especialmente em relação às partes mais hipossuficientes.

²⁵⁶ LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). **Direito das Companhias**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 812.

²⁵⁷ PARGENDLER, Mariana. **Corporate Law in the Global South: Heterodox Stakeholderism**. *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, 2023, p. 10. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4495515>.

Podemos citar a Consolidação das Leis do Trabalho (CLT), de 1943, que impôs a responsabilidade solidária de todas as empresas pertencentes a um grupo econômico em razão de dívidas trabalhistas. De igual modo, em 1987, os controladores de instituições financeiras tornaram-se responsáveis em caso de intervenção do Banco Central, no caso de insolvência ou irregularidades²⁵⁸.

Em 1990 foi promulgada a Lei 8.078, de 11 de setembro de 1990, conhecida como Código de Defesa do Consumidor. Esta lei impõe uma responsabilidade abrangente às empresas quando diante de danos ao consumidor. Para se retirar o véu da limitação da responsabilidade basta que a empresa cause danos ao consumidor e não tenha como arcar com estes danos. A partir disto, os tribunais trabalhistas passaram a usar essa norma como analogia²⁵⁹ para descortinar o véu da limitação da responsabilidade em casos de danos aos trabalhadores e da impossibilidade de ressarcí-los²⁶⁰.

Em 1998, o Brasil também aprova Lei nº 9605, de 12 de fevereiro, cujo teor se refere à proteção ambiental e relativiza a limitação da responsabilidade empresarial, em razão de danos ambientais ocasionados pela atividade empresarial, sempre que a limitação for um obstáculo à compensação dos danos ambientais causados²⁶¹.

Em outro sentido, mas ainda no mesmo caminho da atividade econômica sendo limitada em relação aos direitos das partes interessadas e das externalidades negativas geradas, têm-se as Lei 12.305/2010, que instituiu a Política Nacional de Resíduos Sólidos, e a Lei 12.187/2009, que instituiu a Política Nacional sobre Mudança do Clima, em clara tentativa de organizar as relações pós-consumo e buscar frear o desastre ambiental em curso.

Estas legislações buscam impor a correção de falhas de mercado quanto à questão do gerenciamento dos resíduos sólidos. Institui-se, entre outras disposições

²⁵⁸ PARGENDLER, Mariana. **Corporate Law in the Global South: Heterodox Stakeholderism.** *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, 2023, p. 11.

²⁵⁹ PARGENDLER, Mariana. **Corporate Law in the Global South: Heterodox Stakeholderism.** *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, 2023, p. 12.

²⁶⁰ A nosso ver, diga-se, a atuação dos tribunais trabalhistas é pura teratologia, ocasionada por uma vontade política e ideológica, combinada com falta de conhecimento jurídico e de clareza no significado do que é atuar como juiz de direito em uma democracia; porém, como este tema foge do escopo do presente trabalho, deixa-se para o enfrentar em outra oportunidade.

²⁶¹ PARGENDLER, Mariana. **Corporate Law in the Global South: Heterodox Stakeholderism.** *European Corporate Governance Institute (ECGI)*, 2023, p. 13.

legais, o princípio do poluidor pagador, o qual preconiza que aqueles que provocarem danos ambientais deverão arcar com estes – ou, ao menos, com a sua indenização.

Há, também, a Lei da Política Nacional de Recursos Hídricos (Lei 9,422/1997), que tem como objetivo assegurar à atual e às futuras gerações a necessária disponibilidade de água, em padrões de qualidade adequados aos respectivos usos, e a utilização racional e integrada dos recursos hídricos, incluindo o transporte aquaviário, com vistas ao desenvolvimento sustentável. No mesmo rumo normativo, a Lei da Mata Atlântica (Lei 11.428/2006) consagrou como objetivo central, no seu art. 6.º, *caput*, a proteção do bioma da Mata Atlântica com vistas ao desenvolvimento sustentável.

Estas legislações lidas em conjunto demonstram a busca pela concreção do artigo 225 da Constituição Federal, isto é, do desenvolvimento sustentável, buscando conter e responsabilizar as empresas pelas externalidades negativas geradas.

Outras normas jurídicas que se preocupam com as partes interessadas e que podemos citar a título ilustrativo são a Lei 13.303/2016, que deu relevo à governança corporativa, dispondo sobre a necessidade de transparência e controle a serem seguidos pelas companhias abertas; e a instrução CVM 80/2022, que impõe uma série de obrigações na divulgação de informações ao mercado, visando tornar menos custoso o acesso à informação, ao mesmo tempo que traz segurança ao mercado.

Estas e outras tantas escolhas do legislador demonstram, com significada clareza, que o Brasil trilha o caminho do equilíbrio, tanto no que concerne à finalidade da empresa quanto no que concerne ao interesse social. Em suma, o que buscam essas legislações é internalizar nas empresas as externalidades negativas por elas geradas.

Respondendo à pergunta feita algures, entende-se que o sistema jurídico brasileiro – e por consequência político e social – entende que como *default* a empresa tem como finalidade a geração do lucro, mas essa geração de lucro não é um fim em si mesma, é conformada pelos objetivos da República e, principal e notadamente, pelas normas jurídicas – sejam constitucionais ou infraconstitucionais –, que buscam conformar a atuação empresarial diante dos interesses das partes interessadas, notadamente os trabalhadores, consumidores, meio ambiente, credores e comunidade (a nosso ver, nesta ordem).

Este *default* se aplica, sobretudo, às companhias anônimas de capital aberto, pois estas têm um condão de direito público, haja vista que buscam na economia

popular a sua principal fonte de receita e que o seu atuar atinge uma variedade de cidadãos e implica em impacto direto na economia. Neste caso, o *default* pela busca do lucro também se torna a *ultima ratio* da sociedade anônima aberta. Portanto, para nós, quando diante de uma sociedade anônima fechada ou limitada (ou outras em desuso), este *default* poderia ser modificado pela vontade dos sócios, modificando-se a sua finalidade e, por consequência, seu interesse social.

Por fim, mesmo diante do risco de estarmos errados, não podemos, em um trabalho científico, temer o erro. Assim, para nós, interesse social e finalidade da empresa não são sinônimos, mas podem ser convergentes. O interesse social se relaciona com o objeto social e com as deliberações assembleares e interesses dos sócios; por seu turno, a finalidade da empresa é a razão última do objeto social que se modifica de acordo com o tipo empresarial.

Clarificando, em um ambiente de sociedade anônima aberta a finalidade da empresa será sempre o lucro, este podendo ser de curto, médio e/ou longo prazo, a depender do estatuto social e de como essa informação é transferida ao mercado. Neste contexto, portanto, a finalidade da empresa independe do objeto social, vez que sua finalidade será sempre o lucro.

Contexto diferente é relativo à sociedade anônima fechada ou sociedade limitada, em que a finalidade da empresa nem sempre será o lucro, ao menos no que concerne ao curto e médio prazo, pois podem os sócios/acionistas decidirem que o lucro não será perseguido faticamente ou só será buscado após atingirem determinado resultado, ou mesmo no caso de *holdings* familiares em que se tenha como o fito apenas gerir o patrimônio familiar. Assim, sua finalidade poderá ser cumprir o objeto social ou outros objetivos estabelecidos em assembleia de sócios.

Destarte, para os fins desta dissertação e para o que nos resta enfrentar, entendemos que no contexto das sociedades anônimas abertas, sua finalidade é sempre buscar o lucro, observando e respeitando os limites constitucionais e legais de sua função social de empresa, o que importa, também, em dizer que o interesse social da empresa de capital aberto não se restringe unicamente aos interesses de seus acionistas, mas se relaciona com os interesses ambientais, dos trabalhadores, dos consumidores e da comunidade em que está inserida.

4.3. Dos administradores, seus deveres e responsabilidades

Chega-se à parte final do estudo a que se pretende enfrentar e, para concluir, faz-se necessário tecer algumas linhas acerca dos deveres e responsabilidades dos administradores, para, então, ao fim, fazer o *link* necessário com a finalidade da empresa (e, outrossim, com interesse social) e com os investimentos em ESG, para entender se os administradores podem ser responsabilizados em razão desses investimentos e em qual medida.

São três os principais deveres dos administradores, disciplinados nos artigos 153 a 157 da “Lei das S/A” (dever de diligência, de lealdade e de informar). A seguir, teceremos breves comentários sobre cada um.

Antes, porém, é necessário estabelecer que a obrigação dos administradores é uma obrigação de meio e não de fim. Isto implica dizer que os administradores não estão vinculados ao resultado alcançado, mas, sim, a agir de maneira correta no processo de decisão.

Isto ocorre porque toda decisão envolve um risco a ser considerado por aquele responsável por sua tomada. No âmbito empresarial sem risco, não há lucro²⁶². E o risco é parte constante da tomada de decisão, justamente porque os custos para se alcançar todas as informações necessárias para verificar todas as variáveis é demasiado alto, tornando virtualmente impossível uma tomada de decisão com absoluta certeza do resultado. A decisão, destarte, é uma escolha entre diversas alternativas possíveis para a resolução de determinado problema²⁶³.

A decisão também se caracteriza pela alocação irreversível de recursos, pois após a sua tomada, qualquer arrependimento ou tentativa de reversão acarretará perdas adicionais²⁶⁴.

É imprescindível adotar uma abordagem ponderada ao tomar uma decisão. Isso é particularmente crucial para prosperar em um mercado concorrencial, onde os agentes econômicos precisam analisar os comportamentos e demandas de seus consumidores, fornecedores, devedores e credores. O objetivo é apresentar a oferta mais vantajosa de maneira abrangente, minimizando os encargos para a empresa.

²⁶² ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 05 (2019), nº 5, p. 1.

²⁶³ MONTEIRO GOMES, Luiz Flavio Autran; SIMÕES GOMES, Carlos Francisco. **Tomada de Decisão Gerencial: Enfoque Multicritério**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012, p. 1.

²⁶⁴ TORRES JUNIOR, Alvair Silveira; MOURA, Gilnei Luiz de. **Decisão em Administração – uma discussão**. In: Yu, Abraham Sin Oih. **Tomada de Decisão nas Organizações**. São Paulo: Saraiva, 2011, p. 4.

Portanto, qualquer tomada de decisão, em um ambiente de sociedades anônimas abertas, deve ter como foco a maximização do lucro ou, em casos específicos, a renegociação de dívidas, a mitigação de prejuízos²⁶⁵.

O lucro almejado pela atividade empresarial – sobretudo em contextos de companhias abertas – é resultado indireto da mudança de estado das coisas (nisto incluso os mercados). Aqueles que melhor previrem essas mudanças terão os melhores resultados e, por consequência, aqueles que não se prepararem terão prejuízos²⁶⁶.

Torna-se forçoso concluir que a tarefa dos administradores, apesar de não exigir um resultado *per se*, exige, sim, comprometimento e estudos aprofundados do mercado e das situações que envolvam uma tomada de decisão. No entanto, por mais fundamentada que seja uma decisão, ela ainda não é garantida pela certeza do resultado, pois inúmeras situações não previstas ou extraordinárias podem mudar o cenário traçado, como, por exemplo, pandemias, guerras, o atuar em um sentido inesperado de um concorrente etc.²⁶⁷.

À vista disto é que não se pode exigir dos administradores uma obrigação pelo resultado, pois tal regime de responsabilidade seria um contrassenso à atividade profissional esperada dos administradores e, ao invés de trazer benefícios, provavelmente traria malefícios, visto que os administradores não teriam incentivos a tomar decisões que tivessem risco (o que não existe), o que engessaria o mercado e a inovação²⁶⁸.

4.3.1. Dever de diligência

Assentado que o atuar dos administradores não se liga ao resultado, mas, sim, à forma com que se chega ao resultado, é importante compreender os critérios que envolvem o processo de tomada de decisão e de atuação dos administradores no ambiente de companhias abertas.

²⁶⁵ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 05 (2019), nº 5, p. 5.

²⁶⁶ KNIGHT, Frank H. **Risk, uncertainty and profit**. Londres: Houghton Mifflin, 1921, p. 34.

²⁶⁷ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 05 (2019), nº 5, p. 5.

²⁶⁸ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 38.

O administrador obriga-se apenas a adotar comportamento apropriado, com diligência requerida, para a consecução de determinado fim portanto “não se obriga pela efetiva obtenção do resultado”²⁶⁹.

E em relação à tomada de decisão, o principal dever é o de diligência, que é a base dos deveres fiduciários dos administradores, notadamente do ângulo da tomada de decisão e do julgamento de suas consequências.

O primeiro ponto a se sublinhar é que o padrão escolhido e juridicizado pelo legislador em relação aos administradores é do *businessman* e não do *bonus pater familias*. Este último diz respeito a um indivíduo que é avesso aos riscos, que atua visando a preservação de bens e direitos. Este não é o padrão esperado por um administrador, pois, como já assentado, o lucro é acompanhado do risco. O primeiro padrão é o que se liga aos administradores, pois dele se extrai um padrão criativo, inovador e arrojado, com tomadas de decisão refletidas, mas corajosas, em busca de resultado positivo que melhore a situação atual²⁷⁰.

Desta forma, como a vida é complexa, e o mercado talvez seja ainda mais, não poderia o legislador adotar um conceito fechado de padrão de conduta esperado dos administradores. A norma jurídica tem, portanto, um conceito aberto do que é dever de diligência, justamente para não engessar a atuação dos administradores²⁷¹.

Em razão disto é que a doutrina divide o dever de diligência em outros seis critérios: i) dever de se informar; ii) dever de se qualificar; iii) dever de vigilância; iv) dever de investigar; v) dever de intervir; vi) dever de bem administrar. Trataremos destes, de forma objetiva, a seguir.

O primeiro deles é o dever de se informar. Este dever determina que o administrador busque as informações necessárias para que possa realizar a tomada de decisão da maneira mais adequada possível. Diante do custo de informações completas e exaurientes, o administrador deve buscar as informações com maior relevância e com razoável grau de acesso²⁷². Destarte, a informação necessária à

²⁶⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 132.

²⁷⁰ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 05 (2019), nº 5, p. 7.

²⁷¹ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. **Deveres e Responsabilidades**. In LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.098.

²⁷² ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 05 (2019), nº 5, p. 7.

tomada de decisão é casuística e é determinada à luz das circunstâncias do caso concreto. Tem, portanto, um grau de subjetividade que não pode ser completamente afastado, principalmente após os resultados alcançados, e por um julgador que não tem contra si a pressão e a urgência da tomada de decisão, como “se estivesse a olhar no retrovisor uma paisagem já passada”²⁷³.

O administrador, neste tom, não precisa e nem deve ter todas as informações existentes sobre determinado fato (objeto da decisão a ser tomada); deve ter, somente, aquelas informações necessárias ao seu convencimento e tomada refletida de decisão. Uma decisão que aguarde todas as informações existentes sobre o caso, além de ser extremamente dispendiosa, torna o processo decisório lento, o que poderá fazer com que a companhia perca uma oportunidade de negócio diante da dinamicidade do mercado²⁷⁴.

O segundo critério é o dever de se qualificar. Este critério consiste na exigência do administrador se qualificar de forma adequada para o exercício de suas funções. O administrador “deve ter ou adquirir os conhecimentos mínimos sobre as atividades da companhia e a competência necessária ao desempenho de suas funções, com capacidade técnica para tomar decisões de maneira refletida e responsável”²⁷⁵.

Destarte, o administrador não pode ser alguém pescado a esmo na coletividade, sem qualquer preparo para a assunção do cargo. Entretanto, a escolha do administrador não deve ser apenas de alguém com experiência ou já qualificado para o cargo, mas de alguém que continue a se qualificar, continuamente, pois diante da dinamicidade do mercado e da evolução tecnológica, as informações e conhecimentos necessários modificam-se constantemente.

O que não implica em uma especialização abrangente e aprofundada para todos os setores da companhia, até porque, nas companhias modernas, os administradores contam com equipes especializadas que lhe dão suporte sobre os mais variados assuntos. Um “conselheiro especializado em distribuição comercial no varejo, provavelmente terá dificuldades para compreender operações financeiras

²⁷³ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidades. In LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org). Direito das Companhias. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1.098.

²⁷⁴ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 8.

²⁷⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 353.

complexas”; portanto, qualquer responsabilidade a ser atribuída aos administradores por falta de observância ao dever de diligência, em razão do critério de qualificação, deve ser medida de acordo com o grau de especialização de cada administrador e com a natureza dos problemas ocorridos²⁷⁶.

O próximo critério é o dever de vigilância, que consiste na obrigação do administrador em acompanhar os negócios da companhia. Para que tal acompanhamento seja efetivo, é exigida uma vigilância que monitore o andamento dos negócios sociais e de suas políticas ou/e procedimentos internos²⁷⁷. Ou seja, o dever de vigilância não incide sobre hábitos específicos e singulares do cotidiano da sociedade; não há, portanto, necessidade de supervisão de cada atividade conduzida pela companhia²⁷⁸.

Por sua vez, o dever de investigar está relacionado ao exame crítico das informações que chegam ao administrador e a questionar-se se são informações completas e corretas, avaliando-se os riscos envolvidos na operação. O dever de investigar “impõe aos administradores o dever de analisar criticamente as informações que lhe são fornecidas e, mais do que isso, apurar se tais informações merecem ser complementadas”²⁷⁹.

No caso de informações recebidas que se apresentem como incompletas, superficiais ou imprecisas, representando potencial risco para os interesses e o patrimônio da empresa, surge uma *red flag* (indicativo de alerta). Ao identificar tais situações, o administrador deve agir prontamente, conduzindo uma investigação detalhada das informações em sua posse. Se necessário, pode solicitar novos dados, inclusive colaborando com terceiros externos à empresa.

É fundamental destacar que, devido à vasta quantidade de informações enfrentadas pelo administrador, é necessário contar com o suporte de profissionais externos, como auditores, advogados e especialistas internos da empresa. No entanto, compreende-se que não é viável para o administrador examinar minuciosamente todos os dados recebidos. Assim, é razoável que os administradores (e diretores) confiem em informações fornecidas por fontes confiáveis, uma vez que faz parte da discricionariedade do administrador determinar a extensão das

²⁷⁶ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 353.

²⁷⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 356.

²⁷⁸ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 65.

²⁷⁹ Voto do diretor Alexsandro Broedel Lopes no processo administrativo sancionador CVM nº 18/08.

investigações. No contexto específico, é crucial considerar as variáveis envolvidas, ponderando o custo e o tempo das investigações adicionais e avaliando até que ponto é benéfico prosseguir com a averiguação, especialmente em um mercado dinâmico²⁸⁰.

Ao dever de investigar, conecta-se o dever de intervir. Este consiste em “agir sempre de forma proativa, evitando possíveis prejuízos ou ofensas aos negócios da sociedade anônima”²⁸¹. Ou seja, o administrador deve intervir sempre que for necessário, porém sempre agindo nos limites de sua competência estabelecida por lei e no estatuto social.

Diante de um sinal de alerta, deve estudar a informação/situação e, se necessário, intervir. A maneira como se dará a intervenção dependerá do caso concreto e ficará a critério do administrador.

Por seu turno, o dever de bem administrar implica em uma atuação diligente, sempre buscando alcançar o melhor resultado possível para a companhia, mesmo que não se ligue ao resultado final²⁸².

A este ponto, torna-se luzente que outros cuidados e condutas devam ser observados pelos administradores em seu atuar diário, notadamente de acordo com a situação que se enfrenta. Não é, destarte, uma conduta universal, mas, sim, casuística e pautada pela boa-fé e pela diligência esperada dentro do mercado²⁸³.

4.3.2. Dever de informar – *full disclosure*

O dever de informar, estabelecido no artigo 157 da “Lei das S/A”, tem uma dupla face (sem contar aquele dever de se informar oriundo do dever de diligência, demonstrado acima). O dever de informar do artigo 157 condiciona, por um lado, o dever de guardar sigilo da informação recebida, no tocante, especialmente, a informações sensíveis que poderiam prejudicar a companhia no jogo do mercado, e por outro lado, de informar os acionistas e o mercado (nisto incluso potenciais

²⁸⁰ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 10.

²⁸¹ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 67.

²⁸² ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 10.

²⁸³ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 10.

investidores e demais partes interessadas) a respeito de informações essenciais à tomada de decisões refletidas. Destarte, tem-se um aspecto negativo – de abstenção de um agir – e um positivo – de necessidade de um agir²⁸⁴.

O aspecto negativo do dever de informar surge da necessidade de que administradores, diretores e controladores mantenham informações confidenciais que poderiam comprometer a atuação da empresa no mercado, como no caso dos segredos comerciais (por exemplo, o processo de produção de um produto). A divulgação dessas informações não pode ser tolerada, pois resultaria em prejuízos competitivos para a empresa em relação a concorrentes existentes e potenciais.

Não justifica-se, portanto, um dever irrestrito de informar. Em última análise, se esse dever irrestrito fosse aplicado, poderia impor uma contraprestação prejudicial à inovação, potencialmente levando a uma estagnação tecnológica e limitando o desenvolvimento social e econômico²⁸⁵.

De outro canto, o aspecto positivo é compreendido como uma obrigação de fazer, isto é, na obrigação de informar os acionistas, o mercado e as partes interessadas acerca de informações importantes. Inicialmente, poder-se-ia conceber esse dever restritamente ao que a legislação expressamente estabelece. Um exemplo seria no momento da posse do administrador, onde é exigida a declaração e detalhamento da presença de valores mobiliários emitidos pela companhia, controlada e/ou integrantes do grupo econômico em seu patrimônio.

Em um olhar mais atento, porém, especialmente quando rebatida na racionalidade protetiva ao mercado e à poupança popular, que faz parte indissociável das companhias abertas, a compreensão do dever de informar reside na obrigação de informar atos e fatos que possam influenciar a tomada de decisão de investidores, acionistas ou não, e que direta ou indiretamente afetem as partes interessadas²⁸⁶. É o que se denomina de *full disclosure*²⁸⁷.

²⁸⁴ AGUSTINHO, Eduardo; FARIAS, Luccas. O Direito (e dever) à informação nas companhias abertas, confidencialidade e a resolução CVM 80/2022. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, vol. 9, 2023, p. 69.

²⁸⁵ AGUSTINHO, Eduardo; FARIAS, Luccas. O Direito (e dever) à informação nas companhias abertas, confidencialidade e a resolução CVM 80/2022. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, vol. 9, 2023, p. 69.

²⁸⁶ LOTUFO, Mirelle Bittencourt. **O direito do acionista à informação e a confidencialidade da arbitragem**. Revista de Arbitragem e Mediação, v. 53, abr.-jun. 2017.

²⁸⁷ CARNEIRO, Fernanda Pereira; BEZERRA, Fernanda. **Regime Informacional**. In: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Direito do Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: 2017.

A lógica que envolve o *full disclosure* reside no fato de que as companhias abertas, ao buscarem na poupança popular sua principal forma de fomento, tornam-se, em certa medida, públicas²⁸⁸. Um grande número de pessoas que buscam o investimento em companhias abertas é de cidadãos comuns, com outras profissões e que não têm um conhecimento aprofundado em mercado de capitais ou mesmo em questões empresariais²⁸⁹. Ademais, as companhias abertas empregam um número relevante de pessoas, ao mesmo tempo que realizam contratos com muitas outras empresas e pessoas, sendo um fator importante na circulação e criação de riqueza; isto é, para a economia como um todo.

O mercado de capitais, destarte, nada mais é que o “encontro entre agentes deficitários e agentes superavitários, proporcionado por instituições financeiras especializadas em estruturar operações de títulos mobiliários”, onde alguns dispõe de parcela do seu patrimônio e investem em títulos ofertados por companhias, recebendo, em razão desses investimentos, juros sobre o capital investido²⁹⁰.

A divulgação completa (*full disclosure*) constitui a base essencial do mercado de capitais, beneficiando tanto acionistas quanto potenciais investidores, assim como credores interessados em compreender a verdadeira situação da empresa envolvida nas transações²⁹¹. O dever de informar desempenha um papel crucial ao permitir a fiscalização, promovendo maior controle e prestação de contas tanto para a empresa quanto para o mercado em si. Essa obrigação de informar integra o direito de fiscalização do acionista, sendo que sem informações adequadas ele não pode exercer sua função de fiscalização²⁹².

²⁸⁸ AGUSTINHO, Eduardo; FARIAS, Luccas. O Direito (e dever) à informação nas companhias abertas, confidencialidade e a resolução CVM 80/2022. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, vol. 9, 2023, p. 71.

²⁸⁹ Vale mencionar que a B3, atingiu um recorde no final de 2022, com mais de 5 milhões de CPFs cadastrados. Disponível em: [https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/b3-bate-recorde-cpfs-cadastrados/#:~:text=A%20B3%20alcan%C3%A7ou%20mais%20de,da%20BM%26FBovespa%20\(Atual%20B3\)](https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/b3-bate-recorde-cpfs-cadastrados/#:~:text=A%20B3%20alcan%C3%A7ou%20mais%20de,da%20BM%26FBovespa%20(Atual%20B3)). Acesso em: 10 abr. 2023.

²⁹⁰ MELO, Amanda Rocha. A arbitragem no mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 99. ano 26.. São Paulo: Ed. RT jan./mar. 2023, p. 67.

²⁹¹ TOIGO, Daiille Costa. Arbitragem societária e dever de informação sobre fato relevante. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 99. ano 26.. São Paulo: Ed. RT jan./mar. 2023, p. 53.

²⁹² AGUSTINHO, Eduardo; FARIAS, Luccas. O Direito (e dever) à informação nas companhias abertas, confidencialidade e a resolução CVM 80/2022. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, vol. 9, 2023, p. 72.

Destarte, a informação adequada desempenha papel crucial para a obtenção de um mercado sustentável e eficiente. A transparência e a informação se traduzem em confiança, que, ao seu turno, gera efeitos positivos ao mercado e à sociedade²⁹³.

No contexto de mercado de capitais, a informação é uma condição indispensável para a operação eficiente e sustentável do mercado. Isso viabiliza que investidores, acionistas, cidadãos comuns, reguladores e credores possam tomar decisões conscientes sobre comprar, vender ou manter valores mobiliários, assegurando uma igualdade de participação no mercado de capitais.

E é dever, tanto do administrador quanto do controlador, repassar as informações corretas ao mercado, bem como o maior número de informações possíveis, visto que, como já sublinhado, no estado atual do capitalismo, é condição *sine qua non* para o funcionamento eficiente e sustentável do mercado de capitais²⁹⁴.

Em suma, o dever de informar dos administradores serve como baliza para minorar a assimetria informacional e os custos de transação daí incidentes, bem como, se necessário for, buscar a sua responsabilização.

Como mencionado alhures, o risco e a incerteza fazem parte do jogo do mercado, porém não se pode compreender essa afirmação como se estivéssemos diante de um jogo de azar. A previsibilidade na tomada de decisão é necessária e faz parte do mercado, e é justamente neste sentido que a informação se torna curial, pois, para que se possa tomar uma decisão refletida, é necessário acesso à informação, reduzindo-se, assim, os riscos envolvidos e incentivando o fluxo das relações econômicas²⁹⁵.

A disparidade de informações, portanto, tem o poder de obstaculizar a estabilidade econômica, impactando tanto o mercado quanto a economia como um todo. A assimetria informacional consiste na desigualdade de acesso à informação entre diferentes agentes em relação a um mesmo assunto.

Em setores como o mercado financeiro, quando um agente possui mais informações do que outro, isso confere uma vantagem significativa ao primeiro em

²⁹³ AGUSTINHO, Eduardo; FARIAS, Luccas. O Direito (e dever) à informação nas companhias abertas, confidencialidade e a resolução CVM 80/2022. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, vol. 9, 2023, p. 72.

²⁹⁴ Neste sentido a CVM exige cada vez mais clareza nas informações a serem prestadas pelas companhias de capital aberto, como tivemos oportunidade de escrever em dois trabalhos enviados ao CONPEDI em 2023.

²⁹⁵ YAZBEK, Otávio **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p. 42.

relação ao segundo. Essa discrepância pode, em última instância, desequilibrar o sistema e abalar a confiança dos agentes econômicos no próprio mercado, como observado em casos como o de *Insider Trading*.

O mercado financeiro, quando desenvolvido de maneira eficaz, reflete as expectativas econômicas de uma parcela considerável da população do país, incluindo investidores estrangeiros. Isso não apenas influencia o desempenho econômico, mas também gera impactos positivos ou negativos no impulsionamento da economia nacional. Ao estimular a formação de poupança privada, há mais capital disponível, fortalecendo assim a atividade econômica em um ciclo virtuoso de retroalimentação²⁹⁶.

A minoração da assimetria informacional, portanto, minora a possibilidade de oportunismo, aumentando a confiança de possíveis novos investidores e fortalecendo o mercado de capitais²⁹⁷.

A informação adequada diminui a incerteza sobre o preço das ações negociadas no mercado mobiliário, dando um grau de realidade e de justiça maior ao mercado e premiando, de fato, aquelas empresas com melhores resultados ou melhores expectativas²⁹⁸.

É nestes termos que consiste, a nosso ver, a leitura adequada do dever de informar dos administradores das companhias abertas.

4.3.3. Dever de lealdade

Por último, insculpido nos artigos 155 e 156, encontra-se o dever de lealdade dos administradores.

O dever de lealdade se consubstancia no dever de o administrador agir no interesse da companhia, ao tempo que deve guardar sigilo das informações relevantes e sensíveis.

²⁹⁶ FINKELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de Informações no Mercado de Capitais. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 01 (2015), nº 5, p. 1035-1036.

²⁹⁷ RODRIGUES, Sandrielem da Silva; GALDI, Fernando Caio. Relações com investidores e assimetria informacional. **Revista de Contabilidade e Finanças (RC&F) – USP**, São Paulo, v. 28, n. 74, p. 297-312, mai./ago. 2017.

²⁹⁸ ARRUDA, Marcelo Paulo de; GIRÃO, Luiz Felipe de Araujo Pontes; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes. Assimetria Informacional e o Preço das Ações: Análise da Utilização das Redes Sociais nos Mercados de Capitais Brasileiro e Norteamericano. **Revista de Contabilidade e Finanças (RC&F) – USP**, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 317-330, set./dez. 2015.

O dever de lealdade assume parâmetro de conduta, visando orientar a atuação dos administradores e prevendo sanções. Assim, o dever de lealdade é uma cláusula geral e aberta (como os demais deveres) que permite a evolução e adaptação de acordo com a evolução da sociedade, ao mesmo tempo que é fonte de condutas vedadas pelos administradores, o que o converte, outrossim, em regras especificadas de comportamento²⁹⁹.

O administrador deve ser leal com o objeto social da companhia e com os seus acionistas. Isto é, deve agir em prol da companhia, evitando qualquer tipo de vantagem pessoal. Quando diante de um conflito de interesses, deve sempre se abster ou então tomar a decisão que, indubitavelmente, favoreça a companhia. Deve guardar sigilo dos segredos dos negócios, assegurando a competitividade da companhia, e não utilizar-se de informações privilegiadas em benefício próprio ou alheio. Por mais, também deve cumprir o seu dever de diligência, pois este está completamente ligado à lealdade, visto que o descuido e a imprudência também podem ser entendidos como ato desleal em relação à persecução do interesse social³⁰⁰.

O parágrafo segundo do artigo 154 contém as condutas que são absolutamente vedadas pelos administradores: i) praticar ato de liberalidade à custa da companhia; ii) tomar por empréstimo ou usar indevidamente, em proveito próprio, o patrimônio social sem a devida autorização da assembleia ou do conselho de administração; e iii) receber de terceiros, em virtude de seu cargo, qualquer tipo de vantagem direta ou indireta sem a devida autorização³⁰¹. O artigo 155, por seu turno, proíbe os administradores de intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores, cumprindo-lhe cientificá-los do seu impedimento e fazer consignar, em ata de reunião do conselho de administração ou da diretoria, a natureza e extensão do seu interesse. Essas condutas devem ser compreendidas como exemplificativas, e não taxativas, seja pela interpretação teleológica da “Lei das

²⁹⁹ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1502.

³⁰⁰ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1504.

³⁰¹ Poder-se-á dizer que em uma leitura teleológica da “Lei das S/A” também seria vedada a remuneração excessiva dos administradores. Comparato, Fábio: O poder de controle na sociedade anônima: São Paulo, Saraiva, 2005, p. 398 e Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1503-1507.

S/A”, seja, notadamente, em razão da cláusula geral de vedação ao abuso de direito de voto³⁰².

Destarte, é defeso ao administrador agir, de forma omissiva ou comissiva, com base em interesses próprios ou alheios e em desconformidade com os interesses da companhia. O fio condutor de todas as condutas proibidas é a vantagem indevida, seja ela direta ou indireta, pelo administrador. “Daí por que, para efeitos desta expropriação, é irrelevante que haja a utilização de terceiros como beneficiários ‘de fachada’, pois o que caracteriza a prática vedada é que o gestor seja o beneficiário final, direto ou indireto, de qualquer dessas condutas”³⁰³.

O dever de lealdade pode manifestar-se, destarte, como uma obrigação positiva ou negativa. Como uma obrigação positiva, implica colaborar ativamente na busca dos objetivos da sociedade. Já como uma obrigação negativa, traduz-se na abstenção de comportamentos que vão contra ou prejudiquem a realização do propósito social. O aspecto negativo do dever de lealdade envolve a obrigação de se abster, evitando condutas que possam obstruir o alcance dos objetivos sociais. No entanto, na prática, observa-se que a concretização negativa desse dever possui maior peso do que a concretização positiva³⁰⁴.

4.4. Do regime de responsabilização dos administradores

O sistema de administração de sociedades anônimas no direito brasileiro segue um modelo dualista moderado. Isto se justifica pelo fato de que não é compulsório para todas as sociedades anônimas possuírem ambos os órgãos de administração previstos em lei. A obrigatoriedade de ter direção e conselho de administração se aplica somente a três situações: i) companhias de capital aberto; ii) companhias de capital autorizado; iii) sociedades de economia mista.

O conselho de administração, por sua vez, desempenha um papel crucial na proteção dos direitos dos acionistas, permitindo que diferentes grupos influenciem decisões por meio do voto múltiplo em assembleias gerais. Além de orientar

³⁰² Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 1511.

³⁰³ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 1506.

³⁰⁴ VASCONCELOS, Pedro. **A participação social nas sociedades comerciais**. Coimbra, Almedina, 2006, p. 256.

estrategicamente a empresa, o conselho atua como órgão de fiscalização sobre as ações da diretoria, situando-se entre esta e a assembleia geral.

De acordo com o artigo 142 da “Lei das S/A”, as principais atribuições do conselho de administração incluem a definição da orientação geral dos negócios, a eleição e destituição da diretoria, a supervisão da gestão e a escolha e destituição de auditores independentes. Este órgão colegiado, composto por no mínimo três membros, não interfere na administração diária, sendo estritamente deliberativo e fiscalizador.

É importante destacar que o conselho de administração não exige que seus membros sejam acionistas, e estes podem ser eleitos ou destituídos a qualquer momento pela assembleia geral. A acumulação de cargos entre o conselho e a diretoria é limitada a um terço do número total de membros do conselho.

Por outro lado, a diretoria é um órgão obrigatório em todas as companhias, com uma natureza mais técnica. Com pelo menos dois diretores, conforme o artigo 143, estes podem ser eleitos e destituídos a qualquer momento pelo conselho de administração ou, na ausência deste, pela assembleia geral.

A diretoria, agindo em conformidade com o estatuto social, é responsável por executar a diretriz estabelecida pelo conselho de administração ou assembleia geral. Suas decisões devem observar o interesse social e buscar os objetivos da empresa, sendo o órgão que representa legalmente a companhia. Portanto, o administrador das sociedades anônimas abertas faz parte deste organograma sistêmico.

À vista disto, a responsabilidade do administrador é um dos fundamentos do regime jurídico das sociedades empresariais, sendo abordada tanto no Código Civil quanto na “Lei das S/A”. No âmbito do código civil, essa responsabilidade abrange principalmente a conduta da própria empresa e pode envolver o administrador em casos de atos ilícitos, conforme os artigos 186, 187 e 927³⁰⁵.

A “Lei das S/A”, por sua vez, é mais detalhada ao regular a responsabilidade dos administradores. O artigo 158 estipula as situações genéricas de responsabilização desses profissionais. Segundo o dispositivo, o administrador é civilmente responsável por danos causados, seja por culpa ou dolo, mesmo no exercício regular de suas atribuições, ou por violação da lei ou estatuto social. A

³⁰⁵ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 10.

imposição de deveres fiduciários e responsabilidade civil visa combater tendências egoísticas na gestão das empresas³⁰⁶.

Vale ressaltar que os deveres e poderes dos administradores são delineados de forma mais ampla pela “Lei das S/A” e de maneira mais específica pelo estatuto social da companhia. Assim, quando o administrador age conforme as normativas, dentro de suas atribuições e poderes, e em conformidade com o ordenamento jurídico, estará, em regra, agindo sem dolo ou culpa³⁰⁷. Esta, a culpa, que pode ser caracterizada como um agir omissivo ou comissivo, eivado de negligência, imprudência ou imperícia (e que cause dano a outrem), nos contornos do direito societário relativo às companhias abertas se verificará, tão somente, nos contornos do dever de diligência³⁰⁸ e de lealdade.

Os administradores não atuam como simples representantes da pessoa jurídica. Eles apresentam a companhia, isto é, fazem a vontade social ser materializada no mundo fenomênico. Quando a sociedade atua por meio dos atos de seus administradores, é a própria sociedade que está manifestando a sua vontade na realização dos atos ou negócios jurídicos³⁰⁹.

Essas constatações implicam em reconhecer que a responsabilidade dos administradores por atos que não sejam contrários a lei ou ao estatuto social não decorre de um inadimplemento contratual, puro e simples; de lado oposto, trata-se de uma responsabilidade extracontratual, advinda de deveres de conduta estabelecidos em lei (e por vezes em estatuto social), donde sua responsabilização só é possível em razão de um ilícito extracontratual caracterizado, justamente, pela violação desse dever legal (responsabilidade aquiliana ou *ex lege*)³¹⁰.

O artigo 158 da “Lei das S/A”, que trata da responsabilidade dos administradores, disciplina que o administrador não é pessoalmente responsável pelas obrigações que contrair em nome da sociedade e em virtude de ato regular de

³⁰⁶ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 11.

³⁰⁷ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p.11.

³⁰⁸ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 213-214.

³⁰⁹ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1557.

³¹⁰ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1557-1558.

gestão; responde civilmente, porém, pelos prejuízos que causar quando proceder dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo (inciso I) ou com violação da lei ou do estatuto (inciso II). Ainda, o parágrafo primeiro afirma que o administrador só será responsabilizado por ato de outro administrador, se for conivente com este, se negligenciar-se em descobri-los ou se, deles tendo conhecimento, deixar de agir para impedir a sua prática. Exime-se de responsabilidade o administrador dissidente que faça consignar sua divergência em ata de reunião do órgão de administração ou, não sendo possível, que dela dê ciência imediata e por escrito ao órgão da administração, no conselho fiscal, se em funcionamento, ou à assembleia-geral.

Vale ressaltar o parágrafo segundo que impõe que os administradores são solidariamente responsáveis pelos prejuízos causados em virtude do não cumprimento dos deveres impostos por lei para assegurar o funcionamento normal da companhia, ainda que, pelo estatuto, tais deveres não caibam a todos eles, sendo que nas companhias abertas essa responsabilidade ficará restrita aos administradores que, por disposição do estatuto, tenham atribuição específica de dar cumprimento àqueles deveres (parágrafo terceiro), salvo se tendo conhecimento do não cumprimento desses deveres por seu predecessor ou pelo administrador competente nos termos retromencionados, deixar de comunicar o fato à assembleia geral, tornar-se-á por ele solidariamente responsável (parágrafo quarto).

Ainda, e por fim, responderá solidariamente com o administrador quem, com o fim de obter vantagem para si ou para outrem, concorrer para a prática de ato com violação da lei ou do estatuto (parágrafo quinto).

Ou seja, só responderá civilmente o administrador que praticar ato irregular de gestão, ou se agir em desconformidade com seus deveres fiduciários, com dolo ou culpa, causando danos a outrem.

Pensa-se que a hipótese do inciso I trata de responsabilidade subjetiva, exigindo, por evidente, a culpa ou o dolo, como já dito algures. Sendo responsabilidade subjetiva, exige o dano e o nexo causal³¹¹.

No âmbito dessa responsabilidade, incluem-se condutas como: (a) desvio e utilização indevida de fundos sociais em despesas não relacionadas ao objeto da companhia; (b) negligenciar a renovação compulsória do contrato de locação de um imóvel fundamental para a empresa, componente essencial do seu estabelecimento;

³¹¹ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 1559-1560.

(c) alienar um imóvel ou maquinário da sociedade por um valor significativamente abaixo do preço de mercado, influenciado por interesses pessoais; e (d) deixar de cobrar, sem justificativa, créditos de devedores solventes pertencentes à companhia; (e) etc.³¹².

A apuração de culpa deverá ser realizada com vistas aos deveres fiduciários, especialmente em relação ao dever de diligência, pois é a partir dos *standards* de comportamento estabelecidos nos deveres fiduciários³¹³ que se poderá analisar a conduta do administrador acusado³¹⁴.

Quanto à responsabilidade do inciso II, entendemos que trata-se de responsabilidade subjetiva com inversão do ônus da prova e, destarte, com presunção de culpa³¹⁵. Compete ao administrador diante de um caso como este comprovar que não agiu culposamente para, só então, livrar-se da imputação do ato ilícito feita contra si. Isto é, ao proceder com atos de violação da lei ou estatuto, sua conduta gera presunção relativa de ação culposa. Essa presunção, sendo relativa, pode ser contornada pelo administrador ao demonstrar que sua atuação foi pautada pela boa-fé, ou que não teria como evitar os prejuízos ocasionados pela conduta, pois ocorreriam de qualquer modo, independente da conduta realizada, não podendo, assim, atribuir-lhe influência no resultado danoso. Cabe-lhe, portanto, demonstrar a ausência de responsabilidade³¹⁶.

Tal entendimento é corroborado pelo que dispõe no parágrafo sexto do artigo 159 da “Lei das S/A”, que disciplina que o juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia.

³¹² Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 1559-1560.

³¹³ PARENTE, Flavia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2005, p. 34 e 35.

³¹⁴ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 1562.

³¹⁵ Neste sentido: VALVERDE, Trajano de Miranda. *Sociedades por ações*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1953. p. 319, vol. 2; LACERDA, Sampaio de. *Comentários à lei das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1978. p. 206, vol. 3; LOBO, Jorge. *Direitos dos acionistas*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 317; LUCENA, José Waldecy. *Das sociedades anônimas: comentários à lei*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 566, vol. 2; e EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. p. 176-177, vol. 3. Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 1559.

³¹⁶ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 1559-1560.

Por fim, quanto à solidariedade da responsabilidade dos administradores, tem-se que nas companhias abertas, em razão da especialização de atribuições e complexidade de atuação profissional, a responsabilidade é individual, só respondendo o administrador que concorreu para o ato danoso ou, ciente deste, não informou à companhia ou não praticou ato para impedi-lo³¹⁷.

Nas companhias abertas, destarte, há apenas presunção relativa de solidariedade entre membros de órgãos societários colegiados.

É importante compreender, neste sentido, que quando saímos do campo teórico e vamos ao campo prático, a responsabilização do administrador por danos causados durante o exercício de seu mister encontra dificuldades práticas acentuadas, razão pela qual entendemos correta a escolha do legislador por uma responsabilidade subjetiva. Normalmente o julgador não tem como avaliar o mérito das decisões gerenciais, ainda mais tendo-se em conta a passagem do tempo, de quando a decisão foi tomada e de quando o julgamento será realizado (já com a consciência do resultado final)³¹⁸.

Ademais, impor uma responsabilização objetiva, ou mais rígida, aos administradores em razão de erros ou más decisões, teria o efeito de inibir a assunção do risco, o qual, via de regra, traz mais malefícios do que benefícios. Não se atrairia os melhores talentos para a administração das companhias, haja vista o alto grau de risco em ser responsabilizado por resultados que não foram os esperados³¹⁹.

4.5. – *Business judgment rule* – Breves notas

Assentado o regime de responsabilização dos administradores na legislação pátria, bem como parte de suas idiossincrasias, antes de partirmos para a etapa final do trabalho, qual seja, responder qual seria a responsabilidade dos administradores diante de investimentos em ESG, entendemos como necessário tecer breves

³¹⁷ EIZIRIK, Nelson. Responsabilidade civil e administrativa do diretor de companhia aberta. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 23, n. 56, out./dez. 1984, p. 47-64.

³¹⁸ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)*. Ano 05 (2019), nº 5, p. 12.

³¹⁹ PARGENDLER, Mariana. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro**. in LUPION, Ricardo (org.). **40 anos da Lei 6404/76: Inovações, Desafios e Perspectivas**. Porto Alegre: Editora Fi, 2016, p. 287.

comentários sobre a *business judgment rule*, pois de importância vital para nossa resposta final.

Entendemos que a doutrina da *business judgment rule* é um dos temas que se reveste de maior importância na prática do direito societário de companhias de capital aberto, pois “se é verdade que administradores devem responder por danos que causarem de forma culposa ou dolosa, também é verdade que a atividade por eles executada está sujeita a erros cometidos sem culpa que podem prejudicar essas sociedades”³²⁰.

A regra da decisão negocial tem seu surgimento no direito anglo-saxão, especialmente nos Estados Unidos, tendo como um dos principais motes evitar entrar no mérito das decisões empresariais tomadas de boa-fé e de forma refletida³²¹.

Protege, portanto, a discricionariedade dos administradores, assegurando uma presunção relativa de que a tomada de decisão foi refletida e de boa-fé, agindo de forma diligente e no interesse da companhia.

A regra da decisão negocial deve ser compreendida como uma doutrina de abstenção por parte do julgador, pois deve-se afastar a intervenção judicial e regulatória nos casos em que não se verifique fraude, conflito de interesses ou quebra dos deveres fiduciários³²².

A regra da decisão negocial constitui uma presunção de que os administradores, ao desempenharem suas funções, sempre agem de maneira alinhada às expectativas. Portanto, se essa regra não for refutada, o julgador deve acatar a decisão comercial, sem a possibilidade de invalidá-la, analisar sua razoabilidade ou substituí-la por outra que considere mais apropriada³²³. A presunção estabelecida pela regra constitui ônus da prova a quem contestar a decisão tomada pelo administrador. Exige-se a demonstração dos fatos e motivos pelos quais a regra não deve ser aplicada³²⁴.

³²⁰ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 107.

³²¹ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)*. Ano 05 (2019), nº 5, p. 13.

³²² BAINBRIDGE, Stephen M. **The business judgment rule as abstention doctrine**. UCLA School of Law's Law & Economics Research Paper Series. Research Paper nº 03-18, p. 17

³²³ PARENTE, Flavia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2005, p. 71.

³²⁴ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. Op. cit., p. 120.

A regra da decisão negocial é constituída por quatro elementos: i) ocorrência de uma decisão negocial; ii) desinteresse e independência; iii) diligência; e iv) boa-fé³²⁵.

Quando esses elementos são observados durante o processo decisório, a presunção estabelecida pela regra é incontestável, impedindo a responsabilização do administrador ou diretor pelos resultados da decisão³²⁶.

O primeiro elemento, qual seja, a ocorrência de uma decisão negocial, se aplica quando uma decisão é tomada relacionada a algum negócio presente ou futuro ou sobre algum aspecto crucial da companhia. Essa decisão deve estar em conformidade com a legalidade e com o estatuto social da companhia. Além disso, o administrador responsável pela decisão deve possuir os poderes necessários, garantindo que a escolha seja um ato de gestão *intra vires*³²⁷.

O segundo requisito é o desinteresse e independência. A decisão negocial não pode ser tomada com o objetivo de beneficiar financeiramente o próprio tomador de decisão. O desinteresse ocorre quando não há interesse pessoal na decisão.

Decisão interessada refere-se àquela em que o administrador ou diretor está envolvido nos dois lados da negociação, esperando obter benefícios financeiros pessoais com a situação. Em outras palavras, o interesse é estabelecido pela evidência de um potencial ganho ou perda com o resultado da decisão a ser tomada³²⁸.

Dessa maneira, o desinteresse se configura quando o indivíduo está alheio às consequências de sua decisão. Importante destacar que, da mesma forma, uma decisão colegiada não é afetada se um dos membros desse colegiado tomar uma decisão interessada ou dependente. O interesse do administrador tem que ser direto, consistir em um ganho direto, e não incidental ou circunstancial³²⁹.

³²⁵ GONÇALVES, Oksandro; PICCOLI, Maria Eduarda. A Responsabilidade Civil dos Administradores no Brasil e a Business Judgment Rule. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 08 (2022), nº 6, p. 1504.

³²⁶ I ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 15.

³²⁷ BARBOSA, Henrique Cunha. Business Judgment Rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de Direito Comercial**. v. 2. São Paulo: Saraiva. 2015, p. 478.

³²⁸ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 16.

³²⁹ Processo administrativo sancionador CVM 09/2006.

A independência cinge-se em torno da decisão fundamentada unicamente nos interesses da companhia, sem sofrer com influência ou consideração externa, ou, ainda, que vise aos interesses da administração antes dos interesses sociais. Ou seja, o administrador que tiver forte relação pessoal ou familiar com algum interessado não goza de independência³³⁰.

O terceiro requisito é a diligência. Esse aspecto já foi destacado anteriormente e será novamente definido de maneira concisa. A diligência consiste em agir de maneira informada na tomada de decisões. Não é necessário ter conhecimento de todos os fatos e informações envolvidos em uma decisão, apenas daqueles que são relevantes e razoavelmente acessíveis. O conceito de diligência está vinculado ao aspecto de negligência grave (*gross negligence*), ou seja, será considerado diligente aquele que não for gravemente negligente³³¹.

Portanto, a diligência é alcançada quando são reunidas informações suficientes para fundamentar o comportamento do tomador de decisão. O dever de diligência se concentra no processo de tomada de decisão, incluindo a análise de possibilidades e alternativas, bem como na identificação da matéria em questão³³².

No entanto, é importante ressaltar que o julgador não deve buscar determinar o melhor processo decisório³³³. Como já assentado, a quantidade de informações necessárias dependerá do caso concreto, sendo que a demora na busca de mais e mais informações pode ser até mais prejudicial³³⁴.

Por fim, o último critério da regra de julgamento empresarial é a boa-fé, sendo um elemento-chave dessa norma. A presunção de boa-fé só pode ser derrubada por

³³⁰ BLOK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The business judgment rule: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. v. 1. New York: Aspen Publishers. 2009, p. 100.

³³¹ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. *Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)*. Ano 05 (2019), nº 5, p. 17.

³³² SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S/A: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro. Elsevier. 2007, p. 200.

³³³ "...não cabe a CVM dizer como o procedimento decisório de uma empresa deve ser feito, pois cada companhia tem uma estrutura e uma configuração distinta e seus administradores e acionistas podem estar sujeitos a diferentes tipos de risco. Além do mais, é impossível reproduzir a posteriori as exatas condições do processo de tomada de decisão e, tendo elas sido tomadas de forma desinteressada e em boa-fé, não podem os administradores serem acusados com base em uma situação ideal de conhecimento total das informações e onde o tempo não é escasso". Processo Administrativo Sancionador CVM nº 21/2004.

³³⁴ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidade. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro. Forense. 2009, p. 1.106.

alegações extremamente robustas, não sendo suficiente questionar a honestidade dos administradores com argumentos desprovidos de lastro probatório mínimo³³⁵.

Decisões irracionais podem afetar a boa-fé, mas esse critério deve ser aplicado com cautela para não esvaziar o propósito da *business judgment rule*. A má-fé pode ser estabelecida através de dolo, falha escandalosa no processo decisório ou indiferença consciente em relação aos negócios da companhia³³⁶.

A *business judgment rule* visa proteger as decisões comerciais dos administradores, reconhecendo que a administração está intrinsecamente ligada à tomada de riscos, essenciais para o desenvolvimento e lucro. Essa regra busca evitar uma reanálise posterior dos fatos já ocorridos, considerando que imputar responsabilidade por erros honestos afastaria profissionais competentes da administração de empresas. Administradores devem ser incentivados a assumir riscos, enquanto juízes (e até julgadores administrativos) não são especialistas em negócios e não enfrentam as pressões dinâmicas e naturais do mercado.

Além disso, as empresas são geridas por administradores, não pelos acionistas, e estes têm o poder de destituir e substituir os administradores a qualquer momento.

À guisa de conclusão deste subtópico, resta, por fim, apontar a recepção de tal regra no direito brasileiro.

A recepção de tal doutrina pelo ordenamento jurídico apresenta-se, em certa medida, como celeuma ultrapassada, pois a CVM vem aplicando tal regra de há muito^{337,338,339}, bem como o Tribunal de Contas da União³⁴⁰. A controvérsia cinge-se sobre em quais dispositivos legais que tal regra oriunda do direito comparado está amparada.

³³⁵ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 18.

³³⁶ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 18.

³³⁷ Como já demonstrado em alguns trechos de voto utilizados no presente trabalho.

³³⁸ No início, em menor grau de intensidade, como se denota dos processos administrativos sancionadores 19/87, 01/93, 31/00, 03/02. Indo a um maior grau de intensidade com o tempo, como se denota dos processos administrativos sancionadores 14/05, RJ2009/2610, entre tantos outros.

³³⁹ Em voto que tivemos a honra de sermos citados: Processo Administrativo Sancionador CVM nº 05/2016 e 06/2016.

³⁴⁰ Em processo que também fomos citados: TC 003.502/2016-3 e 025.551/2014-0.

Para grande parte da doutrina nacional, a base da regra negocial encontra-se no artigo 159, §6º, da “Lei das S/A”³⁴¹. No entanto, esse entendimento não parece o mais adequado, pois esse parágrafo aborda apenas a boa-fé e a atuação no interesse da companhia, excluindo elementos essenciais da regra. Mesmo que se admita que o “desinteresse e independência” são compatíveis com essa disposição legal, uma vez que atos praticados de maneira interessada ou não independente vão contra os interesses da companhia, ainda faltam os elementos “diligência” e “ocorrência de decisão negocial”³⁴².

Dessa forma, o artigo 159, §6º, parece ignorar aspectos essenciais da *business judgment rule*, permitindo ao juiz excluir a responsabilidade do administrador mesmo em casos de culpa *stricto sensu* (atos negligentes, imprudentes ou imperitos)³⁴³. A atuação de boa-fé e no interesse da companhia não se confunde com o valor epistemológico e nem com o significado semântico do verbo “diligenciar” (dever de diligência). É possível uma atuação com boa-fé e no interesse e, no entanto, não observar o dever de diligência em todos os seus aspectos³⁴⁴.

Portanto, a nosso ver, o artigo 159, § 6º, da “Lei das S/A” se aplica ao quadro fático após o afastamento da *business judgment rule*, ou seja, é reconhecida a responsabilidade do administrador, mas, de acordo com o caso em tela, o julgador poderá afastar tal responsabilidade por ter o administrador agido de boa-fé e no interesse da companhia³⁴⁵, mesmo com culpa *stricto sensu* evidente e reconhecida.

Assim sendo, a recepção da regra da decisão negocial pelo ordenamento pátrio não deve ser vista de forma isolada apenas por um artigo da “Lei das S/A”, mas,

³⁴¹ Entre os ilustres doutrinadores que advogam esta tese estão: Modesto Carvalhosa (na obra Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 4. ed. v. 2. São Paulo: Saraiva. 2009); Osmar Brina Corrêa Lima (na obra Responsabilidade Civil dos Administradores de Sociedade Anônima. Rio de Janeiro: Aide. 1989); Alexandre Couto Silva (na obra: Responsabilidade dos Administradores de S/A: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro: Elsevier. 2007); Mariana Pargendler (na obra: Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro. In LUPION, Ricardo (org.). 40 anos da Lei 6404/76: Inovações, Desafios e Perspectivas. Porto Alegre: Editora Fi.); entre outros.

³⁴² ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 21.

³⁴³ ROCHA, João Luiz Coelho da. Administradores, conselheiros e prepostos de sociedades. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005, p. 88.

³⁴⁴ Como exemplo podemos citar a hipótese ventilada por Brigagão, onde um administrador/diretor celebra um contrato com terceiro no intuito de buscar lucros para a companhia, entretanto, não se informou corretamente a respeito de cláusulas contratuais (ou do verdadeiro estágio econômico do terceiro), causando com isto prejuízo à sociedade e seus acionistas. Não houve ato de má-fé, nem visando interesse alheios ao da companhia; há, apenas, falta de diligência no exercício de suas funções. BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. Op. cit., p. 172-173.

³⁴⁵ ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 287.

sim, deve ser entendida a partir de uma interpretação sistemática da referida lei e do ordenamento pátrio. O artigo 158 da “Lei das S/A” traduz, de forma genérica, a essência da *business judgment rule*. Entretanto, pela natureza de nosso sistema jurídico, não traduz de forma exauriente o âmago da regra estrangeira em sua completude³⁴⁶.

A análise deve se pautar sobre a Seção IV da “Lei das S/A”. A decisão negocial é o elemento da regra que tem que ser enxergue sob um prisma aglutinador de deveres. Portanto, neste diapasão, é configurada quando da tomada (discricionária) de uma decisão, de maneira consciente, observando os deveres fiduciários atinentes a todos os administradores; dá-se dentro do espectro legal e da atribuição dada pelo estatuto social (ato *intra vires*).

Os elementos desinteresse e independência estão dispostos nos artigos 154 (caput e §1º) e 156 da “Lei das S/A”. O elemento diligência (e todos os seus subelementos consectários como, por exemplo, o dever de se informar) está previsto no artigo 153 da “Lei das S/A”. Por sua vez, o elemento boa-fé se encontra nos artigos 155 e 158, em seus incisos I e II³⁴⁷, da “Lei das S/A”.

Por fim, a presunção de legalidade a que condiciona a *business judgment rule* também se encontra presente no sistema pátrio. Os princípios constitucionais da presunção da inocência, contraditório e ampla defesa implicam de quando da atuação estatal de punição (ou de órgão regulador) se observe tais diretrizes para que se dê de maneira pormenorizada, indicando a materialidade do delito, bem como ocorrência fenomênica no mundo dos fatos da hipótese abstratamente prevista na legislação.

Isto é, a presunção de validade dos atos do administrador continua hígida até que a acusação demonstre, de maneira fundamentada e com provas, que o mesmo descumpriu a legalidade ou agiu de forma contrária a seus deveres fiduciários. O mesmo ocorre no caso de uma ação civil, onde o ônus de prova recai sobre aquele que acusa, neste caso, a parte autora³⁴⁸.

³⁴⁶ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 20.

³⁴⁷ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 20.

³⁴⁸ ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB). Ano 05 (2019), nº 5, p. 20.

Assim, a utilização e incidência da *business judgment rule* em nosso ordenamento é possível e já vem sendo realizada, principalmente pelos tribunais administrativos, em nada contrariando ou ferindo a nossa sistemática jurídica e sendo, pelo contrário, importante doutrina para realizar o espírito da legislação societária brasileira.

4.6. A responsabilidade do administrador diante de investimentos em ESG (interesse social e finalidade da empresa)

Após todo o caminho percorrido, compreende-se que estão reunidos os elementos que permitem responder à pergunta inicial: afinal, qual seria a responsabilidade dos administradores em relação aos investimentos em ESG por eles realizados, notadamente quando rebatida a questão na finalidade da empresa e em seu interesse social? Para tanto, assentam-se novamente algumas conclusões.

Mesmo diante da possibilidade de nosso erro, entende-se que interesse social e finalidade da empresa não se confundem, em que pese serem, por vezes, convergentes.

Na perspectiva do presente trabalho, o interesse social da empresa se revela na consecução do objeto social (imediato, como quer dizer grande parte da doutrina) e, no caso brasileiro, na consecução do objeto social observando-se a função social da empresa e a vontade dos sócios. Este último ponto se revela, notadamente, quando diante de sociedades anônimas fechadas ou limitadas (e outros tipos societários que não têm capital aberto, mas em desuso), onde a vontade societária (de todos os sócios), observando-se os critérios do contrato/estatuto social, pode se sobrepor ao objeto social. Entende-se, no entanto, que no caso de sociedade anônima aberta, o interesse social se liga exclusivamente ao objeto social e à sua consecução lucrativa, observando e cumprindo a função social da empresa.

Por sua vez, a finalidade da empresa em modo *default* é a busca do lucro por meio da consecução do interesse social, isto é, do objeto social da empresa. Novamente, diante de uma sociedade anônima fechada ou limitada (e congêneres), os sócios, observando as regras societárias, poderão, à sua vontade, modificar a finalidade empresarial momentaneamente. Contudo, como ocorre com o interesse social, quando diante de uma sociedade anônima aberta, não poderia se cogitar em modificar sua finalidade, em razão da sua natureza (busca na poupança popular, em

número indeterminado de pessoas, o seu fomento, ao mesmo tempo que pela sua atividade econômica, emprega um número grande de pessoas, e qualquer crise afeta toda a coletividade de forma acentuada), destarte, a finalidade da companhia anônima aberta será sempre a busca pelo lucro, conforme a própria “Lei das S/A” define, sendo a busca pelo lucro conformada e balizada, no caso brasileiro, pela função social da empresa³⁴⁹.

A busca pelo lucro, portanto, é parte indissociável da sociedade anônima aberta brasileira, tendo, inclusive, a CVM afirmado em julgamento que “não se admite sociedade anônima de benemerência, religiosa ou de fins filantrópicos”, uma vez que a “sociedade anônima é sempre mercantil, qualquer que seja o seu objeto e disso decorre a perseguição do lucro como seu corolário”³⁵⁰. Inclusive, só se pode cogitar criar uma companhia aberta no Brasil após a análise de viabilidade econômica por parte da CVM.

No caso brasileiro, como já se teve oportunidade de sublinhar, são vários os textos normativos que revelam que a finalidade da empresa no cenário nacional é a busca pelo lucro conformada pela observação de balizas que visam garantir direitos das partes interessadas e minorar as externalidades negativas.

Em específico à principal legislação incidente sobre companhias abertas (“Lei das S/A”), temos como destaque os artigos 116, parágrafo único, e 154.

A ordem econômica brasileira é fundada na livre iniciativa e na valorização social do trabalho, tendo como objetivo assegurar a todos uma existência digna, conformada pela justiça social.

Como Fábio Konder Comparato ensina, a função social traduz-se no “poder-dever do proprietário de dar à coisa uma destinação compatível com o interesse da coletividade transmuda-se, quando tais bens são incorporados a uma exploração empresarial, em poder-dever do titular do controle de dirigir a empresa para a realização dos interesses coletivos.”³⁵¹

São os administradores e controladores, solidariamente, responsáveis por fazer a companhia aberta cumprir a sua função social.

³⁴⁹ A redação do artigo segundo da “Lei das S/A” não deixa dúvidas em relação à finalidade empresarial: pode ser objeto da companhia qualquer empresa de fim lucrativo, não contrário à lei, à ordem pública e aos bons costumes.

³⁵⁰ CVM, 2002/8433/RJ, rel. Dir. Luiz Antonio de Sampaio Campos, j 17.04.2018.

³⁵¹ COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 34.

A função social da empresa, expressa nos supracitados artigos, e a nosso ver, é norma cogente, de cumprimento obrigatório pela companhia, mesmo que seu conteúdo seja de caráter aberto.

Isto implica em reconhecer que a função social da empresa é princípio que orienta a atividade empresarial, na busca da realização da justiça social, ao tempo que amplia não só o interesse social, mas a própria finalidade da empresa, e por “mais que muitos desses compromissos apenas possam ser exigidos caso sejam traduzidos em obrigações legais concretas, um dos seus desdobramentos autoaplicáveis é a proibição do abuso no exercício da livre iniciativa empresarial”³⁵².

A função social da empresa é a horizontalização obrigatória dos direitos fundamentais.

A empresa deve atuar em equilíbrio na busca de seu lucro, evitando condutas abusivas e que gerem demasiadas externalidades negativas, buscando uma autocontenção na busca de seus direitos, observando e cumprindo direitos alheios, especialmente ambientais, trabalhistas, consumeristas e creditícios.

E é por meio, especialmente, dos deveres fiduciários (e das cláusulas gerais de responsabilidade) que é densificada a busca pelo cumprimento da função social da empresa, pois estes deveres e cláusulas apresentam *standards* de comportamentos esperados, ao tempo que têm papel interpretativo e sistematizador do atuar dos administradores e de suas responsabilidades, servindo como parâmetro de identificação de abuso de poder ou de irresponsabilidade³⁵³.

A função social, portanto, tem inequívoca atuação positiva no impacto da atividade empresarial, especialmente no que concerne a busca pelo lucro, pois impõe que essa busca seja compatibilizada com a proteção dos demais interesses que se projetam sobre a atividade empresarial³⁵⁴.

O atuar do administrador deve ser sempre direcionado ao cumprimento do interesse social (objeto social) e do lucro (finalidade última de toda sociedade anônima aberta), no entanto, cumprindo a função social da empresa durante o percurso.

³⁵² Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 944.

³⁵³ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 945.

³⁵⁴ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle, p. 945.

O administrador exerce competência funcional, razão pela qual o seu agir é unidirecional ao atendimento dos interesses da companhia, sendo-lhe defeso, como já sublinhado, agir em proveito próprio ou de outrem; destarte, mesmo estando em órgãos colegiados, o administrador somente pode votar em observância do interesse da empresa³⁵⁵.

O não atendimento a este preceito implica em descumprimento dos deveres fiduciários de diligência e lealdade, pois mesmo se o administrador agir em prol de acionistas que o elegeram, não estará sendo leal para com a companhia, única a quem deve lealdade, como já exposto, ao mesmo tempo que o seu atuar parcial implica em não observância da diligência mínima esperada de um profissional.

Destarte, o administrador deve ser compreendido como órgão da companhia e a apresenta no mundo dos fatos, ou seja, não é representante dos acionistas, mesmo daqueles que o elegeram, não podendo, portanto, ter uma fidelidade cega a estes, especialmente diante de interesses diversos dos interesses da companhia³⁵⁶.

O administrador deve, neste toar, atuar em prol do cumprimento do interesse social da companhia, isto é, de seu objeto social, buscando com que esse cumprimento seja sempre lucrativo (e aqui, à escolha do conselho ou da assembleia, essa busca poderá ser de curto, médio ou longo prazo), ao tempo que cumpre a função social da empresa, ou seja, realizar os critérios mínimos estabelecidos por lei em relação aos interesses e direitos dos *stakeholders*.

Assim sendo, compreende-se que a questão de investimentos em ESG, se ferem ou não a finalidade da empresa (e, por que não, seu interesse social) e qual seria a responsabilização dos administradores, liga-se aos deveres fiduciários – diligência, lealdade e de informação.

O administrador em seu atuar, como já ficou claro, deve sim, no contexto do direito brasileiro, buscar observar os direitos e interesses das partes interessadas. No entanto, parece-nos, que essa busca é limitada e conformada pela finalidade primordial da companhia aberta: a busca pelo lucro. Ou seja, a busca do lucro é limitada pelos direitos e interesses dos *stakeholders*, não sendo legítimo o lucro produzido a custo de danos à coletividade. Dito de outro modo, cumprindo-se a

³⁵⁵ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1479.

³⁵⁶ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada . Edição do Kindle, p. 1479-1480.

legislação que protege a coletividade (leis trabalhistas, consumeristas, concorrenciais, ambientais etc.), o lucro gerado satisfará a exigência da função social da empresa³⁵⁷.

E, para não deixar margem à dúvida, não concordamos, portanto, com a tese daqueles que advogam que o cumprimento da Agenda ESG é fazer além do que preveem as legislações que buscam proteger as partes interessadas³⁵⁸ e dar guarida aos preceitos ESG. Entendemos que o cumprimento das legislações ESG faz com que as empresas cumpram, mesmo em parâmetros mínimos, a Agenda ESG (como a Política Nacional de Resíduos Sólidos, legislação sobre governança corporativa, legislação trabalhista etc.).

Neste tom, o artigo 154, parágrafo segundo, alínea a, determina que é vedado ao administrador praticar atos de liberalidade à custa da companhia. A leitura desse dispositivo deve ser feita de forma teleológica com a “Lei das S/A” e com a Constituição Federal.

Isto implica em dizer que, a princípio, o administrador não poderá realizar atos de liberalidade, especialmente atos que fujam ao objeto social da companhia, mesmo que pautados pela Agenda ESG ou em questões sociais.

De outro modo, a conclusão que se chega é que, em um primeiro momento, diante dos deveres de diligência e de lealdade, rebatidos na obrigação de cumprimento da função social da empresa, deve o administrador perquirir, notadamente no aspecto de informar-se, de investigar e bem administrar do dever de diligência, em qual intensidade a decisão a ser tomada causa externalidades negativas e afeta os terceiros interessados, para só então, após realizado o balanço entre decisão e possíveis consequências, realizar a sua tomada, visando minimizar os efeitos deletérios ao mesmo tempo que afeta o menos possível a lucratividade da operação.

Dito de outra forma, isso não significa, portanto, e por evidente, quando diante da consecução da função social da empresa no momento da tomada de decisão empresarial, na necessidade de promover diretamente a justiça distributiva em prejuízo do lucro da companhia.

³⁵⁷ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1490-1491.

³⁵⁸ Por exemplo e por todos: FRAZÃO, Ana. **Capitalismo de stakeholders e investimentos ESG: Considerações sobre o tema após 50 anos da publicação do artigo seminal de Milton Friedman.** Disponível em: <https://www.professoraanafrazao.com.br/pt/publicacoes/tipo:5>. Acesso em: 20 nov. 2023.

Contudo, estabelece a obrigação de proteção e cooperação com todos aqueles que, contratual ou não contratualmente, estão sujeitos aos efeitos e externalidades das operações empresariais, especialmente os detentores dos interesses mencionados no artigo 170 da Constituição Federal. Nesse contexto, o dever de lealdade está intimamente ligado às cláusulas gerais que proíbem o abuso de poder de controle e as competências administrativas, exigindo que os gestores conduzam as operações empresariais levando em consideração os diversos interesses envolvidos, visando protegê-los na medida do possível e evitando causar danos desnecessários e injustificados³⁵⁹.

Ou seja, o administrador pode, eventualmente, preterir certos interesses dos acionistas, notadamente no cumprimento dos interesses dos *stakeholders* no afã de cumprir a função social da empresa, principalmente visando mitigar as externalidades negativas geradas pela atividade empresarial; porém, tal atuar só pode ser realizado de forma razoável, em conformidade com a função social da empresa e no princípio de manutenção da empresa, de forma fundamentada e refletida, e desde que busque cumprir com o objeto social, lei ou estatuto social³⁶⁰.

A atuação empresarial, em qualquer nível, gera, em diversas circunstâncias, elevados riscos econômicos e sociais, juntamente com consideráveis externalidades negativas. Estes riscos e externalidades negativas gerados frequentemente não foram devidamente ponderados no processo de tomada de decisão dos gestores. Em muitas situações, as decisões são tomadas em desacordo com alertas e pareceres técnicos internos ou externos, sendo simplesmente negligenciados pelos administradores. Tais cenários, sem dúvida, devem ser interpretados como infrações ao dever de diligência e de lealdade e como uso indevido dos poderes de gestão, sujeitando os administradores às respectivas responsabilidades³⁶¹.

Situação parecida seria a de uma empresa, que por meio de sua assembleia, ou de seu conselho, impõe aos administradores que persigam a agenda ESG. Neste caso, os administradores deverão realizar a agenda ESG, pautados na busca pelo lucro e na consecução do objeto social. Caso não busquem realizar a agenda ESG,

³⁵⁹ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1510.

³⁶⁰ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1486.

³⁶¹ Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1488.

ou o façam de modo a prejudicar a sociedade (desaguando em prejuízos, por exemplo), estarão faltando, igualmente, com seu dever de lealdade, e, provavelmente, com o dever de diligência.

Destarte, neste aspecto entendemos que a Agenda ESG serve como balizador do atuar do administrador para o cumprimento da função social da empresa, que, como já sublinhamos, é cláusula aberta, pois modifica-se com o tempo e evolução da sociedade.

Entende-se, como posto algures, que a Agenda ESG, hodiernamente, pode ser compreendida como uma verdadeira instituição informal, pressionando e exigindo atuações empresariais.

Como uma instituição informal, parece-nos que a Agenda ESG conforma e é conformada, no Brasil, pelo princípio da função social da empresa (e da preservação da empresa).

À vista disto, no cenário atual, o administrador que atuar sem observar as diretivas da Agenda ESG, compreende-se, agirá sem observância aos preceitos do dever de diligência e de lealdade.

Isto porque o atuar diligente e leal do administrador exige dele estar sempre bem-informado e bem-preparado (estudos, cursos, preparação), antenado com as tendências atuais e futuras que poderão afetar a empresa. Se a Agenda ESG tornou-se uma instituição informal, se cada vez mais o mercado (por meio de investidores institucionais e consumidores conscientes) exige um atuar empresarial em conformidade com preceitos éticos, especialmente relativos à atuação social e ambiental, então um atuar que não tenha em conta esses fatores em seu cálculo é um atuar não diligente e desleal (este no ponto em que não estará concorrendo para o melhor cumprimento do objeto social da companhia e de sua busca pelo lucro) que prejudicará a companhia, principalmente a médio e longo prazo.

Novamente ratifica-se, porém, que isto não significa compreender que o cumprimento da Agenda ESG deve se dar em prevalência e antes do cumprimento do objeto social e da busca pelo lucro. O administrador deve ponderar e colocar em seu cálculo a Agenda ESG, sopesando não só o cumprimento legal das exigências legislativas que contemplam aspectos da Agenda ESG, mas, também, podendo estender esse atuar em razão da pressão do mercado, ponderando como isto afetará a consecução do objeto social e a busca pelo lucro.

O administrador deve ter como norte, quando diante de sociedades anônimas abertas, a busca pelo lucro, o que não se traduz no lucro a curto prazo. O atuar, contudo, sempre terá que ser fundamentado e pautado na busca pelo lucro e, quando diante do lucro de médio e longo prazo, deverá o administrador demonstrar que a sua tomada de decisão foi refletida e não unicamente motivada por questões políticas e ideológicas. A decisão terá que ser diligente, desinteressada, independente e de boa-fé, bem como leal para com a sociedade e seus interesses.

E assim o fazendo, parece-nos que em relação ao dever de diligência, estará o administrador coberto pela *business judgment rule*, pois esta considerará razoáveis as decisões orientadas para a tutela de outros interesses que não apenas os dos próprios acionistas, desde que tenham sido tomadas visando o lucro (mesmo o de médio e longo prazo) e a realização do objeto social, rebatidos na função social da empresa, observados os critérios da regra negocial³⁶².

Essa constatação ganha mais força ao se notar, como já sublinhado alhures, que a maior parte dos estudos e dados demonstram que os investimentos em ESG trazem retorno positivo (ou neutro) à companhia. Assim, a princípio, não haveria prejuízo, e um dos requisitos de responsabilização do administrador, perante a legislação brasileira, cairia por terra.

Por sua vez, há que se ter cuidado em relação a atos de mera liberalidade que visem doações ou atuações unicamente voltadas a questões sociais. No caso brasileiro, há de se observar o constante no parágrafo quarto do artigo 154 da “Lei das S/A”. Esta norma jurídica impõe que o conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais.

A constatação que se tem, destarte, é que em relação a atos de mera liberalidade e que não visem o retorno lucrativo nem a consecução do objeto social, dever-se-á ter uma decisão em conjunto, tomada pelo conselho de administração ou diretoria. Esta decisão poderá ser baseada no cumprimento das responsabilidades sociais da companhia, oriundas de sua função social, e poderão não visar, no fim, o lucro. Parece-nos, porém, que em uma análise global do ordenamento jurídico

³⁶² Coelho, Fábio Ulhoa; Frazão, Ana; Menezes, Mauricio Moreira; Et Al. Lei das Sociedades Anônimas Comentada. Edição do Kindle, p. 1487.

incidente, esse atuar não poderia ser feito a qualquer momento e sempre que realizado deverá ser fundamentado.

Ora, imagine-se diante de uma companhia aberta que esteja experimentando prejuízo em determinado exercício social (ou há alguns exercícios) ou que tenha como previsão que não terá lucro no fim do exercício social específico. Neste caso, parece-nos completamente irrazoável e com falta à lealdade esperada que se proceda com atos sociais às custas da companhia e dos acionistas. A benevolência encontra limites dentro do balanço da companhia. Um administrador que, por meio de decisão de órgão colegiado da companhia (diretoria e conselho), tome a decisão de realizar atos de benemerência quando a companhia está financeira e economicamente frágil, não cumpre seu dever de lealdade e de diligência e, para nós, deveria ser responsabilizado.

Ainda, para nós, qualquer decisão que vise a filantropia deve ser fundamentada, especialmente ao ponto de demonstrar que esse ato não prejudicará a companhia econômica e financeiramente, nem afetará a busca pelo lucro, e, neste caso, o lucro a curto prazo, pois se a companhia não tem um plano de ação de lucro a médio e longo prazo, e não conseguirá distribuir lucro a curto prazo, não deveria estar praticando atos de caridade a custo dos acionistas e demais partes interessadas.

Portanto, à guisa de conclusão, os investimentos em ESG hoje podem ser – e a nosso sentir são – uma instituição informal, que pressiona e exige um atuar cada vez mais ativo e comprometido das companhias, pois esta é a exigência do mercado (investidores institucionais e consumidores conscientes).

Assim sendo, os administradores em razão de seus deveres fiduciários, especialmente o dever de diligência e de lealdade, conformados pela necessidade de cumprimento da função social da empresa, devem, no seu atuar, colocar na equação de cumprimento de seus deveres enquanto administradores, as questões ESG, pois, hoje, são essenciais na atuação empresarial e implicam diretamente no lucro empresarial (busca de consumidores).

O que não implica em dizer que as questões ESG têm prevalência sobre o interesse social e a busca pelo lucro; não o têm. E se forem manejadas com prevalência, pensamos que os administradores poderão, sim, ser responsabilizados, conforme o caso concreto, pois seus deveres são para com a companhia e cumprimento do seu objeto social, visando o lucro e observando a função social da empresa.

À vista do exposto, compreende-se que se os administradores não pautarem a Agenda ESG como prevalente ao cumprimento do interesse social (objeto social) e pela busca do lucro, mas, sim, tão somente, como uma camada adicional a ser compreendida visando a consecução da função social da empresa e a busca pelo lucro a médio e longo prazo, e, por consequente, na sustentabilidade da companhia no mercado, notadamente em razão da pressão mercadológica na aplicação das métricas ESG, não poderão ser responsabilizados por realizarem investimentos em ESG, pois terão agido em conformidade com seus deveres fiduciários, especialmente de diligência e lealdade, na busca pela realização do objeto social e do alcance do lucro.

Ou seja, conforme a lealdade esperada dos administradores para com a Companhia, e conforme a necessidade de os administradores administrarem de forma a maximizar o objeto social da companhia e o lucro (mesmo se for de longo prazo), e sendo a agenda ESG, hoje, uma instituição informal, devem os administradores buscarem o seu cumprimento, pois é essencial para a manutenção da empresa no mercado competitivo e essencial na sustentabilidade da companhia no mercado.

Essa busca deve ser conformada pelo objeto social, pelo lucro e pela função social da empresa.

Em não buscando a agenda ESG de forma espontânea, ou quando incitado a essa busca e não o fazendo, poderá responder por falha do dever de lealdade (ou a depender do caso, por infringência do estatuto social). Não buscando ou buscando a agenda ESG, e o fazendo de forma que prejudique a sociedade ou terceiros, poderá, a depender do caso concreto, violar o dever de diligência, que deverá ser aferido de acordo com a *business judgment rule*. E, por fim, no caso de não cumprimento da agenda ESG legal, esta entendida como as legislações que demandam uma tomada de ação das companhias para proteção das partes interessadas (lei de resíduos sólidos etc), estará o administrador descumprimento a lei, e deverá ser responsabilizado (responsabilidade subjetiva com inversão do ônus da prova, observando-se o disposto no artigo 159, isto é, boa-fé ou impossibilidade de se mudar o resultado, mesmo agindo de forma diferente).

Conclusão

O capitalismo como conhecemos se encontra em análise. Por um lado, é atacado por defensores da teoria do *stakeholders*, que com certa razão demonstram suas incongruências, fragilidades e estragos. De outro lado, é defendido por defensores da teoria do *shareholder*, que demonstram que nossa evolução tecnológica e conquistas civilizatórias se devem ao nosso sistema econômico.

De nossa parte, entendemos que nem tanto ao céu nem tanto à terra. É evidente que o sistema capitalista hodierno não é perfeito e que gera uma série de externalidades negativas como, principalmente, o desastre ambiental, caracterizado pela extinção em massa das espécies e aumento do efeito estufa. Merece, certamente, ser aperfeiçoado a partir do reconhecimento dos equívocos e erros cometidos. No entanto, também não é o capitalismo a raiz de todos os males da humanidade e do planeta. A humanidade nunca viveu tão bem, nunca teve tanta expectativa de vida, nunca o número de óbitos por nascimento foi tão baixo, nunca a perspectiva de futuro foi tão promissora. A questão nos parece ser reconhecer os erros, sem jogar a água fora com a criança junto, como diz um ditado popular.

Neste cenário, o fortalecimento da Agenda ESG é bem-vindo, e se compreendida da maneira correta, pode se tornar uma luz no fim do túnel, a qual pode possibilitar uma nova compreensão do capitalismo, sem a necessidade de revoluções desnecessárias, isto é, mantendo-se sua base e aquilo que funciona e funcionou por décadas, ao mesmo tempo em que se aperfeiçoa o sistema naquilo que deve ser aperfeiçoado, notadamente na mitigação de externalidades negativas, principalmente no âmbito ambiental e social.

Destarte, não se concorda e não se compreende a Agenda ESG como algo exclusivo do capitalismo de *stakeholder*, até mesmo porque o capitalismo de *shareholder* não é sinônimo de uma busca desenfreada e aética do lucro, primando sempre por resultados a curto prazo a qualquer custo. Não. O capitalismo de *shareholder* como defendido modernamente – e, também, por seus principais expoentes como Friedman – apenas defende que a finalidade precípua e última das empresas é o lucro e, com isto, a maximização do valor do acionista. Essas duas condições podem ser alcançadas com estratégias de médio e longo prazo, o que não é visto como sacrilégio pelos adeptos do *shareholder*. Estes também entendem que as companhias podem agir e traçar estratégias e metas para melhorar e premiar as partes interessadas, desde que esse atuar tenha como motivação aumentar o potencial da companhia a médio e longo prazo.

A Agenda ESG, assim, não é contrária ao capitalismo de *shareholder*, como alguns defendem; de outro lado, é perfeitamente acoplável a este, desde que compreendidos, ambos, de maneira adequada. Ademais, compreendendo a cultura ESG como uma instituição informal, esta interpretada como padrões de comportamento social – crenças compartilhadas e normas não escritas que moldam as interações humanas em uma sociedade –, a observação do ESG por parte das companhias torna-se quase que mandatória para aquelas que querem permanecer competitivas no mercado, pois exigência deste próprio, ou seja, exigência de consumidores cada vez mais conscientes e de investidores institucionais que as companhias tenham em relevo no seu atuar as métricas ESG.

Ainda neste sentido, os estudos empíricos até aqui realizados – e que evidentemente necessitam de uma maior robustez – e os dados disponíveis demonstram que os investimentos em ESG por parte das companhias contribui positivamente para o retorno lucrativo que elas almejam, não havendo, destarte, qualquer contradição, por si só, com a teoria do *shareholder*.

Nesta linha e buscando trazer a questão ao direito brasileiro, definimos também nesta dissertação uma diferença entre interesse social e finalidade da empresa. Boa parte da doutrina, senão toda, entende o interesse social e a finalidade da empresa como sinônimos e a teoria do *shareholder* como uma evolução da teoria contratualista do interesse social.

Nós, mesmo diante da possibilidade do erro, entendemos que este, talvez, não seja a melhor forma de se compreender o tema. Entendemos que o interesse social se liga precipuamente ao objeto social e à vontade dos acionistas, observada a função social da empresa. É por meio do objeto social, das disposições contidas em contrato/estatuto social e das assembleias que se encontra o interesse social das empresas. Destarte, o interesse social é a realização do objeto social, em conjunto com a realização das demais vontades dos acionistas estabelecidas e externalizadas em assembleias e em estatuto social.

O direito não é um fim em si mesmo, e em todo estudo jurídico não se pode dissociar-se da realidade. Destarte, não é impossível que em sociedade eminentemente contratual (limitadas e anônimas fechadas e familiares) os sócios tenham outros interesses primários à busca pelo lucro, deixando este em segundo plano e para momento posterior que pode nunca se realizar, como é o caso de algumas holdings familiares.

O interesse social mediato pode muitas vezes e quase sempre convergir com a finalidade da empresa, mas a realidade demonstra que nem sempre. Por esta razão, para não impor uma teoria à prática, prefere-se não compreendê-los como sinônimos.

Desta forma, compreende-se a finalidade da empresa “em modo *default*” como a realização do interesse social de forma lucrativa. Para as sociedades anônimas abertas, compreendemos que a finalidade da empresa será sempre a busca pelo lucro, cumprindo-se o interesse social e observando-se a função social da empresa. O lucro só será lícito se realizado dentro do espectro da função social da empresa e do cumprimento do interesse social.

A função social da empresa é compreendida como uma norma principiológica de cumprimento obrigatório e de conceituação aberta. Ou seja, não há no ordenamento jurídico uma definição de função social, e é justamente assim em razão de que a compreensão da função social da empresa deve evoluir em conjunto com a sociedade e com o que a sociedade demanda. No entanto, qualquer definição de função social deve seguir certos parâmetros, notadamente os estabelecidos por normas constitucionais, como o da livre iniciativa, livre concorrência, propriedade privada, função social da propriedade, defesa do consumidor, defesa do meio ambiente, redução das desigualdades sociais, busca do pleno emprego e dignidade da pessoa humana.

A função social da empresa implica em reconhecer que a empresa não é um ente isolado e que o seu atuar gera reflexos por vezes positivos, como geração de emprego e redistribuição de riquezas, e por vezes negativos – externalidade negativas –, como desastres (ou prejuízos) ambientais. Destarte, a empresa em seu atuar deve sempre considerar, antes da tomada de decisões, não apenas seus interesses econômicos, mas também os possíveis impactos deste atuar nas partes interessadas, cumprindo as legislações incidentes e só perseguindo o lucro (e o ato) após constatar que seu atuar não causará danos ou se estes puderem ser remediados ou minimizados.

Torna-se, assim, evidente que o Estado brasileiro não optou nem por um contratualismo nem por institucionalismo puro em relação ao interesse social; igualmente, não adotou nem a teoria dos *stakeholders* nem a dos *shareholders* em relação à finalidade da empresa. Poder-se-ia dizer que a opção brasileira foi intermédia; mista; buscou os pontos positivos de cada posição para compreender que a empresa dentro de uma economia de mercado deve buscar sempre o lucro, pois

este é o principal motor de desenvolvimento e incentivo, porém, compreende que a atividade empresarial gera externalidades negativas que devem ser mitigadas, bem como existe um objetivo estatal que deve ser perseguido com o auxílio de todos.

Portanto, a atuação dos administradores de uma sociedade anônima aberta deve ser voltada à busca pelo lucro, almejando o cumprimento do interesse social, respeitadas as balizas da função social da empresa.

Os administradores devem sempre atuar pautando as suas condutas nos deveres fiduciários, isto é, no dever de diligência, lealdade e de informar, sempre buscando realizar, de forma lucrativa, o objeto social (interesse social), respeitados os limites e as disposições do estatuto social e da lei. Seu agir deverá sempre ser em prol dos interesses da companhia, nunca próprios ou de terceiros.

A única possibilidade de se realizar atos de benemerência e com liberalidade à custa da companhia é por meio de órgãos sociais, isto é, do conselho de administração ou da diretoria, sempre de forma fundamentada e desde que não prejudique a companhia e os acionistas. Ou seja, caso a companhia esteja enfrentando tempos de prejuízo ou não se tenha perspectivas de lucro – ou, até mesmo, fundado receio se terá ou não lucro – não poderão os administradores praticarem atos de caridade. A companhia sempre terá que ser lucrativa, para tanto.

No entanto, compreendida a Agenda ESG como uma instituição informal e havendo, de fato, como há, pressão de diversos agentes do mercado para um atuar conforme as métricas ESG, especialmente de investidores institucionais e de consumidores conscientes, diante do dever de diligência, especialmente em seus critérios de autopreparo (sempre se aperfeiçoar e buscar cada vez mais conhecimentos) e de angariar informações para a tomada de decisão (estudo do caso concreto) e do dever de lealdade (sempre agir no melhor interesse da companhia), deverá o administrador considerar as questões ESG em suas tomadas de decisão, pois seu papel é fazer com que a empresa seja perene e se mantenha durante gerações no mercado de forma lucrativa, dando retornos consistentes e frequentes aos acionistas e a comunidade, cumprindo sua função social.

Ainda, tendo em vista que a maior parte dos dados disponíveis, bem como dos estudos empíricos realizados, demonstram que os investimentos em ESG não causam prejuízos às companhias, mas impactam, mesmo que timidamente, positivamente seus resultados, há outro incentivo adicional na busca da consecução das métricas em ESG.

Portanto, diante da necessidade de os administradores buscarem a realização do interesse social de forma lucrativa, mas sempre rebatida e conformada pela função social da empresa, e de que os investimentos em ESG têm, por excelência, em sua essência a realização da função social, notadamente em relação aos interesses das partes interessadas, não se vê qualquer impossibilidade de os administradores realizarem e buscarem investimentos em ESG, desde que esses investimentos sejam também do interesse da companhia e visem a realização lucrativa do interesse social, mesmo que o lucro seja buscado a médio e longo prazo. No caso de investimentos em ESG de caráter exclusivamente caridoso, dever-se-á o disposto supra, isto é, de concordância de órgão colegiado e desde que a companhia tenha resultados econômicos e financeiros positivos, ou seja, lucro.

À guisa de conclusão, entende-se, inclusive, que mesmo se o direito brasileiro não previsse a necessidade de cumprir a função social da empresa no gerenciamento das companhias – como várias outras legislações não preveem –, ainda assim o administrador poderia e deveria promover o investimento em ESG por parte da companhia, uma vez que o próprio mercado o vem exigindo (e que estudos demonstram, a priori, resultados positivos), desde que, ratifique-se, em prol e no interesse da companhia, isto é, se fossem realizados visando um retorno lucrativo futuro, mesmo que o fundamento deste lucro fosse a longo prazo. A busca pelo lucro não necessita ser exclusiva a curto prazo, e uma das tarefas dos administradores é buscar a perenidade e a continuidade da companhia pelo maior prazo possível. Desde que fundamentada a decisão, especialmente nos deveres de diligência e lealdade, e aí em razão da *business judgment rule*, não se compreende como possível a responsabilização do administrador unicamente em razão de investimentos em ESG, apenas se descumpridos os deveres fiduciários – e, aí, com prejuízos – e a legislação.

Referências

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Responsabilidade Civil dos Administradores de S/A e as ações correlatas**. São Paulo: Saraiva, 2009.

AGUSTINHO, Eduardo; FARIAS, Luccas. O Direito (e dever) à informação nas companhias abertas, confidencialidade e a resolução CVM 80/2022. **Revista Brasileira de Direito Empresarial**, vol. 9, 2023.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues; FARIAS, Luccas. A Administração de Sociedades e a Business Judgment Rule sob o Enfoque do Direito Brasileiro: Compreensão e Adequação. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 05 (2019), nº 5.

ALVES, Giovani Ribeiro Rodrigues. **Codificação e não codificação**. 2014. 140 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2014. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/xmlui/handle/1884/35346>. Acesso em: 20 nov. 2022.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 2 a ed. São Paulo: Editora Atlas, 2006.

ARRUDA, Marcelo Paulo de; GIRÃO, Luiz Felipe de Araujo Pontes; LUCENA, Wenner Glaucio Lopes. Assimetria Informacional e o Preço das Ações: Análise da Utilização das Redes Sociais nos Mercados de Capitais Brasileiro e Norteamericano. **Revista de Contabilidade e Finanças (RC&F)** – USP, São Paulo, v. 26, n. 69, p. 317-330, set./dez. 2015.

ARBEX, Nelmara. **ESG: Conectando negócios com toda a sociedade**. In NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

BAINBRIDGE, Stephen M. **Why We Should Keep Teaching Dodge V. Ford Motor Co.** UCLA School of Law. Law & Economics Research Paper No. 22-05. 48 Journal of Corporation Law 77, 2022.

_____. **The business judgment rule as abstention doctrine**. UCLA School of Law's Law & Economics Research Paper Series. Research Paper nº 03-18.

BARBOSA, Henrique Cunha. Business Judgment Rule. In: COELHO, Fábio Ulhoa. **Tratado de Direito Comercial**. v. 2. São Paulo: Saraiva. 2015.

BBC. **Escândalo da Petrobras 'engoliu 2,5% da economia em 2015'**. Disponível em: https://www.bbc.com/portuguese/noticias/2015/12/151201_lavajato_ru. Acesso em: 22 set. 2022.

BEBCHUK, Lucian; TALLARITA, Roberto. **The Illusory Promise of Stakeholder Governance**. Cambridge: Harvard John M. Olin Center for Law, Economics, And Business, Harvard Law School, 2020.

_____. **The Illusory Promise of "Stakeholderism": Why Embracing Stakeholder Governance Would Fail Stakeholders**. In ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020.

BEM, Marcella Taboas De. **ESG (Environmental, Social and Governance) e Inclusão**. In NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

BERLE A. Adolf. Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Rev.* 1931.

BLOK, Dennis J.; BARTON, Nancy E.; RADIN, Stephen A. **The business judgment ril: fiduciary duties of corporate directors**. 6. ed. v. 1. New York: Aspen Publishers. 2009.

BORGES, José Souto Maior. **Ciência Feliz**. 3. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

BRASIL. SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL (STF). **Agenda 2030**. 2020. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/hotsites/agenda-2030/>. Acesso em: 22 dez. 2022.

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

B3. B3 divulga carteiras de seus principais índices ESG: essa é a primeira carteira válida para o recém-lançado igptw b3 e também a primeira do ise b3 a vigorar considerando a nova metodologia. Essa é a primeira carteira válida para o recém-lançado IGPTW B3 e também a primeira do ISE B3 a vigorar considerando a nova metodologia. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/carteiras-de-indices-esg.htm. Acesso em: 20 dez. 2023.

_____. **Raio-x das 46 empresas que compõem a carteira ISE B3 2022**: ise b3 2022. ISE B3 2022. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/ise-b3-2022.htm. Acesso em: 23 dez. 2023.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Deveres e Responsabilidade. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (org.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro. Forense. 2009.

CARNEIRO, Fernanda Pereira; BEZERRA, Fernanda. Regime Informacional. In: **COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Direito Do Mercado De Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: 2017.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas**. Vol. 2. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraivai, 2014.

CAVALCANTE, Carolina. A economia institucional e as três dimensões das instituições. **Revista de Economia Contemporânea**, 2014.

CARROLL, Archie. **Corporate social responsibility: the centerpiece of competing and complementary frameworks**. *Organizational dynamics*. Elsevier, 2015.

CHANG, Ha-Joon. **Breaking the mould: an institutionalist political economy alternative to neo-liberal theory of the market and the state**. *Cambridge Journal of Economics*, v. 26, n. 5, set. 2002.

COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; Et Al. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. Edição do Kindle.

COMPARATO, Fábio Konder. **Direito empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. Função Social da Propriedade dos Bens de Produção. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, n. 63, 1986.

_____. **Aspectos jurídicos da macro-empresa**, São Paulo: RT, 1970, p. 67, apud FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

COMPARATO, Fábio; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

Confederação Nacional das Seguradoras - CNSEG. **Relatório de Sustentabilidade do Setor de Seguros 2022**. 2022. Disponível em: <https://cnseg.org.br/publicacoes/folder-relatorio-de-sustentabilidade-do-setor-de-seguros-2022>. Acesso em: 15 nov. 2023.

DAS, Prithvijoy. **Who was right Dodd or Berle?**. University of Law (UK), 2019, p. 2. Disponível em https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3374292.

Davos Manifest. **The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution**. 2020. Disponível em: <https://www.wlrk.com/docs/weforumorgDavosManifesto2020TheUniversalPurposeofaCompanyintheFourthIndustrialRevolution.pdf>. Acesso em: 22 dez. 2023.

DEZEM, Renata Mota Maciel; RUIZ, Renata de Oliveira Basseto; OLIVEIRA, André Luiz Mattos de. Função social da empresa: concretização a partir da regulação da atividade empresarial. **Prisma Jurídico**, São Paulo, v. 17, n. 2, jul/dez. 2018, p. 320. Disponível em: <http://doi.org/10.5585/PrismaJ.v17n2.8728>.

DODD, M. Edward. For whom are corporate managers trustees. *Harvard Law Rev.* 1932.

DUTRA, Marina. **“S” de ESG: o termo “social” aplicado a direitos humanos e empresas**. *Revista de Direito Privado*. vol. 117. ano 24.. São Paulo: Ed. RT, jul./set. 2023. p. 53. Disponível em: <http://revistadoatribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2023-9063>. Acesso em: 20 dez. 2023.

EDMANS, Alex. **What Stakeholder capitalism can learn from Milton Friedman** in: ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020.

EFING, Antônio Carlos; TRENTO, Melissa. O paradoxo da modernidade líquida para a compreensão da sociedade de consumo e o desenvolvimento sustentável. **Revista de Direito do Consumidor**. vol. 146. ano 32. São Paulo: Ed. RT, mar./abr. 2023, p.

164. Disponível em: <http://revistadotribunais.com.br/maf/app/document?stid=st-rql&marg=DTR-2023-3308>.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011
E-INVESTIDOR. Estadão. **1º de abril: 4 empresas que enganaram investidores**. Disponível em: <https://einvestidor.estadao.com.br/comportamento/quatro-empresas-enganaram-investidores/>. Acesso em: 15 dez. 2023.

FAMA, Eugene. **Market Forces Already Address ESG Issues and the Issues Raised by Stakeholder Capitalism**. in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020.

FELDMAN, Naomi; KAWANO, Laura; PATEL, Elena; RAO, Nirupama; STEVENS, Michael; EDGERTON, Jesse. **The long and the short of it: do public and private firms invest differently?** Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C. Federal Reserve Board, 2018. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2018068pap.pdf>.

FINK, Laurance. **Uma mudança estrutural nas finanças**: ceo letter. Ceo letter. Disponível em: www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter. Acesso em: 20 dez. 2023.

FINDELSTEIN, Maria Eugênia. Assimetria de Informações no Mercado de Capitais. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 01 (2015), nº 5.

FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

FRAZÃO, Ana. **O interesse social das companhias: perspectivas e desafios diante do capitalismo de stakeholders e dos investimentos ESG**. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, edição comemorativa dos 45 anos das Leis nº 6.385 e 6.404, vol. I. São Paulo: Almedina, 2021.

_____. **Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As**. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2011.

_____. **Capitalismo de stakeholders e investimentos ESG: Considerações sobre o tema após 50 anos da publicação do artigo seminal de Milton Friedman**. Disponível em:

<https://www.professoraanafrazao.com.br/pt/publicacoes/tipo:5>. Acesso em: 20 nov. 2023.

FREEMAN, Edward R.; PARMAR, Bidhan L.; HARRISON, Jeffrey; et. Al. **Stakeholder Theory: The State of The Art**. Robins School of Business, University of Richmond, 2010, p. 5. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/346447581.pdf>.

FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. **The New York Times**. Nova York, p. 17-18. 13 set. 1970. Disponível em: <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>. Acesso em: 26 jul. 2023.

Global Justice Now. **69 of the richest 100 entities on the planet are corporations, not governments, figures show**. 2018. Disponível em: <https://www.globaljustice.org.uk/news/69-richest-100-entities-planet-are-corporations-not-governments-figures-show/>. Acesso em: 21 dez. 2023.

GADINIS, Stavros; MIAZAD, Amelia. **Corporate law and social risk**. In: Vanderbilt Law Review, vol. 73;5.

GONÇALVES, Oksandro; PICCOLI, Maria Eduarda. A Responsabilidade Civil dos Administradores no Brasil e a Business Judgment Rule. **Revista Jurídica Luso-Brasileira (RJLB)**. Ano 08 (2022), nº 6

GUIMARÃES, Luna. . **Investimentos Sociais e Direito da Empresa**. 2019. 104 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Direito, Universidade de São Paulo - USP, São Paulo, 2019, p. 50. Disponível em: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-24072020-140237/pt-br.php>. Acesso em: 20 nov. 2023.

GRAU, Eros Roberto. **A ordem Econômica da Constituição de 1988**. 18. ed. São Paulo: Malheiros, 2017.

GUENTHER. David B, **Of Bodies Politic and Pecuniary: A Brief History of Corporate Purpose**. *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review* vol. 9. 2019. Disponível em: <https://repository.law.umich.edu/mbelr/vol9/iss1/2>.

HENDERSON. M. Todd, The Story of Dodge v. Ford Motor Company: Everything Old Is New Again, The Law School The University Of Chicago, John M. Olin Law & Economics Working Paper No. 373, 2007.

HODGSON, Geoffrey. **What are Institutions?** *Journal of Economic Issues*, v. 40, n. 1, mar. 2006.

HOLMSTRÖM, R. Bengt; KAPLAN, N. Steven. ***The State of U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?*** Cambridge: National Bureau of Economic Research – NBER working series, 9613, 2003. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=394721.

IBM Institute For Business Value. **Equilíbrio entre sustentabilidade e lucratividade:** como as empresas podem proteger as pessoas, o planeta e o retorno financeiro. Como as empresas podem proteger as pessoas, o planeta e o retorno financeiro. Disponível em: <https://www.ibm.com/downloads/cas/J3WYPGXO>. Acesso em: 22 nov. 2023.

INFOMONEY. **Maioria dos consumidores não compra produtos de marcas que não investem em ESG, aponta pesquisa.** Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/consumo/maioria-dos-consumidores-nao-compra-produtos-de-marcas-que-nao-investem-em-esg-aponta-pesquisa/>. Acesso em: 10 out. 2023.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (IFC). Who Cares Wins 2005 Conference Report: Investing for Long-Term Value. 2005. Disponível em: <https://www.ifc.org/en/insights-reports/2000/publications-report-whocareswins2005--wci--1319576590784>. Acesso em: 22 dez. 2022.

JENSEN, C. Michael; MECKLING, H, William. ***Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.*** *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4. p. 308. Disponível em: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>.

KANTAR. **Sustainability Sector Index 2023: establish your brand leadership.** Disponível em: <https://www.kantar.com/campaigns/sustainability-sector-index>. Acesso em: 10 nov. 2023.

KAPLAN, Steven. **The enduring Wisdom of Milton Friedman.** In: in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020.

KNIGHT, Frank H. **Risk, uncertainty and profit.** Londres: Houghton Mifflin, 1921.

LAMY FILHO, Alfredo. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coord.). **Direito das Companhias.** 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LIANG Hao; RENNEBOOG, Luc. **Corporate social responsibility and sustainable finance: a review of the literature**. European Corporate Governance Institute ECGL., 2020.

LIPTON, Martin. **Beyond Friedman's Doctrine: The True Purpose of the Business Corporation**. in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020.

LIPTON, Martin; BLACKETT, Amanda; CAIN, Karessa; IANNONE, Kathleen; NILES, Sabastian; ROSENBLUM, Steven. **It's Time To Adopt The New Paradigm**. Harvard Law School Forum on Corporate Governance, 2019, p. 10. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/11/its-time-to-adopt-the-new-paradigm/>.

LOTUFO, Mirelle Bittencourt. **O direito do acionista à informação e a confidencialidade da arbitragem**. Revista de Arbitragem e Mediação, v. 53, abr.-jun. 2017.

MAHMOOD, Faisal; QADEER, Faisal; SATTAR, Usman; ARIZA-MONTES, Antonio; SALEEM, Maria; AMAN, Jaffar. **Corporate social responsibility and firm's financial performance: a new insight**. MDPI, *Journal Sustainability*, 2020.

MALVESSI, Oscar. Valor Econômico - O Globo. **As lições do caso Americanas**: como um efeito da pedra atirada no lago, o impacto da revisão dos balanços da varejista se espalhou pelo setor como um todo. Como um efeito da pedra atirada no lago, o impacto da revisão dos balanços da varejista se espalhou pelo setor como um todo. Disponível em: <https://pipelinevalor.globo.com/mercado/noticia/do-eufemismo-a-crie-de-confianca-as-licoes-do-caso-americanas.ghtml>. Acesso em: 21 jan. 2024.

MARCONDES, Sylvio. **Do conceito de empresa**, p. 5. apud FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

MAZZUCATO, Mariana. **O valor de tudo**. Portfolio-Penguin, 2021. Edição do Kindle.

MEADOWS, Donella.; MEADOWS, Dennis.; RANDERS, Jorgen.; BEHRENS III, William. **The limits to growth & a report for The Club of Rome's project on the predicament of mankind**. New York: Universe Books, 1972. Disponível em: <https://www.clubofrome.org/publication/the-limits-to-growth>.

MELO, Amanda Rocha. A arbitragem no mercado de capitais. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 99. ano 26.. São Paulo: Ed. RT jan./mar. 2023.

MITCHELL, Tsuk Dalia, **Corporations Without Labor: The Politics of Progressive Corporate Law**. University of Pennsylvania Law Review, Vol. 151, No. 6, p. 1861-1912, 2003. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=1017641>.

MONTEIRO GOMES, Luiz Flavio Autran; SIMÕES GOMES, Carlos Francisco. **Tomada de Decisão Gerencial: Enfoque Multicritério**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

NASCIMENTO, Juliana. **ESG Vivo: A nova jornada da globalização pela transformação do capitalismo regenerativo e de stakeholders no mundo dos negócios**. In: NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.

NASSAU, Milton. **O “G” do ESG e seus aprendizados históricos**. São Paulo: Almedina, Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, 2022.

NORTH, Douglass. **Institutions and the Performance of Economies Over Time**. In: Menard, C., Shirley, M.M. (eds) Handbook of New Institutional Economics. Springer, Boston, MA, 2005. p. 3. Disponível em: https://doi.org/10.1007/0-387-25092-1_2 ou https://link.springer.com/chapter/10.1007/0-387-25092-1_2. Acesso em: 20 jul. 2022.

_____. **Institutions**. *The Journal of Economic Perspectives* (1986-1998), v. 5, n. 1, 1991. p. 97.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS (ONU). **Who Cares Wins: connecting financial markets to a changing world**. *Connecting Financial Markets to a Changing World*. 2004. *The Global Compact*. Disponível em: https://www.unepfi.org/fileadmin/events/2004/stocks/who_cares_wins_global_compact_2004.pdf. Acesso em: 22 dez. 2022.

_____. **Objetivos de Desenvolvimento Sustentável**. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/hotsites/agenda-2030/>. Acesso em: 22 dez. 2022.

_____. Relatório climático da ONU: estamos a caminho do desastre, alerta Guterres. 2022. Disponível em: <https://brasil.un.org/pt-br/176755-relat%C3%B3rio-clim%C3%A1tico-da-onu-estamos-caminho-do-desastre-alerta-guterres>. Acesso em: 20 dez. 2022.

_____. **Global Waste Management Outlook**. 2015. *Environment Programme*. Disponível em: <https://wedocs.unep.org/handle/20.500.11822/9672>. Acesso em: 20 dez. 2022.

_____. Mundo produzirá 120 milhões de toneladas de lixo eletrônico por ano até 2050, diz relatório. 2019. Environment Programme. Disponível em: <https://tinyurl.com/unepnoticias>. Acesso em: 20 dez. 2022.

_____. **Guiding Principles on Business and Human Rights**. Disponível em:

https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_en.pdf. Acesso em: 12 dez. 2023.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO - OCDE. **Diretrizes OCDE para Empresas Multinacionais**. Disponível em: https://read.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/diretrizes-da-ocde-para-empresas-multinacionais-sobre-conduta-empresarial-responsavel_663b7592-pt#page3. Acesso em: 20 dez. 2023.

_____. **Principles of Corporate Governance**. 2015. Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>. Acesso em: 12 dez. 2023.

ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DO TRABALHO - OIT. **Declaração Tripartida de Princípios sobre Empresas Multinacionais e Política Social**. 2017. Disponível em: www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_emp/---emp_ent/documents/publication/wcms_579899.pdf. Acesso em: 18 dez. 2023.

OWEN, Geoffrey. **The case for shareholder-based capitalism**. Policy Exchange: 2022, p.19. Disponível em: <https://policyexchange.org.uk/wp-content/uploads/2022/04/The-case-for-shareholder-based-capitalism.pdf>.

PAPI, Giuseppe. **Principii di economia**, vol. 1. 10. ed. Padova: Cedam, 1950, p. 98 e ss apud FORGONI, Paula. **A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado**. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2018.

PARGENDLER, Mariana. **Responsabilidade Civil dos Administradores e Business Judgment Rule no Direito Brasileiro**. in LUPION, Ricardo (org.). **40 anos da Lei 6404/76: Inovações, Desafios e Perspectivas**. Porto Alegre: Editora Fi, 2016.

_____. **Corporate Law in the Global South: Heterodox Stakeholderism**. European Corporate Governance Institute (ECGI), 2023, p. 10. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=4495515>.

PFEIFFER, Roberto Augusto Castellanos. **Defesa da concorrência e bem-estar do consumidor**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

PRICE WATERHOUSE COOPERS - PWC. **Pesquisa Global com Investidores 2021**: os investidores já perceberam: as informações esg tornaram-se mais importantes para a sua análise de investimento e tomada de decisão. nosso estudo mostra como eles veem a realidade econômica do esg. Os investidores já perceberam: as informações ESG tornaram-se mais importantes para a sua análise de investimento e tomada de decisão. Nosso estudo mostra como eles veem a realidade econômica do ESG. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividade/financeiro/2022/pesquisa-global-com-investidores-2021.html>. Acesso em: 10 ago. 2023.

. **A realidade econômica do ESG**. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/servicos/auditoria/2021/a-realidade-economica-do-ESG.html>. Acesso em: 20 dez. 2023.

RAJAN, Raghuram. **50 years later, it's time to reassess**. in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020.

REQUIÃO, Rubens. **A sociedade Anônima como Instituição**, RDM, n. 18, p. 27. Apud. VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993.

RELATÓRIO DO PAINEL INTERGOVERNAMENTAL DE MUDANÇAS DO CLIMA (IPCC). The evidence is clear: the time for action is now. We can halve emissions by 2030. 2022. Disponível em: <https://www.ipcc.ch/2022/04/04/ipcc-ar6-wgiii-pressrelease/>. Acesso em: 20 dez. 2022.

RELATÓRIO DO PAINEL INTERGOVERNAMENTAL DE MUDANÇAS DO CLIMA (IPCC). Climate Change 2022: Impacts, Adaptation and Vulnerability. 2022. Disponível em: <https://www.ipcc.ch/report/sixth-assessment-report-working-group-ii/>. Acesso em: 20 dez. 2022.

RIBEIRO, Wagner. **A ordem ambiental internacional**. 1. Ed. São Paulo: Contexto, 2001.

ROCHA, João Luiz Coelho da. **Administradores, conselheiros e prepostos de sociedades**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2005.

RODRIGUES, Sandrielem da Silva; GALDI, Fernando Caio. Relações com investidores e assimetria informacional. **Revista de Contabilidade e Finanças (RC&F) – USP**, São Paulo, v. 28, n. 74, p. 297-312, mai./ago. 2017.

ROE, J. Mark. **Stock market short-termism's impact**. *European Corporate Governance Institute - ECGI Law Working Paper*, 426/2018, 2020. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3171090.

RUGGIE, John. **Just Business: Multinational Corporations and Human Rights**. New York – London: W.W.Norton & Company, 2013, p. 3-4. Disponível em: https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/4424946/mod_resource/content/1/Ruggie%20-%20Just%20Business.pdf.

SAAVEDRA, Giovani Agostini. **A ética de mercado: ESG como forma de concretização dos direitos fundamentais**. In: NASCIMENTO, Juliana Oliveira(org). **ESG: o cisne verde e o capitalismo de stakeholder, a tríade regenerativa do futuro global**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021

SAITO, Richard. SILVEIRA, Alexandre Di Miceli. Governança Corporativa: **Custos de Agência e Estrutura de Propriedade**. Revista de Administração de Empresa. RAE-CLÁSSICOS, 2012, p. 79-80. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rae/a/nYsfxxRCTy9S6zMq375ChNM/?format=pdf&lang=pt>.

SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade. Editora Saraiva. Edição do Kindle.

SANTOS, Aline de Menezes. Reflexões sobre a governança corporativa no Brasil. São Paulo: Malheiros, **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n. 130, 2003, p. 182.

SARLET, Ingo Wolfgang; FENSTERSEIFER, Tiago. **Notas Sobre O Princípio Da Sustentabilidade E Os Deveres Fundamentais Dos Consumidores À Luz Do Marco Jurídico Socioambiental Estabelecido Pela Constituição Federal De 1988**. Revista de Direito do Consumidor. vol. 101/2015.

SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos administradores de S/A: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro. Elsevier. 2007.

SILVEIRA, Alexandre. **Ética Empresarial na prática: Soluções para a gestão e governança do século XXI**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2018.

STOUT, Lynn. **Bad and not so bad arguments for shareholder primacy**. Los Angeles: University of California School of Law, research paper n. 25, Law and Economics Research Paper n. 02-04, 2002.

_____. *The Shareholder Value Myth*. Cornell Law Library, 2013, p. 2.
Disponível em:

<https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2311&context=facpub>.
SUSEP. Circular nº 666, de 27 de junho de 2022. Dispõe sobre requisitos de sustentabilidade, a serem observados pelas sociedades seguradoras, entidades abertas de previdência complementar (EAPCs), sociedades de capitalização e resseguradores locais. **Circular**. Brasília, DF, 27 jun. 2022. Disponível em: <https://www2.susep.gov.br/safe/scripts/bnweb/bnmap.exe?router=upload/26128>.

Acesso em: 20 nov. 2023.

S&P Global. Disponível em: <https://www.spglobal.com/spdji/pt/indices/esg/>.

TOIGO, Daílle Costa. Arbitragem societária e dever de informação sobre fato relevante. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. vol. 99. ano 26.. São Paulo: Ed. RT jan./mar. 2023.

TORRES JUNIOR, Alvair Silveira; MOURA, Gilnei Luiz de. **Decisão em Administração – uma discussão**. In: Yu, Abraham Sin Oih. **Tomada de Decisão nas Organizações**. São Paulo: Saraiva, 2011.

Tribunal de Contas da União. **TCU aponta que cartel causou prejuízos de R\$ 18 bilhões à Petrobras**. Disponível em: <https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/tcu-aponta-que-cartel-causou-prejuizos-de-r-18-bilhoes-a-petrobras.htm>. Acesso em: 22 nov. 2023.

UNITED KINGDON. JOHN KAY. *The Kay Review of UK equity markets and long-term decision making, Final Report, Department of Business, Innovation and Skills*. 2012. Disponível em:

<https://assets.publishing.service.gov.uk/media/5a7ccdbed915d6b29fa8bea/bis-12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>. Acesso em: 20 dez. 2023.

UOL. **Quer entender o que acontece na Petrobras? Veja este resumo... - Veja mais em <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2015/02/05/quer-entender-o-que-acontece-na-petrobras-veja-este-resumo.htm?cmpid=copiaecola>**. Disponível em:

<https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2015/02/05/quer-entender-o-que-acontece-na-petrobras-veja-este-resumo.htm>. Acesso em: 30 set. 2022.

_____. **Justiça para George Floyd**: como a morte de um homem negro nas mãos de um policial inspira a luta antirracista no mundo hoje. Como a morte de um homem negro nas mãos de um policial inspira a luta antirracista no mundo hoje. Disponível

em: <https://noticias.uol.com.br/reportagens-especiais/george-floyd-como-negro-morto-pela-policia-inspira-hoje-luta-antirracista>. Acesso em: 10 dez. 2023.

VALLADÃO, Erasmo. **Conflito de interesses nas assembleias de S.A.** São Paulo: Malheiros, 1993.

VALOR ECONÔMICO. **Cresce número de seguradoras que consideram ESG para selecionar clientes.** Disponível em: <https://valor.globo.com/publicacoes/especiais/seguros/noticia/2023/10/31/cresce-numero-de-seguradoras-que-consideram-esg-para-selecionar-clientes.ghtml>. Acesso em: 30 nov. 2023.

_____. **ESG é oportunidade para país atrair capital global, diz CVM.** Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2023/08/24/esg-e-oportunidade-para-pais-atrair-capital-global-diz-cvm.ghtml>. Acesso em: 23 out. 2023.

_____. **Entenda o que é ESG e por que a sigla é importante para as empresas.** Disponível em:

<https://valor.globo.com/empresas/esg/noticia/2022/02/21/entenda-o-que-e-esg-e-por-que-a-sigla-esta-em-alta-nas-empresas.ghtml>. Acesso em: 06 jul. 2023.

VASCONCELOS, Pedro. **A participação social nas sociedades comerciais.** Coimbra, Almedina, 2006.

WORLDWIDE FUND FOR NATURE (WWF). Pegada Ecológica Global. Disponível em:

https://www.wwf.org.br/natureza_brasileira/especiais/pegada_ecologica/pegada_ecologica_global/. Acesso em: 20 dez. 2022.

World Economic Forum. Measuring Stakeholder Capitalism: Toward Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation. Davos, 2020.

_____. **Annual Meeting.** 2020. Disponível em: <https://www.weforum.org/events/world-economic-forum-annual-meeting-2020/>. Acesso em: 12 dez. 2023.

YAZBEK, Otávio **Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais**, Rio de Janeiro: Campus-Jurídico, 2007, p. 42.

ZINGALES, Luigi. **Friedman's Principle, 50 years later** in ZINGALES, Luigi; KASPERKEVIC, Jana; SCHECHTER, Asher (Coord.) **Milton Friedman 50 years later**, Chicago: Chicago Booth, Stigler Center for the study of the economy and the state, University of Chicago, 2020, p. 1. Disponível em: <https://promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/>.

