

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS**

**FGV DIREITO SP**

PALOMA WAINER LICHT

**O PROPÓSITO DA COMPANHIA:**

DEBATES CONTEMPORÂNEOS E O DIREITO BRASILEIRO

São Paulo

2021

PALOMA WAINER LICHT

**O PROPÓSITO DA COMPANHIA:**

DEBATES CONTEMPORÂNEOS E O DIREITO BRASILEIRO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola de Direito de São Paulo - FGV DIREITO SP da Fundação Getúlio Vargas como requisito básico para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Orientadora: Lie Uema do Carmo

São Paulo

2021

PALOMA WAINER LICHT

**O PROPÓSITO DA COMPANHIA:**  
DEBATES CONTEMPORÂNEOS E O DIREITO BRASILEIRO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Escola de Direito de São Paulo - FGV DIREITO SP da Fundação Getúlio Vargas como requisito básico para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Data de aprovação: 21/06/2021

Banca Examinadora:

---

Prof. Lie Uema do Carmo (Orientadora)

---

Prof. Marcos Galileu Lorena Dutra

## RESUMO

O contexto da atualidade pauta-se pelo abandono de antigos paradigmas e adoção de novas concepções, principalmente quando concerne os millenials, geração responsável pela fonte de riqueza dos próximos anos. Em um cenário global de desigualdade socioeconômica, degradação ambiental e lento desenvolvimento, as pessoas questionam-se sobre o *status quo* da sociedade e seu *modos vivendi*. Nesse contexto, um dos debates mais antigos do universo empresarial volta à tona: a quem servem as companhias?

O presente trabalho estuda o propósito das companhias nos debates contemporâneos e a abordagem do tema à luz da LSA. Para tanto, na primeira parte do estudo, serão abordadas duas predominantes teorias internacionais acerca do propósito das companhias – *Shareholders Theory* e a *Stakeholder Theory*. Na segunda parte, serão apresentados e contextualizados debates contemporâneos que visam uma reformulação do propósito das companhias. Por fim, o terceiro capítulo irá tratar da matéria perante a Lei das Sociedades Anônimas, analisando as interpretações doutrinárias dos artigos 116, § único e 154, *caput*.

**Palavras-chave:** propósito; companhia; *Shareholders Theory*; *Stakeholder Theory*; debates contemporâneos; artigo 116 § único da Lei das Sociedades Anônimas; e artigo 154 *caput* da Lei das Sociedades Anônimas.

## ABSTRACT

The present time is guided by the abandonment of old paradigms and the adoption of new concepts, especially when it concerns the millennials, generation responsible for the source of wealth for the coming years. In a global scenario of socioeconomic inequality, environmental degradation and slow development, people question the society's *status quo* and its *modus vivendi*. In this context, one of the oldest debates in the business world returns: for whom is the corporation managed?

The present work studies the purpose of companies in contemporary debates and the Brazilian Corporate Law's approach to the topic. Therefore, in the first part of the study, two predominant international theories about the purpose of the companies will be addressed - Shareholders Theory and Stakeholder Theory. In the second part, contemporary debates aimed at reformulating the companies' purpose will be presented and contextualized. Finally, the third chapter will deal with the matter before the Brazilian Corporate Law, analyzing the doctrinal interpretations of articles 116, sole paragraph and 154, *caput*.

**Keywords:** purpose; company; Shareholders Theory; Stakeholder Theory; contemporary debates; article 116 sole paragraph of the Brazilian Corporate Law; and article 154 *caput* of the Brazilian Corporate Law.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Exemplo de Stakeholders.....	19
Figura 3 – Classificação dos stakeholders (b).....	23
Figura 2 – Classificação dos stakeholders (a).....	23
Figura 4 – Crescimento de Signatários ao PRI.....	34
Figura 5 – Comparativo: ISE x Ibovespa.....	35
Figura 6 – Volatilidade: ISE x Ibovespa.....	36
Figura 7 – Evolução da Performance: ICO2 x Ibovespa .....	37
Figura 8 – Volatilidade: ICO2 x Ibovespa.....	37

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABDE	Associação Brasileira de Desenvolvimento
ASG	Ambiental, Social e Governança
B3	B3 S.A.– Brasil, Bolsa, Balcão
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CEO	Chief Executive Officer
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ENIMPACTO	Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto
ESG	Environmental, Social and Corporate Governance
IBrX	Índice Brasil
ICO2	Índice de Carbono Eficiente
Instrução CVM 480	Instrução CVM nº. 480, de 7 de dezembro de 2009
ISE	Índice de Sustentabilidade Empresarial
LAB	Laboratório de Inovação Financeira
Lei das Sociedades Anônimas	Lei nº. 6.404, de 15 de dezembro de 1976
ONU	Organização das Nações Unidas
PRI	Princípios para o Investimento Responsável
UNEP FI	Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	9
<b>1. O PROPÓSITO DAS SOCIEDADES: DEBATE INTERNACIONAL .....</b>	<b>12</b>
1.1. Shareholders Theory .....	13
1.1.1. Premissas e Valores.....	13
1.1.2. Principais Conceitos e Proposições.....	15
1.1.3. Recomendações .....	17
1.2. Stakeholders Theory .....	18
1.2.1. Premissas e Valores.....	19
1.2.2. Principais Conceitos e Proposições.....	20
1.2.3. Recomendações .....	24
<b>2. DESAFIOS CONTEMPORÂNEOS À VISÃO HEGEMÔNICA DO PROPÓSITO DA COMPANHIA.....</b>	<b>26</b>
2.1. Business Roundtable.....	26
2.2. Fórum Econômico Mundial .....	28
2.3. Environmental, Social and Governance (ESG) .....	30
2.4. BlackRock.....	31
2.5. Campanhas Políticas .....	32
2.6. Princípios para o Investimento Responsável e Índices de Sustentabilidade – ISE e ICO2 .....	33
2.7. Proteção da Amazônia .....	38
2.8. Negócios de Impacto: Sistema B, Capitalismo Consciente, Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto.....	39
2.9. Advocacy .....	40
<b>3. O “PROPÓSITO” DA COMPANHIA NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS .....</b>	<b>42</b>
3.1. Delineamentos Conceituais: Objeto Social, Fim Social e Propósito .....	42
3.2. A Lei das Sociedades Anônimas: art. 116, § único e art. 154 .....	43



3.3. Posição doutrinária tradicional: art. 116, § único e art. 154 .....	43
3.4. Interpretações Recentes e a Uma Nova Visão .....	45
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	48
REFERÊNCIAS.....	50

## INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como objeto o estudo do propósito das companhias nos debates contemporâneos e a abordagem do tema à luz da Lei das Sociedades Anônimas. Como se verá a diante, um desafios consiste na interpretação do propósito das companhias, presente no direito brasileiro, mais especificamente nos artigos 116, § único e 154 da Lei das Sociedades Anônimas, ante a mobilidade mundial avessa à *Shareholder Theory*.

No Ocidente, enfrentamos um cenário de lento desenvolvimento, degradação ambiental e desigualdade socioeconômica<sup>1</sup>. Nesse contexto, um dos debates mais antigos do universo empresarial volta à tona: a quem servem as companhias?

A contemporaneidade é marcada por incerteza e instabilidade. Diante de um cenário de acentuado desemprego, frustração com trabalhos tomados pela tecnologia e dúvida quanto ao futuro, o mundo se encontra menos tolerante, xenofóbico e nacionalista. Adicionado a isso, a pandemia causada pela Covid-19 agrava o contexto de insatisfação e cria novas demandas coletivas, muitas vezes, mal acatadas pelos governos. Assim, importantes democracias mundiais encontram-se em disfunção política, fator agravante da insatisfação popular.

As companhias, por sua vez, muitas vezes maiores do que os próprios Estados, são uma enorme fonte de riqueza, geram empregos, fomentam novas tecnologias e proveem muitas das nossas necessidades. Desse modo, em consequência da decadente confiança nas instituições governamentais e da incapacidade dos Estados em fornecerem soluções duradouras, a sociedade está recorrendo preponderantemente às companhias para solucionarem problemas sociais e econômicos<sup>2</sup> (Fink, 2019).

Nesse contexto, observa-se que ocorre uma mobilidade mundial avessa ao tradicional entendimento de que o objetivo das companhias seria o de apenas servir aos acionistas, maximizando seus lucros. Políticos, líderes empresariais, juízes, acadêmicos juristas e economistas

---

<sup>1</sup> WHAT companies are for. **The Economist**, Londres, 22 de agosto de 2019. Disponível em: <<https://www.economist.com/leaders/2019/08/22/what-companies-are-for>> Acesso em: 19.07.2020.

<sup>2</sup> FINK, Larry. Carta Anual de Larry Fink a CEOs de 2019: Propósito & Lucro. **BlackRock.com**, 2019. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/br/2019-larry-fink-carta-ceo>> Acesso em: 19/07/2020.

defendem cada vez mais que as companhias devem servir a sociedade, e não só a seus acionistas, contribuindo de forma positiva ao corpo social<sup>3</sup> (ROCK, 2020).

Em agosto de 2019<sup>4</sup>, a Business Roundtable, organização de presidentes executivos (CEOs) das maiores companhias dos Estados Unidos, divulgou uma declaração sobre o propósito das companhias. A declaração foi assinada por 181 CEOs<sup>5</sup> que se comprometeram a liderar suas empresas em benefício de todos os *stakeholders* por meio de: (i) entrega de serviços aos consumidores; (ii) investimento nos funcionários, compensando-os justamente e provendo-os de benefícios; (iii) lidar de forma ética e justa com os fornecedores; (iv) suportar as comunidades locais em que as companhias estão inseridas; e (v) gerar rentabilidade de longo prazo aos acionistas.

Ainda, Larry Fink, fundador, Chairman e CEO da BlackRock – uma das maiores gestoras de fundos do planeta –, escreveu em sua carta anual aos CEOs de 2018<sup>6</sup> que:

A sociedade está exigindo que as empresas, públicas e privadas, sirvam a um propósito social. Para prosperar com o tempo, as empresas devem não só oferecer desempenho financeiro, mas também mostrar como isso contribui positivamente para a sociedade. As empresas devem beneficiar todos os seus stakeholders, incluindo acionistas, funcionários, clientes e as comunidades em que operam (FINK, 2018) (tradução nossa).

Larry Fink reiterou o seu depoimento em sua carta anual de 2020<sup>7</sup>, alegando que “*A importância de servir as partes interessadas e integrar o propósito está se tornando cada vez mais fundamental para que as empresas entendam o seu papel na sociedade (...). Em última análise, o propósito é o motor da rentabilidade a longo prazo*”.

Na mesma linha, Klaus Schwab, fundador e presidente do Fórum Econômico Mundial, apresentou na conferência de Davos, reunião anual do Fórum, o “Davos Manifesto 2020: O

---

<sup>3</sup> ROCK, Edward B. For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate Over Corporate Purpose. **European Corporate Governance Institute** – Law Working Paper No. 515/2020, 2020. Disponível em: <[http://ssrn.com/abstract\\_id=3589951](http://ssrn.com/abstract_id=3589951)>. Acesso em: 14.07.2020

<sup>4</sup> BUSINESS ROUNDTABLE.ORG: Associação de presidentes executivos das principais empresas americanas, c2019. Disponível em: <<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>>. Acesso em: 19.07.2020

<sup>5</sup> Entre os 181 presidentes executivos das companhias, estavam os presidentes da Amazon, Apple, Xerox, Walmart, Exxon Mobil, AT&T, Ford, JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Bank of America, Coca-Cola, McKinsey, entre outros.

<sup>6</sup> FINK, Larry. Larry Fink’s 2018 Letter to CEOs: A Sense of Purpose. **BlackRock.com**, 2018. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>> Acesso em: 19/07/2020.

<sup>7</sup> FINK, Larry. Larry Fink’s 2018 carta a CEOs: Uma mudança estrutural nas finanças. **BlackRock.com**, 2020. Disponível em: < <https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>> Acesso em: 19/07/2020.

Propósito Universal da Empresa na Quarta Revolução Industrial”<sup>8</sup>. No manifesto, Klaus declara que:

O propósito de uma empresa é envolver todos os stakeholders na criação de valor compartilhado e sustentável. Ao criar esse valor, uma empresa atende não apenas seus acionistas, mas todos os stakeholders - funcionários, clientes, fornecedores, comunidades locais e a sociedade em geral. A melhor maneira de entender e harmonizar os interesses divergentes de todos os stakeholders é através de um compromisso compartilhado com políticas e decisões que fortaleçam a prosperidade a longo prazo de uma empresa (SCHWAB, 2020) (tradução nossa).

É diante desse cenário que se pretende refletir sobre os desafios contemporâneos a visões hegemônicas do propósito das sociedades. Estaria havendo uma mudança do pêndulo da tradicional concepção do propósito das companhias para uma compreensão mais ampla, responsável e sustentável ao seu respeito? Estariam as companhias a serviço da sociedade e não unicamente a serviço de seus acionistas? E, indo além, estão as companhias brasileiras aparelhadas legislativamente para lidar com essas possíveis transformações?

Este trabalho está dividido em três partes: (i) debate internacional acerca do propósito das sociedades; (ii) desafios contemporâneos a visões hegemônicas do propósito das sociedades; e (iii) o “propósito” da companhia na Lei das Sociedades Anônimas, mais especificamente à luz dos artigos 116, § único e 154, *caput*.

---

<sup>8</sup> SCHWAB, Klaus. Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution. **World Economic Forum, 2020**. Disponível em <<https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>> Acesso em: 19/07/2020.

## 1. O PROPÓSITO DAS SOCIEDADES: DEBATE INTERNACIONAL

As companhias são poderosos instrumentos para promover o bem-estar social, sendo um componente vital para o desenvolvimento da humanidade. Por um lado, são uma enorme fonte de riqueza, geram empregos, fomentam novas tecnologias e proveem muitas das nossas necessidades. Por outro, podem ser responsáveis por grandes desigualdades e desastres naturais. Contudo, uma coisa é certa: as companhias, como instituição, são capazes de causar infinitamente mais impacto à sociedade do que nós, como indivíduos<sup>9</sup> (MAYER, 2018).

Dessa forma, não é por outro motivo que um dos debates mais quentes do universo empresarial versa sobre o propósito último das entidades corporativas. Qual é e qual deve ser o propósito das companhias? Para direcionar seus caminhos, tais construções fictícias devem contar com pessoas físicas, especialmente seu conselho de administração, que tomam as decisões e agem em seu nome. Contudo, em quais premissas a tomada de decisão deverá fundamentar-se<sup>10</sup>? (STOUT, 2016)

Embora haja um consenso de que, em última instância, as companhias devem ser organizadas e operadas para servir aos interesses de todos os membros da sociedade: acionistas, empregados, fornecedores, consumidores e comunidade local, existem duas correntes opostas sobre como esse objetivo pode ser melhor promovido<sup>11</sup> (GELTER, 2010). Cada uma predomina em diferentes momentos da história e em diferentes lugares.

Apresentarei neste capítulo estas duas predominantes teorias acerca do propósito das sociedades: a *Shareholders Theory* e a *Stakeholder Theory*.

Em resumo, a *Shareholders Theory* defende que o fim supremo e exclusivo das companhias é lucrar, servindo os acionistas da melhor forma possível. Assim, para essa linha, a companhia não está preocupada com as partes interessadas. Já a *Stakeholder Theory* argumenta que as companhias devem prezar pelo equilíbrio de interesse dos *stakeholders* – incluindo, mas não se limitando aos sócios. Dessa forma, tem como pressuposto que a satisfação do interesse de todos os *stakeholders* acarreta uma maior geração de valor da companhia e garante a saúde da empresa a longo prazo.

---

<sup>9</sup> MAYER, Colin. **Prosperity**. 1ª ed. New York: Oxford University Press, 2018.

<sup>10</sup> STOUT, Lynn A. Corporate Entities: Their Ownership, Control and Purpose. **Oxford Handbook of Law and Economics**, Forthcoming, Cornell Legal Studies Research Paper No. 16-38, 21 set 2016. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2841875&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2841875&download=yes)>. Acesso em: 30.09.2020

<sup>11</sup> GELTER, Martin. Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light. **NYU Journal of Law & Business**, 2010. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1669444](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669444)>. Acesso em: 06.11.2020.

## 1.1. Shareholders Theory

### 1.1.1. Premissas e Valores

Não resta dúvidas: na sociedade pós-moderna, o objetivo da maioria das companhias é lucrar. Posto de maneira simples, um negócio que não gera lucro não é sustentável a longo prazo. Desta forma, tal negócio inevitavelmente não terá espaço no mercado e fechará as portas. No entanto, além do lucro, existem outros objetivos que as companhias devem perseguir?

No final do século XX, um amplo consenso emergiu no universo dos negócios Anglo-Americano, chegando posteriormente ao Brasil (como será estudado no terceiro capítulo) de que as companhias deveriam ser governadas de acordo com a primazia dos acionistas<sup>12</sup> (STOUT, 2013). Da economia ao direito, a primazia dos acionistas se tornou a ótica sob a qual qualquer política relacionada a finanças, economia ou governança corporativa deveria ser vista<sup>13</sup> (BERGER, 2019). A Teoria da Primazia dos Acionistas, ou *Shareholder Theory*, liderada pelo conceituado economista Milton Friedman, defende que a única e exclusiva finalidade de uma companhia é lucrar. Empregos podem ser cortados e salários reduzidos, desde que os acionistas sejam beneficiados. Dessa forma, para além do lucro, não existem outros objetivos que as companhias devem perseguir.

Pela Teoria da Primazia dos Acionistas entende-se que os acionistas são os verdadeiros donos das companhias. E, como proprietários, contratam agentes para administrar o negócio. Nesse sentido, os diretores e administradores devem governá-las apenas segundo os interesses de seus empregadores, ou seja, visando a maximização do valor da companhia, mensurado pelo preço das ações. À vista disso, seria inaceitável considerar os interesses de outros agentes que potencialmente aumentariam custos ou reduziriam lucros da companhia.

---

<sup>12</sup> STOUT, Lynn A. The Shareholder Value Myth. **European Financial Review**, 2013. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2277141](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2277141)>. Acesso em: 30.09.2020

<sup>13</sup> BERGER, David J. Reconsidering Stockholder Primacy in an Era of Corporate Purpose. **SSRN**, 2019. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3327647](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3327647)>. Acesso em 15.11.2020

Essa teoria parte da premissa de que a propriedade do capital é separada de seu controle e assim, preocupa-se com a relação de principal-agente<sup>14</sup> entre sócios e administradores<sup>15</sup> (BRANDT e GEORGIU, 2016). Como Berle e Means (1998, p.12) defendem em sua obra, “à medida que o número de acionistas aumenta, a capacidade de cada um deles expressar opiniões torna-se extremamente limitada”<sup>16</sup>. Desse modo, os autores alegam que a riqueza ficou apenas com um símbolo de propriedade, enquanto o controle de fato – poder, responsabilidade e substância – está nas mãos de outro grupo.

Como defendia Milton Friedman (1970), os gestores não passam de meros funcionários das companhias, sendo contratados para conduzirem seus trabalhos de acordo com os desejos dos proprietários e de mais ninguém<sup>17</sup>. Isso, porque, segundo Friedman, quando os executivos gastam fundos da empresa, eles estão, na verdade, gastando o dinheiro dos sócios. Assim, para cumprir suas obrigações contratuais, os gestores devem tomar decisões pautadas na capacidade financeira da companhia. Portanto, o foco deverá ser na tomada de decisões financeiras que maximizem o valor para os acionistas em termos de retorno de dividendos e aumento no preço das ações<sup>18</sup> (O’CONNELL e WARD, 2020).

Sob perspectiva econômica, os executivos corporativos atuam como agentes dos proprietários, que são os principais. A Teoria da Agência, tal como construída por Jensen e Meckling tem como foco a relação entre principal-agente, sendo que a sua estrutura básica consiste no fato do acionista (principal) delegar a decisão para um terceiro (agente) e sofrer as consequências da decisão. O pressuposto da teoria é que todos os indivíduos são racionais, auto interessados e buscam maximização de suas riquezas. Dessa forma, há um claro conflito de interesses entre ambas as figuras e um risco potencial de os administradores buscarem os seus próprios interesses em detrimento dos objetivos dos sócios. A teoria, então, desenvolve o conceito de custos de agência,

---

<sup>14</sup> Conceito explicado no último parágrafo desta sessão.

<sup>15</sup> BRANDT, Fabian and GEORGIU, Konstantinos. Shareholders vs Stakeholders Capitalism. **Comparative Corporate Governance and Financial Regulation**, 2016. Disponível em: <[https://scholarship.law.upenn.edu/fisch\\_2016/10?utm\\_source=scholarship.law.upenn.edu%2Ffisch\\_2016%2F10&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=PDFCoverPages](https://scholarship.law.upenn.edu/fisch_2016/10?utm_source=scholarship.law.upenn.edu%2Ffisch_2016%2F10&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages)>. Acesso em: 04.10.2020.

<sup>16</sup> BERLE, Adoldf e MEANS, Gardiner C. **A moderna sociedade anônima e a propriedade privada**. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. 3 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1998. P.12.

<sup>17</sup> FRIEDMAN, Milton. A Friedman doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits. **The New York Times**. 13 de setembro de 1970. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html?searchResultPosition=2>>. Acesso em: 24.10.2020.

<sup>18</sup> O’CONNELL, Maeve and WARD, Anne Marie. Shareholder Theory/Shareholder Value. **Springer Link**, 2020. Disponível em: <[https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-030-02006-4\\_49-1.pdf](https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1.pdf)>. Acesso em 04.11.2020.

ou seja, custos de minimização entre o conflito acima apresentado, podendo esse ser custo de monitoramento, custo de incentivos e custo de perda.

### 1.1.2. Principais Conceitos e Proposições

Ao contrário do que se pode parecer em um primeiro momento, os defensores da Teoria dos *Shareholders* alegam ter uma preocupação com o bem-estar do corpo social e com os *stakeholders* da companhia. Contudo, argumentam que a maneira mais eficaz da entidade corporativa promover o bem-estar social é tornando os administradores fortemente responsáveis pelos interesses dos acionistas e apenas a esses interesses. Para ilustrar, as companhias têm razões de interesse próprio para não desconsiderar o bem-estar dos *stakeholders* e da sociedade: uma determinada companhia que maltrata seus funcionários, é rude com os clientes, ou vende-lhes produtos defeituosos e prejudiciais, provavelmente não terá um bom desempenho, pois não apresentará uma boa imagem perante o corpo social e, portanto, não será capaz de atrair mão de obra qualificada ou de aumentar a sua clientela. Por outro lado, se uma determinada companhia beneficia outras pessoas ao seu redor, desenvolvendo a comunidade local, gozará de boa reputação e terá mais probabilidade de atrair melhores funcionários e mais clientes.

Como defendem Hansmann e Kraakman (2000), os mecanismos legais mais eficazes para proteger os interesses dos não acionistas estão fora do direito societário. A título de exemplo: (i) para os trabalhadores, as normas responsáveis pela a sua proteção seriam leis que verssem sobre as contratações de trabalho, pensões, saúde e segurança e antidiscriminação; (ii) para os consumidores, as normas responsáveis pela sua proteção seriam leis que verssem sobre a segurança do produto, garantia, responsabilidade do produto, antitruste e divulgação obrigatória do conteúdo e das características do produto; e (iii) para o público em geral, as normas devem ser relativas a questões ambientais, modelos de negócios sustentáveis e responsabilidade civil geral<sup>19</sup>.

Por esse ângulo, outros integrantes das companhias como, por exemplo, credores, funcionários, fornecedores e clientes não devem ter os seus interesses protegidos por meio da participação na

---

<sup>19</sup> HANSMANN, Henry and KRAAKMAN, Reinier H. **The End of History for Corporate Law**. Jan 2000. Disponível em <[https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6067&context=fss\\_papers](https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6067&context=fss_papers)>. Acesso em: 30.09.2020.



governança corporativa, mas sim por intermédio de contratos e da regulação estatal<sup>20</sup> (HANSMANN e KRAAKMAN, 2000).

Nesse sentido, Lucian Bebchuk (2020), professor da Harvard Law School, defende que é mais benéfico para o corpo social que os executivos corporativos tenham como único e claro o objetivo o de servir aos acionistas, enfrentando-os com restrições substanciais e regulação de modo a internalizarem as externalidades. Isto é, acredita que questões para além dos interesses dos sócios devem ser tratadas exclusivamente por intermédio do governo. Caso contrário, Lucian argumenta que os administradores podem acabar se utilizando de poderes mais amplos para assistir aos seus próprios interesses<sup>21</sup>.

Segundo Friedman (1970)<sup>22</sup>, *“existe uma e apenas uma responsabilidade social da empresa - usar seus recursos e se envolver em atividades destinadas a aumentar seus lucros, desde que permaneça dentro das regras do jogo, ou seja, se engaje em uma concorrência aberta e livre sem engano ou fraude”*. Para ele, a necessidade de a companhia ter responsabilidade social para com o corpo social fere claramente os fundamentos de uma sociedade livre. Defende, então, que os executivos não devem gozar de autonomia para, por exemplo, optarem por pagar a alguns funcionários um salário mais alto visando "reduzir a desigualdade", contratar trabalhadores menos qualificados para "reduzir a pobreza" ou comprar insumos com preços mais elevados de fornecedores locais para "apoiar a comunidade, pois estariam gastando o dinheiro de outra pessoa para um interesse social geral. Desse modo, alega que filantropia corporativa e outras atividades não diretamente relacionadas com a geração de riqueza para os acionistas são um desperdício de dinheiro dos acionistas e potencialmente imorais, dado que podem ser considerados como roubo do patrimônio dos sócios. Friedman argumenta que a maioria das companhias, se estiverem livres de restrições e puderem perseguir somente o lucro, acabariam inevitavelmente por tornar a comunidade ao seu redor melhor e eventualmente servir interesses alheios, por um simples motivo: vale a pena ser generoso – como ilustrado no primeiro parágrafo dessa seção. Para o autor, só o

---

<sup>20</sup> Ibidem.

<sup>21</sup> BEBCHUK, Lucian A. and Tallarita, Roberto. The Illusory Promise of Stakeholder Governance. **Cornell Law Review**. 26 de fevereiro de 2020. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3544978> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3544978>>. Acesso em: 27.10.2020.

<sup>22</sup> FRIEDMAN, Milton. A Friedman doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits. **The New York Times**. 13 de setembro de 1970. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html?searchResultPosition=2>>. Acesso em: 24.10.2020.

governo é responsável por questões sociais e desigualdade, tratando-a por meio da cobrança de impostos.

Seguindo essa lógica, diferentemente do Hansmann e Bebchuk que acreditam que o Estado deve proteger os interesses dos *stakeholders*, outra linha de pensamento da Teoria da Primazia dos Acionistas rejeita intervenções externas e obrigações adicionais impostas às companhias pelo governo e autoridades centrais, defendendo o livre mercado. Essa corrente segue a linha liberal de que os mercados são melhor regulados por meio do mecanismo da mão invisível – se todas as empresas trabalharem visando o seu próprio interesse e objetivando a maximização dos lucros, a sociedade em geral se beneficiará<sup>23</sup> (NTIM, 2018).

Nesse sentido, os arranjos de governança existentes de uma companhia são compreendidos como o resultado de um intenso processo de negociação, que, por sua vez, foi livremente celebrado por agentes internos e externos à empresa. Mais especificamente, como um modelo econômico racional, assume-se que os fatores do mercado (capital, trabalho gerencial e controle corporativo) são eficientes e, portanto, a autorregulação amparada por mecanismos voluntários adicionais, como, por exemplo, o estabelecimento de código de governança corporativa, são os meios mais eficazes na redução de atividades díspares de administradores<sup>24</sup> (NTIM, 2018).

Uma boa síntese desse viés do pensamento da Teoria dos *Shareholders* está na fala de Adam Smith: a busca do valor privado é a melhor maneira de promover os interesses mais amplos da sociedade, “*não é da benevolência do açougueiro, do cervejeiro e do padeiro que esperamos o nosso jantar, mas da consideração que eles têm pelos próprios interesses*”.

### 1.1.3. Recomendações

À vista do exposto acima, as recomendações da *Shareholder Theory* podem ser resumidas em quatro quesitos: (i) respeito ao livre mercado; (ii) fortalecimento do sistema de incentivo; (iii)

---

<sup>23</sup> NTIM, Collins G. Defining Corporate Governance: Shareholder Versus Stakeholder Models. **Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy and Governance**. 4 de janeiro de 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3096612>>. Acesso em: 27.10.2020.

<sup>24</sup> Ibidem.

políticas internas da companhia e regras de conduta; e (iv) combinação de contratos eficientes<sup>2526</sup> (NTIM, 2018).

A primeira recomendação consiste em uma economia livre, sem intervenções de órgãos externos ou do governo, para autorregular-se de forma automática, fornecer condições para o funcionamento do livre mercado e encorajar a competição. Isso, pois os negócios, se possibilitados de perseguir seus próprios objetivos, serão capazes de maximizar o lucro e, ao mesmo tempo, inevitavelmente acabarão também beneficiando o corpo social.

A segunda recomendação, por sua vez, traduz-se no fortalecimento dos sistema de incentivos, de modo a reduzir os custos de agência. Isso, pois o acionista pode limitar as divergências relativas aos seus interesses ao utilizar-se de incentivos adequados para o agente, alinhando os interesses dos acionistas e dos membros da administração. Uma possibilidade, por exemplo, consiste na remuneração dos administradores estar pautada, para além da remuneração fixa, por uma remuneração variável. Essa pode se dar a partir do sistema de gestão de metas da companhia, concretizando-se por meio da outorga de opções de compra de ações.

A próxima sugestão da Teoria se dá na criação de políticas internas da companhia e determinação de regras de conduta. Essa prática é uma alternativa ao sistema de incentivos e fundamenta-se nos custos de monitoramento, visando limitar as atividades irregulares dos administradores. Uma alternativa praticável é a implementação de um código de conduta da companhia. Ele será uma referência formal e institucional para a conduta pessoal e profissional de todos os colaboradores da companhia, independentemente do cargo ou função que ocupem, de forma a tornar-se um padrão de relacionamento interno e externo.

Por fim, a quarta recomendação consiste na introdução de contratos eficientes para governar a relação entre acionistas demais partes interessadas. A celebração de contratos é estrutural para garantir uma boa gestão dos recursos, bem como a forma como esses recursos voltarão para as mãos dos sócios em um momento posterior.

## **1.2.Stakeholders Theory**

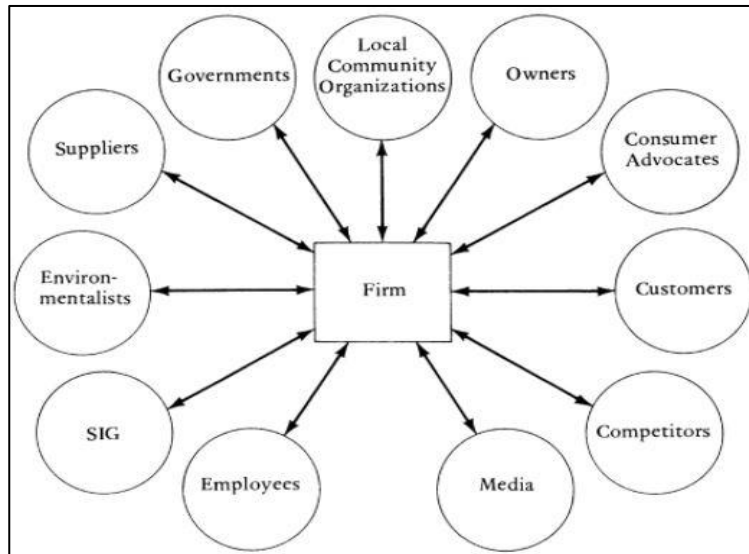
---

<sup>25</sup> Ibidem.

<sup>26</sup> Estou considerando aqui a linha de pensamento de Milton Friedman, fundada na menor intervenção do Estado na economia.

### 1.2.1. Premissas e Valores

A segunda teoria acerca do propósito das companhias, a ser apresentada neste trabalho, é a *Stakeholder Theory*. Ainda que não seja a Teoria predominante, ganha cada vez mais apoio entre especialistas contemporâneos<sup>27</sup>. Os seus defensores argumentam que as companhias têm por objetivo a maximização do bem-estar de todos os seus *stakeholders*, e não apenas o lucro dos acionistas. Ao contrário da *Shareholder Theory* que incentiva as companhias a promoverem exclusivamente os interesses dos sócios, sugere que as empresas devam, inclusivamente, zelar pelos interesses dos *stakeholders*, isto é, “qualquer grupo ou indivíduo que possa afetar ou ser afetado pelos objetivos corporativos”<sup>2829</sup> (FREEMAN, 2010). A imagem a seguir exemplifica alguns importantes *stakeholders* das companhias:



**Figura 1** – Exemplo de *Stakeholders*.  
Fonte: Freeman (2010)

A fim de melhor explicar a perspectiva de governança inclusiva, Michael Jensen (2002) explica que percebe as companhias como uma composição de diferentes grupos sociais, em que cada grupo oferece uma valiosa e exclusiva contribuição de recursos e, em troca, espera que seus interesses sejam promovidos. Para ilustrar: (i) os acionistas alavancam o capital das companhias, tendo a

<sup>27</sup> Alguns deles: (i) R. Edward Freeman; (ii) Jeffrey S. Harrison; (iii) Andrew C. Wicks; (iv) Bidhan L. Parmar; (v) Simone de Colle, (vi) Lynn Stout e (vii) Martin Lipton.

<sup>28</sup> Freeman, R. E. *Strategic management: a stakeholder approach*. New York: Cambridge University Press, 2010.

<sup>29</sup> Não há uma definição universal do conceito de *stakeholders*. Algumas definições são mais amplas e outras mais restritivas. A título de exemplo, Mark Starik sugere uma definição baseada na delimitação realizada pelo pesquisador e Max Clarkson elucidada o conceito com base nos riscos envolvidos. Para fins desse trabalho, o conceito considerado será o de R. Edward Freeman.

expectativa de ter seus investimentos maximizados em termos de rendimento do capital ajustado ao risco; (ii) os credores provém empréstimos às companhias, esperando que os empréstimos sejam pagos dentro do prazo; (iii) administradores e empregados concedem seu tempo de trabalho e aptidões à companhia, tendo a expectativa de serem pagos com um bom salário; e (iv) as comunidades locais “emprestam” às companhias localização, infraestrutura e até mesmo o próprio meio ambiente, na esperança de terem a sua qualidade de vida melhorada pela companhia<sup>30</sup>.

Em vista disso, ao contrário da Teoria da Primazia dos Acionistas, a Teoria dos *Stakeholders* parte da premissa que o problema de governança das companhias decorre da falta de participação mais ampla dos *stakeholders* na gestão corporativa.

De acordo com o professor R. Edward Freeman, a Teoria dos *Stakeholders* consiste em uma ideia de como os negócios realmente funcionam. Ele alega que, para qualquer negócio ter sucesso, deve criar valor para clientes, fornecedores, funcionários, comunidades, financiadores, acionistas, banco, entre outros. Para ele, não é possível levar os interesses dos *stakeholders* em consideração de maneira isolada, sendo necessário realizar uma avaliação de todos os interesses conjuntamente<sup>31</sup>. Assim, argumenta que o zelo pelos interesses de todas as partes interessadas é a única e exclusiva maneira de criar valor, até mesmo aos acionistas.

Então, diferentemente da Teoria da Primazia dos Acionistas, a Teoria dos *Stakeholders* defende que levar em conta os interesses de todas as partes interessadas na tomada de decisão é a melhor forma de maximizar a performance das companhias.

### 1.2.2. Principais Conceitos e Proposições

R. Edward Freeman concorda com Milton Friedman de a responsabilidade social não é um dever das companhias. Entretanto, argumenta que a sociedade civil e o senso de comunidade são terminantemente estruturais ao negócio, não sendo frutífero separar as dimensões.

Nessa perspectiva, Merrick Dodd (1932, p.1145-1163), professor da escola de direito de Harvard, argumenta que se a responsabilidade social das companhias consiste na preocupação de

---

<sup>30</sup> JENSEN, Michael. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. **Business Ethics Quarterly**, Vol. 12, No. 2. 2002. Disponível em < <https://www.jstor.org/stable/3857812?seq=1>>. Acesso em 13.11.2020.

<sup>31</sup> What is Stakeholder Theory – R. Edward Freeman. R. Edward Freeman. 2009. 1 vídeo (2 min 58 s). Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=bIRUaLcvPe8&t=5s>. Acesso em 10.11.2020.

contemplar os interesses de seus funcionários e consumidores, beneficiando todos os *stakeholders*, os acionistas são os beneficiários finais. Isso, pois a satisfação dos interesses dos *stakeholders* ocasiona maior geração de lucro para as empresas – dado que funcionários motivados geram mais resultados e que consumidores satisfeitos são fiéis ao negócio e continuaram consumindo. Para Dodd, as companhias “*não são afetadas somente pelas leis que regulamentam os negócios, mas pela atitude da opinião pública e empresarial quanto às obrigações sociais dos negócios*”.<sup>32</sup>

Além disso, os defensores da prevalência dos *stakeholders* partem da premissa de que essa é a única forma de garantir a longevidade das companhias. Dado que a continuidade da companhia está intimamente ligada com o seu sucesso, argumentam que só é possível atingi-lo ao cultivar uma boa relação com toda a comunidade de *stakeholders*. Preston alega que o aumento de receita, a diminuição de riscos e a melhoria da produtividade da companhia são resultados direto de uma cultura colaborativista, baseada em compartilhamento de conhecimento e confiança, garantindo a criação de riqueza da companhia<sup>33</sup> (POST, PRESTON, e SACHS, 2002).

Donaldson e Preston (1995) condensaram as suas ideias sobre os *stakeholders* com importantes contribuições de autores anteriores. Constataram que, na literatura publicada até o seu tempo, alguns conceitos eram utilizados de maneira diversa entre diferentes autores, algumas vezes até com fundamentos em díspares evidências e argumentos. Tendo isso em mente, elaboram a sua tese a partir de três dimensões da Teoria dos *Stakeholders*: (i) descritiva; (ii) instrumental; e (iii) normativa. No âmbito descritivo apresentam um modelo que descreve a corporação como uma rede de interesses congruentes e divergentes, objetivando caracterizar atributos e condutas corporativas em face dos *stakeholders*. A esfera instrumental estabelece uma estrutura de análise das conexões entre a prática de gestão dos *stakeholders* e a realização de metas de desempenho corporativo. Por fim, a dimensão normativa, considerada pelos autores como a mais importante, traduz-se em “*interpretar a função da corporação, incluindo a identificação da moral ou da orientação filosófica para a operação e administração das companhias*”<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> DODD, Merrick. For Whom Are Corporate Managers Trustees? **Harvard Law Review**. Vol. 45, nº 7. 1932. P. 1145-1163. Disponível em <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/357202/mod\\_resource/content/0/Dodd.%20For%20whom%20are%20corp%20managers%20trustees.%20Harvard%20Law%20Review%2C%20v.%2045%2C%20p.%201145%2C%201932.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/357202/mod_resource/content/0/Dodd.%20For%20whom%20are%20corp%20managers%20trustees.%20Harvard%20Law%20Review%2C%20v.%2045%2C%20p.%201145%2C%201932.pdf)>. Acesso em 12.11.2020.

<sup>33</sup> POST, J. E.; PRESTON, L. E.; SACHS, S. Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organization Wealth. Stanford, CA: **Stanford University Press**, 2002.

<sup>34</sup> DONALDSON, Thomas e PRESTON, Lee E. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. **Academy of Management Review**, 1995. Disponível em <

Outro importante ponto a ser considerado é a maneira pela qual os administradores satisfazem as necessidades de todas as partes interessadas. Isto, pois os *stakeholders* são tão diversos que naturalmente têm interesses distintos e apresentam reivindicações conflitantes nas quais é provável que a companhia prefira os interesses de um grupo em detrimento de outro. Assim, é esperado que as companhia desenvolvam mecanismos para a lidar com os *trade-offs* entre os seus *stakeholders*. Variadas propostas surgiram ao longo dos anos por diferentes autores. O modelo de Mitchell, Agle e Wood<sup>35</sup> (1997, p.853-886) é um dos mais aceitos e amplamente discutido na contemporaneidade.

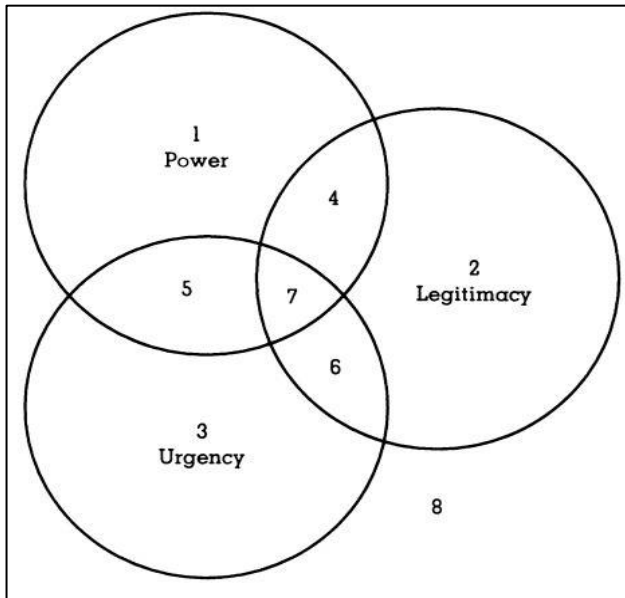
Os autores estabeleceram uma classificação entre os *stakeholders* com base em poder, legitimidade e urgência, possibilitando a determinação de prevalências e definição de quais interesses deverão ser priorizados pela administração da companhia. Definem o atributo (i) do poder como a capacidade de um agente realizar as suas próprias escolhas e seguir as suas vontades dentro de uma relação social, apesar da resistência dos outros atores; (ii) da legitimidade como uma construção social ou como uma declaração normativa e; (iii) da urgência como a sensibilidade a criticidade de tempo acerca das demandas das partes interessadas.

De acordo com a classificação dos autores, a depender das intersecções de um ou mais atributos, os *stakeholders* devem ter seus interesses mais ou menos considerados, seguem imagens explicativas:

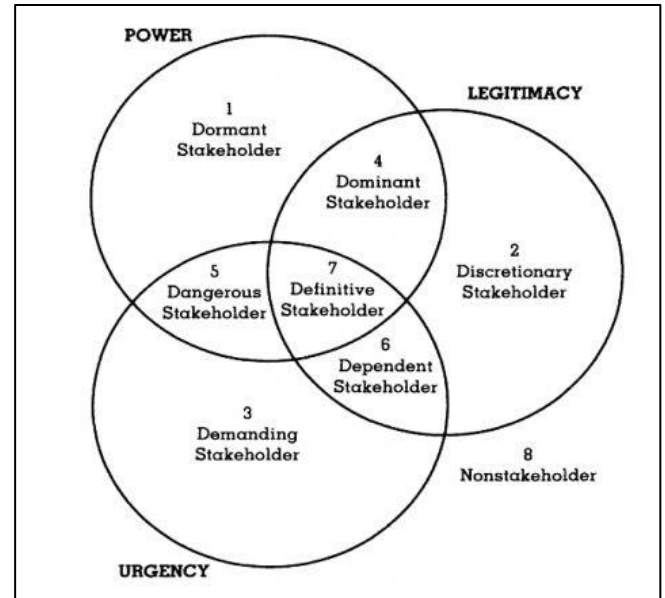
---

[https://www.jstor.org/stable/258887?origin=JSTOR-pdf&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/258887?origin=JSTOR-pdf&seq=1#metadata_info_tab_contents). Acesso em 11.11.2020.

<sup>35</sup> MITCHELL, Ronald K.; AGLE, Bradley R.; WOOD, Donna J. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the Principle of Who and What Really Counts. **The Academy of Management Review**, Vol. 22, No. 4. Oct. 1997, pp. 853-886. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/259247?origin=JSTOR-pdf>>. Acesso em: 16.11.2020



**Figura 3** – Classificação dos stakeholders (a)  
**Fonte:** MITCHELL; AGLE; WOOD (1997)



**Figura 2** – Classificação dos stakeholders (b)  
**Fonte:** MITCHELL; AGLE; WOOD (1997)

Como ilustrado, nas áreas 1, 2 e 3 estão localizados os *stakeholders* menos influentes, com apenas um dos atributos. Nas áreas 4, 5 e 6 constam os *stakeholders* relativamente influentes, uma vez que dispõem de dois atributos. Por fim, na área 7 localizam-se *stakeholders* dominantes, gozando de todos os atributos e sendo os mais influentes. Assim, de acordo com os autores, essa deverá ser a ordem de prioridade no ponderamento dos interesses e tomada decisão dos administradores.

Ademais, mais recentemente, considerando uma governança corporativa que ampara os interesses de todos os *stakeholders*, o renomado advogado Martin Lipton formulou uma definição de qual deve ser o propósito e objetivo das companhias<sup>36</sup>:

O objetivo de uma corporação é conduzir um negócio lícito, ético, lucrativo e sustentável, a fim de garantir seu sucesso e aumentar seu valor a longo prazo. Isso requer a consideração de todos os *stakeholders* que são críticos para o seu sucesso (acionistas, funcionários, clientes, fornecedores e comunidades), conforme determinado pela empresa e seu conselho de administração, fazendo uso de seu julgamento bem fundamentado dos negócios e com envolvimento constante com os acionistas, que são parceiros essenciais em apoiar a corporação em atingir o seu propósito. O cumprimento desse propósito dessa

<sup>36</sup> LIPTON, Martin. Milton Friedman's Essay and the True Purpose of the Business Corporations. **Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets**, 2020. Disponível em <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/09/18/milton-friedmans-essay-and-the-true-purpose-of-the-business-corporation/>>. Acesso em: 22.11.2020.



forma é totalmente consistente com os deveres fiduciários do conselho de administração e as obrigações de administração dos acionistas (LIPTON, 2020) (tradução nossa).

Percebe-se que Lipton está preocupado com a prosperidade econômica a longo prazo das companhias, atingida por meio de um negócio lícito, ético, lucrativo e sustentável. Como pressuposto, o advogado alega que os interesses de todos os *stakeholders* devem ser considerados pelo conselho de administração e que os acionistas têm um importante papel ao dar suporte ao negócio de modo a possibilitar o atingimento do propósito corporativo.

Martin Lipton defende que o objetivo básico da lucratividade sustentável tem como proposição que o propósito das companhias inclui a criação de valor para os investidores. Ainda, alega que performar de maneira legal e ética garante que a companhia esteja dentro dos padrões de conformidade social corporativa. Explica que a proposição de levar em conta os interesses de todos os *stakeholders*, incluindo as comunidades, não se limita as comunidades locais próximas ao negócio, mas abrange a sociedade e a economia em geral, orientando os conselhos a tomarem decisões fundamentadas em um escopo de ampla responsabilidade. E, por fim, a ideia de envolvimento constante dos acionistas é importante dado que formaliza a sua responsabilidade pela gestão corporativa de longo prazo.

Nesses moldes, Lipton argumenta que os diretores e administradores têm a responsabilidade de, em constante diálogo com os acionistas, tomar as decisões baseadas no ente corporativo que representam, equilibrando os seus direitos e obrigações e levando em consideração riscos e oportunidades de longo prazo. Terão liberdade para tomar as decisões que julgarem corretas para a prosperidade do negócio, equilibrando todos os interesses e não sendo forçados a agir como se algum interesse superasse todos os outros, com consequências potencialmente destrutivas à companhia<sup>37</sup> (LIPTON, 2020).

### **1.2.3. Recomendações**

À vista do exposto acima, as recomendações da *Stakeholder Theory* podem ser resumidas em três quesitos: (i) interesses dos *stakeholders* levados em consideração na tomada de decisão; (ii) confiança e associações contratuais de longo prazo entre a companhia e os *stakeholders*,

---

<sup>37</sup> Idem.

fomentando a cooperação entre empresas e; (iii) introdução da abordagem ética no universo dos negócios<sup>38</sup> (NTIM, 2018).

A primeira recomendação consiste em ter os interesses dos *stakeholders* levados em consideração na tomada de decisão do administrador. Ou seja, o administrador deve exercer as suas atribuições no interesse da companhia e não apenas no interesse de um grupo de *stakeholders*. De modo a assegurar a manutenção dos interesses dos *stakeholders*, alguns entusiastas da teoria defendem uma estrutura dualista de administração. A Alemanha pode servir como exemplo<sup>39</sup>.

Nesses moldes, o processo decisório dos órgãos da administração é reforçado, para além da vontade dos acionistas, pela participação de outras partes interessadas. Dessa forma, os interesses dos acionistas só devem ser contemplados na medida em que não sejam prejudiciais aos interesses das outras partes interessadas e vice-versa.

A segunda recomendação se dá no estabelecimento da confiança e associações contratuais de longo prazo entre a companhia e os *stakeholders*, fomentando a cooperação entre empresas. Isto é, incentiva o fortalecimento das relações entre todas as partes interessadas das companhias, sendo elas os próprios acionistas, os credores, os fornecedores, os funcionários, os gestores, os clientes, entre outros.

Por fim, a última recomendação traduz-se na introdução da abordagem ética no universo dos negócios. Estabelecer uma relação ética entre a companhia e todos os *stakeholders* (inclusive entre si) tem grande impacto na profundidade da manutenção das relações e longevidade do negócio.

---

<sup>38</sup> NTIM, Collins G. Defining Corporate Governance: Shareholder Versus Stakeholder Models. **Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy and Governance**. 4 de janeiro de 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3096612>>. Acesso em: 21.11.2020.

<sup>39</sup> CESE – Comitê Econômico e Social Europeu. Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre o “Livro Verde — O quadro da UE do governo das sociedades”. Disponível em <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:024:0091:0098:PT:PDF>>. Acesso em 22.11.2-2020.

## 2. DESAFIOS CONTEMPORÂNEOS À VISÃO HEGEMÔNICA DO PROPÓSITO DA COMPANHIA

No capítulo anterior, duas predominantes teorias acerca do propósito das companhias foram conceitualizadas. Como exposto ali, por muito tempo, a visão hegemônica nos países anglófonos e, progressivamente, nos demais foi a *Shareholder Theory*, liderada pelo economista Milton Friedman, autor do artigo “The Social Responsibility of Business is to Increase Its Profits”. Entretanto, cinquenta anos depois, essa tese está sendo reavaliada.

Na atualidade, nota-se que sucede uma mobilidade mundial avessa ao tradicional entendimento de que o único e exclusivo objetivo das companhias seria o de maximizar seus lucros. Políticos, líderes empresariais, juízes, acadêmicos, juristas e economistas cada vez mais são adeptos a ideia que as companhias devem também servir à sociedade, colaborando positivamente ao corpo social<sup>40</sup> (ROCK, 2020).

Dessa forma, neste capítulo serão apresentados desafios contemporâneos a visão predominante da doutrina de Milton Friedman. Isto é, serão expostas importantes articulações, em diversos locais, que visam uma reformulação do propósito das companhias.

### 2.1. Business Roundtable

Uma associação muito importante na modernidade é a Business Roundtable, uma “*associação de diretores executivos das principais companhias dos Estados Unidos que trabalham para promover uma economia próspera e ampliar as oportunidades para todos os americanos, por meio de políticas públicas sólidas*”<sup>41</sup> (tradução nossa).

A organização integra presidentes executivos de 181 das maiores companhias dos Estados Unidos, de diversos setores da economia, entre elas, Amazon, Apple, Xerox, Walmart, Exxon Mobil, AT&T, Ford, JP Morgan Chase, Goldman Sachs, Bank of America, Coca-Cola, McKinsey,

---

<sup>40</sup> ROCK, Edward B. For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate Over Corporate Purpose. **European Corporate Governance Institute** – Law Working Paper No. 515/2020, 2020. Disponível em: <[http://ssrn.com/abstract\\_id=3589951](http://ssrn.com/abstract_id=3589951)>. Acesso em: 14.07.2020

<sup>41</sup> BUSINESS ROUNDTABLE. **Business Roundtable**. About Us. Disponível em: <<https://www.businessroundtable.org/about-us>>. Acesso em: 16.12.2020.

entre outras. Se consideradas em conjunto, as empresas apresentam mais de 15 milhões de trabalhadores e faturamento anual excedente a US\$ 7 trilhões<sup>42</sup>.

Em agosto de 2019 a Business Roundtable divulgou comunicado, assinado pelos 181 CEOs, no qual o propósito das companhias é redefinido: introduz-se o compromisso dos líderes para com todas as partes interessadas e se afasta da primazia dos acionistas.

De acordo com o comunicado, embora cada companhia tenha o seu propósito individual, todas se comprometem a beneficiar os *stakeholders* por meio de: (i) entrega de serviços aos consumidores; (ii) investimento nos funcionários, compensando-os justamente e provendo-os de benefícios; (iii) tratamento ético e justo dos fornecedores; (iv) suporte às comunidades locais em que as companhias estão inseridas; e (v) desenvolvimento de rentabilidade de longo prazo aos acionistas<sup>43</sup>.

Essa reformulação do propósito das companhias pela Business Roundtable é extremamente relevante, visto que foi estabelecido um novo padrão de responsabilidade corporativa a ser seguido. A contar de 1978 a associação divulga comunicados com relação aos princípios de governança corporativa e todas as versões anteriores defendiam a supremacia dos acionistas<sup>44</sup>.

Nesse sentido, Jamie Dimon, presidente da Business Roundtable e CEO do JP Morgan Chase & Co, alegou que:

Os principais empregadores estão investindo em seus trabalhadores e comunidades porque sabem que é a única maneira de ter sucesso a longo prazo. Esses princípios modernizados refletem o compromisso inabalável da comunidade empresarial de continuar pressionando por uma economia que sirva a todos os americanos. (tradução nossa)

Em outras palavras, o executivo reiterou que, na sua opinião, investir nos *stakeholders* é o único caminho possível para a obtenção de sucesso a longo prazo. E que os princípios estabelecidos no comunicado da Business Roundtable espelham a responsabilidade da coletividade corporativa de persistir por uma economia que sirva a todos.

---

<sup>42</sup> A poderosa ‘távola redonda’ de megaempresas que quer redefinir as regras do capitalismo americano. **Globo**, 2019. Disponível em: < <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2019/08/poderosa-tavola-redonda-de-megaempresas-que-quer-redefinir-regras-do-capitalismo-americano.html>>. Acesso em: 16.12.2020.

<sup>43</sup> BUSINESS ROUNDTABLE. **Business Round Table. Our Commitment**. Disponível em <<https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>>. Acesso em: 16.12.2020.

<sup>44</sup> Ibidem.

## 2.2. Fórum Econômico Mundial

No âmbito de entidades internacionais, o Fórum Econômico Mundial é a organização internacional para cooperação público-privada. Reúne os principais líderes culturais, políticos, empresários, e outros para moldar as relevantes agendas globais. O Fórum defende os mais altos padrões de governança, integridade moral e intelectual e possui a sua cultura institucional fundada na teoria das partes interessadas<sup>45</sup>.

A organização publica anualmente o Global Risks Report, estudo anual que descreve mudanças ocorridas no cenário dos riscos globais de ano para ano. O relatório de 2020, que antecede a 50ª reunião anual do Fórum Econômico Mundial em Davos, visa uma solução prática para lidar com as maiores adversidades mundiais e enfatiza a necessidade de uma abordagem multisetorial focada nos *stakeholders* como meio de se alcançar um mundo coeso e sustentável<sup>46</sup>.

Alguns riscos de curto prazo identificados pelo estudo são: (a) confrontos econômicos; (b) polarização política doméstica; (c) ondas de calor extremas; (d) destruição de ecossistemas de recursos naturais; (e) ataques cibernéticos; (f) falha na governança nacional; (g) populismo; e (h) recessão econômica.

De acordo com o relatório de 2020, uma das medidas indispensáveis para o enfrentamento destes riscos é a adoção do *stakeholder capitalism* (“capitalismo das partes interessadas”), isto é, um novo modelo de capitalismo sustentável, que considera o bem-estar das pessoas e a subsistência do planeta. O Fórum defende a importância de se considerar o bem-estar social ao lado dos ganhos econômicos e alega que os riscos de desaceleração e os desafios do modelo econômico atual só podem ser sanados se o sistema econômico global for reformulado para ser mais socialmente consciente.

À vista disso, o Fórum solicitou ao Martin Lipton a elaboração de um Novo Paradigma de governança corporativa, abarcando, por um lado a importância dos *stakeholders* e dos princípios do ESG, e, por outro, o abandono da primazia dos acionistas.

Martin Lipton alega que a conjuntura atual de pandemia, desigualdade e injustiça – escancarada pela morte de George Floyd – estimulou o debate da governança das partes

---

<sup>45</sup> WORLD ECONOMIC FORUM. **World Economic Forum. Our Mission.** Disponível em <<https://www.weforum.org/about/world-economic-forum>>. Acesso em: 18.12.2020

<sup>46</sup> WORLD ECONOMIC FORUM. **World Economic Forum. The Global Risks Report 2020, 2020.** Disponível em <<https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>>. Acesso em: 17.12.2020

interessadas e do propósito corporativo das companhias. Segundo o advogado, há uma crescente reflexão, por parte da sociedade, sobre o papel das companhias de distribuir prosperidade econômica e criar de valor.<sup>47</sup>

O Novo Paradigma combate a mentalidade de curto prazo estabelece que diretores sejam amparados de mecanismos flexíveis para deliberar de maneira sustentável e inovadora a longo prazo. Defende que os conselhos de administração devem agir e tomar decisões em nome da companhia e de todos os *stakeholders*, possuindo três pilares: governança, envolvimento e administração<sup>48</sup>.

Na mesma linha, o fundador e presidente do Fórum Econômico Mundial, Klaus Schwab, apresentou na conferência de Davos o “Davos Manifesto 2020”, um conjunto de princípios éticos para guiar as companhias na era da Quarta Revolução Industrial. Segundo o manifesto, as companhias devem (i) pagar impostos de maneira justa; (ii) ter tolerância zero com a corrupção; (iii) certificar-se que os direitos humanos estão sendo assegurados por toda sua cadeia de produção; e (iv) defender um universo corporativo competitivo<sup>50</sup>.

De acordo com Schwab, em tempo algum foi tão fundamental a implementação do capitalismo das partes interessadas, ao invés dos outros dois modelos existentes: capitalismo dos acionistas e capitalismo do estado.

Para o economista, o primeiro não é mais sustentável (i) em razão do “efeito Greta Thunberg”, ou seja, como a ativista climática assertivamente apontou, o “*sistema econômico atual constitui uma traição às gerações futuras pelo dano ambiental que provoca*”; e (ii) em

---

<sup>47</sup> LIPTON, Martin. Milton Friedman’s Essay and the True Purpose of the Business Corporations. **Columbia Law School’s Blog on Corporations and the Capital Markets**, 2020. Disponível em <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/09/18/milton-friedmans-essay-and-the-true-purpose-of-the-business-corporation/>>. Acesso em: 17.12.2020

<sup>48</sup> O pilar da governança concerne à relação entre (i) a companhia e os acionistas e (ii) a gestão da companhia e o conselho de administração. Pauta-se em princípios de boa governança a serem adotados, juntamente com o desenvolvimento de uma relação verdadeira e genuína entre a companhia e os acionistas, na qual os conselheiros demonstrarão o seu comprometimento com estratégias do negócio a longo prazo. O envolvimento, por sua vez, consiste na troca de informação entre a companhia e seus acionistas, cultivando um diálogo contínuo entre eles e alinhando expectativas. O pilar da administração, por fim, se trata do relacionamento entre os acionistas e a companhia refletindo um compromisso por parte dos gestores de prestar contas aos acionistas para promover a criação de valor sustentável e de longo prazo.

<sup>49</sup> LIPTON, Martin et al. It’s Time to Adopt the New Paradigm. **Harvard Law School Forum on Corporate Governance**. 11 de fevereiro de 2019. Disponível em <<https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/11/its-time-to-adopt-the-new-paradigm/>>. Acesso em: 17.12.2020.

<sup>50</sup> WORLD ECONOMIC FORUM. **World Economic Forum**. The Davos Manifesto. Disponível em <<https://www.weforum.org/the-davos-manifesto>>. Acesso em: 18.12.2020

consequência dos ideias das novas gerações ‘millenials’ e ‘geração Z’ que, em sua grande maioria, somente se associam com companhias nas quais acreditam na causa e no propósito. Assim, para Schwab, o capitalismo das partes interessadas é solução mais adequada aos desafios sociais e ambientais atuais, situando as companhias privadas como administradores da sociedade.

### **2.3. Environmental, Social and Governance (ESG)**

Environmental, Social and Governance (ESG) – ou, em português, Ambiental, Social e Governança (ASG) – refere-se ao conceito global criado na tentativa de agrupar as principais preocupações da sociedade com relação ao desenvolvimento corporativo, social e sustentável, em três principais macrogrupos. Dessa forma, as companhias em todo o mundo conseguem guiar sua atuação e, de certa forma, medir a qualidade da sustentabilidade e impacto social que seu negócio tem.

A métrica ambiental diz respeito aos cuidados ambientais adotados pela companhia, como por exemplo, uso de recursos naturais, emissão de carbono, eficiência energética, gerência do lixo, entre outros. O aspecto social traduz-se na relação da companhia para com a sociedade, ou seja, como ela lida com inclusão de diversidade, se ela respeita dos direitos humanos, se ela tutela as relações de trabalho etc. E, por fim, os fatores de governança consistem em boas práticas de governança adotadas pela companhia visando transparência e igualdade, como, por exemplo, a adoção de um conselho de administração independente e diverso, políticas internas claras, condutas éticas, entre outros.

Na atualidade, tamanha a relevância deste tema que o ESG se tornou um critério de investimento. Investimentos ESG são aqueles que levam em consideração estes três macrotemas para além dos critérios econômico-financeiros tradicionais, possibilitando uma avaliação holística das companhias. Isto é, os investidores estão preocupados com o posicionamento da companhia com todos os *stakeholders*, para além do lucro dos acionistas.

A analista ESG da XP Inc., Marcela Ungaretti, comenta que:

Embora as discussões acerca dos princípios ESG tenham ganhado notoriedade recentemente no Brasil, quando olhamos ao redor do mundo, fica evidente que a

consideração dos fatores ESG não vem de hoje e, mais importante do que isso, que não se trata de uma tendência passageira, mas sim de uma nova realidade<sup>51</sup>.

Assim, a analista da XP expressa sua opinião no sentido de os princípios ESG serem uma nova e permanente realidade para as companhias, e não uma tendência passageira. De acordo com artigo da XP, o valor de ativos sob gestão por fundos com estratégias sustentáveis ultrapassa US\$30 trilhões, o que reflete um crescimento de 34% no que concerne ao ano de 2016<sup>52</sup>.

Nessa lógica, em dezembro de 2020 a CVM colocou em audiência pública proposta de reforma da Instrução CVM 480 para, entre outras coisas, exigir a prestação de informações relacionadas a temas ESG no formulário de referência. Essa medida veio em resposta a pedido de investidores, os quais desejam considerar fatores ESG nos seus investimentos.<sup>53</sup>

À vista disso, resta claro que seguir os princípios ESG não consiste em uma boa prática de mercado ou um mero diferencial, mas em um fator primordial de performance e avaliação de uma companhia, sendo, cada vez mais um dos requisitos básicos para a companhia ser elegível e atraente para um grupo mais exigente de investidores individuais, institucionais e fundos soberanos.

## 2.4. BlackRock

No âmbito de gestoras de ativos, Larry Fink, fundador, Chairman e CEO da BlackRock – maior gestora global de ativos – vem escrevendo em suas cartas anuais a CEOs sobre propósito social e rentabilidade ao longo prazo.

Em sua carta anual do ano de 2018<sup>54</sup>, Larry Fink escreve que o estabelecimento de um propósito social pelas companhias está sendo cada vez mais demandado pela sociedade. Assim, para ele, a prosperidade ao longo prazo não está somente relacionada com o desempenho financeiro

---

<sup>51</sup> UNGARETTI, Marcela. ESG de A a Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema. **XP**, 8 de setembro de 2020. Disponível em <<https://conteudos.xpi.com.br/esg/esg-de-a-a-z-tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-tema/>>. Acesso em 18.12.2020.

<sup>52</sup> Ibidem.

<sup>53</sup> CVM lança audiência pública sobre mudanças na Instrução 480. **Gov.br**, 2020. Disponível em <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-audiencia-publica-sobre-mudancas-na-instrucao-480-c422431220f742f19fa6061a498cb456>>. Acesso em 23.02.2021.

<sup>54</sup> FINK, Larry. Larry Fink's 2018 Letter to CEOs: A Sense of Purpose. **BlackRock.com**, 2018. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>> Acesso em: 10.01.2021



do negócio, mas também com o impacto positivo que ele traz para o corpo social. Isto é, defende que as empresas devem beneficiar todas as suas partes interessadas, e não somente os acionistas.

Nesse mesmo sentido, na carta anual do ano de 2019<sup>55</sup>, o empresário alegou que:

As empresas que cumprirem seu propósito e suas responsabilidades com as partes interessadas colhem frutos no longo prazo. Aquelas que não o fizerem ficarão pelo caminho. Essa dinâmica está se tornando cada vez mais evidente conforme a população se torna mais exigente em relação às empresas. Essa tendência continuará ganhando força entre os millennials, que hoje representam 35% da força de trabalho e expressam novas expectativas em relação às empresas em que trabalham, das quais compram e nas quais investem. (...) Em uma pesquisa recente da Deloitte, os trabalhadores millennials foram consultados sobre qual deveria ser o propósito principal das empresas. Mais de 63% responderam que “melhorar a sociedade” é mais importante do que “gerar lucro”.

Nos próximos anos, o mundo verá a maior transferência de riqueza da história: US\$ 24 trilhões dos baby boomers para os millennials. E os sentimentos das novas gerações influenciarão suas decisões não apenas como funcionários, mas também como investidores. Conforme essa riqueza muda de geração e as preferências de investimento também se transformam, questões ambientais, sociais e de governança serão cada vez mais significativas para as avaliações das empresas. (tradução nossa)

Dessa forma, Larry Fink defende que a rentabilidade ao longo prazo das companhias está intimamente ligada com o cumprimento do seu propósito e de sua responsabilidade com as partes interessadas. De modo preciso, pontua que essa é uma demanda crescente, visto que é uma grande preocupação dos millennials, geração responsável pela fonte de riqueza dos próximos anos.

Por fim, Larry Fink reiterou em sua carta anual de 2020<sup>56</sup> o conteúdo abordado nas cartas de 2018 e 2019, defendendo que uma companhia só terá efetiva perspectiva de crescimento se performar de maneira sustentável e beneficiar as partes interessadas. Para ele, negócios só são capacitados para auferir lucros a longo prazo se têm propósito e se zelam pelas demandas dos *stakeholders*.

## 2.5. Campanhas Políticas

A versão política do debate é, talvez, uma das mais curiosas. As percepções sobre governança corporativa e Teoria dos *Stakeholders* figuraram até mesmo nas campanhas políticas.

<sup>55</sup> FINK, Larry. Carta Anual de Larry Fink a CEOs de 2019: Propósito & Lucro . **BlackRock.com**, 2019. Disponível em: < <https://www.blackrock.com/br/2019-larry-fink-carta-ceo>> Acesso em: 10.01.2021

<sup>56</sup> FINK, Larry. Carta Anual de Larry Fink a CEOs de 2020: Uma mudança estrutural nas finanças . **BlackRock.com**, 2020. Disponível em: < <https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>> Acesso em: 10.01.2021

No período pré-eleição nos Estados Unidos, em um evento na Pensilvânia, Biden disse que um dos seus planos seria o de acabar com a era do *Shareholder Capitalism*<sup>57</sup>. O Presidente ora eleito disse que durante toda pandemia o Donald Trump focou quase que exclusivamente no mercado de ações, no Dow e na Nasdaq, não colaborando com as famílias trabalhadoras de classe média. Assim, prometeu ter outro viés no seu governo, pautado a partir da defesa dos interesses das partes interessadas.

Ainda, Marco Antonio Rubio, senador pelo Partido Republicano na Flórida, defende que a Teoria da Primazia dos Acionistas apresenta externalidades negativas para a sustentabilidade das empresas privadas. O senador acredita que a relevância dos negócios privados está muito além de seu valor presente líquido aos acionistas. Ainda, argumenta que a Teoria dos *Shareholders* apresenta uma estrutura que ameaça a saúde das companhias, visto que ignora as suas respectivas necessidades de longo prazo.

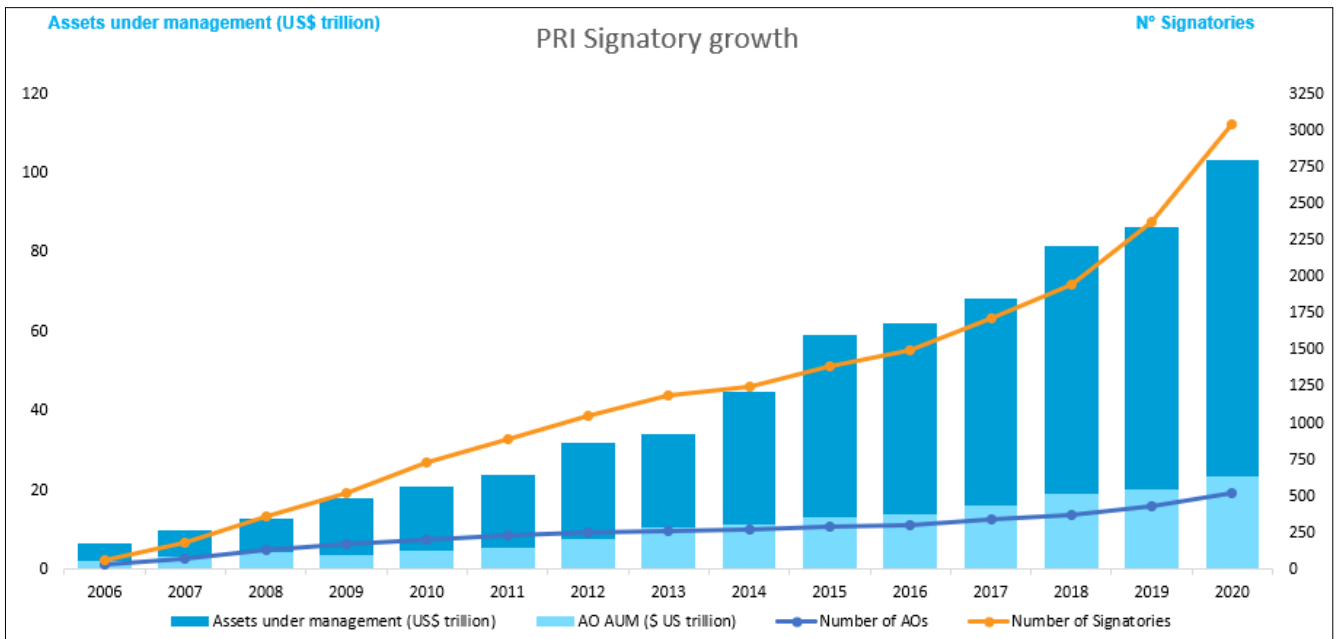
## **2.6. Princípios para o Investimento Responsável e Índices de Sustentabilidade – ISE e ICO2**

Em termos de oportunidade, o investimento responsável cresce a cada ano. O número de investidores que aderem aos Princípios para o Investimento Responsável (PRI) só se intensifica desde sua formação em 2006. O PRI é uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e com o Pacto Global da ONU<sup>58</sup> para entender as consequências do investimento quanto a matérias sociais, ambientais e de governança, auxiliando os signatários na assimilação dessas matérias com as suas escolhas de investimento. Abaixo segue gráfico ilustrando o número de novos signatários por ano.

---

<sup>57</sup> Biden says investors ‘don’t need me’, calls for end of ‘era of shareholder capitalism’. **CNBC**, 9 de julho de 2020. Disponível em <<https://www.cnbc.com/amp/2020/07/09/biden-says-investors-dont-need-me-calls-for-end-of-era-of-shareholder-capitalism.html>>. Acesso em 09.01.2021.

<sup>58</sup> UNPRI. **UNPRI**. Princípios para o Investimento Responsável (PRI). Disponível em <<https://www.unpri.org/download?ac=10969>>. Acesso em: 25.12.2020.



**Figura 4 – Crescimento de Signatários ao PRI**

Fonte: Principles for Responsible Investment

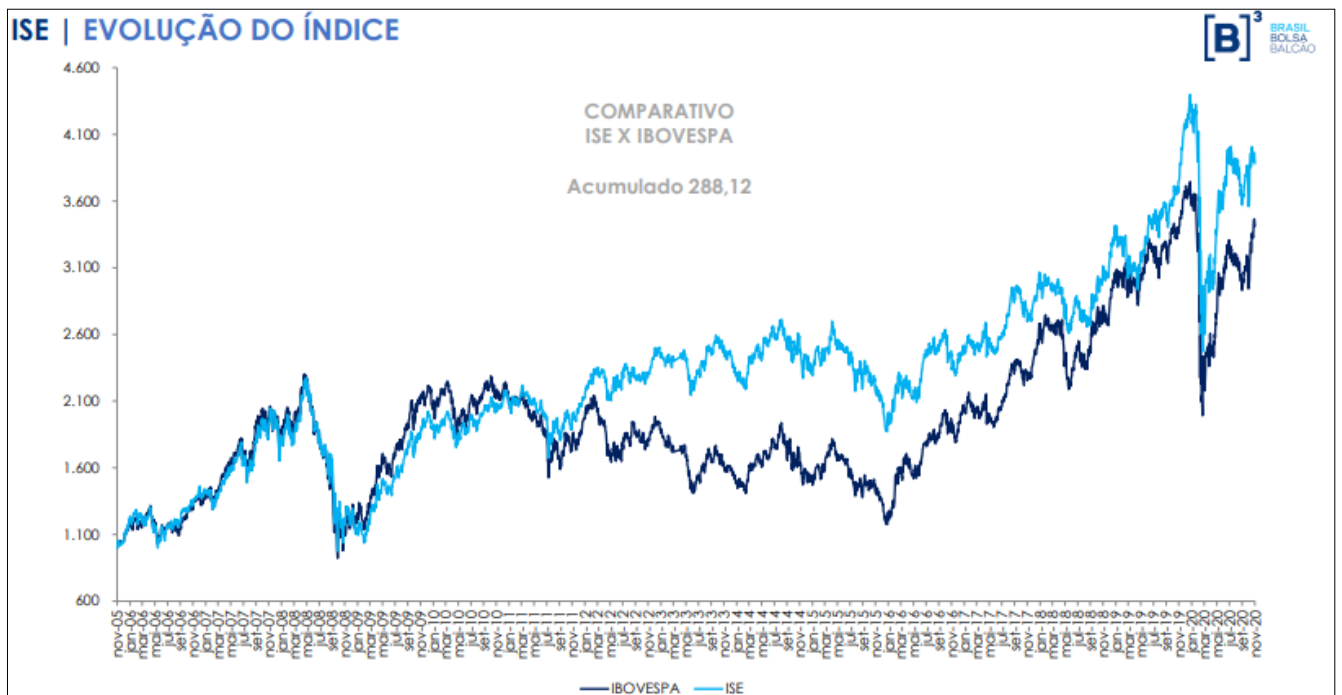
De acordo com essa crescente preocupação, a B3 criou dois índices de sustentabilidade: o Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) e o Índice de Carbono Eficiente (ICO2). O ISE foi criado a partir da busca da sociedade moderna por um universo de investimento compatível com um ecossistema de desenvolvimento sustentável e responsabilidade ética por parte das companhias. O ISE foi criado em 2005 pela Bolsa de Valores de São Paulo e sua missão é dar suporte aos investidores na escolha de investimentos socialmente responsáveis e induzir as companhias a praticarem as melhores práticas de sustentabilidade empresarial<sup>59</sup>.

Dessa forma, o ISE é concebido por muitos como um mecanismo de mensuração do engajamento sustentável das companhias, à luz do equilíbrio ambiental, combate à corrupção, justiça social e boas práticas de governança. Segundo Biderman, Brito & Monzoni, o ISE pretende “detectar a capacidade de geração de valor das empresas e o nível de risco associado ao seu

<sup>59</sup> ISE B3. ISE B3. O que é ISE B3. Disponível em: <<http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise#:~:text=Desde%20a%20sua%20cria%C3%A7%C3%A3o%2C%20em,28%2C10%25%20do%20Ibovespa.>>. Acesso em: 25.12.2020

*desempenho em diferentes dimensões da sustentabilidade (...). Espera-se que o ISE sirva de instrumento para despertar a consciência das empresas e dos investidores<sup>60</sup>.*

Ainda, a nova carteira do ISE, divulgada em dezembro de 2020 com vigor até dezembro de 2021, reúne 46 ações e 39 companhias, dentre elas as Lojas Americanas, Natura, Petrobrás e Itaú. Também é relevante mencionar que a contar da sua criação, em 2005, o ISE teve (i) rentabilidade de +294,73% contra +245,06% do Ibovespa (base de fechamento em 25/11/2020) e (ii) menor volatilidade (25,62%) em relação ao Ibovespa (28,10%), segundo a B3<sup>61</sup>. Abaixo, gráficos ilustrativos:

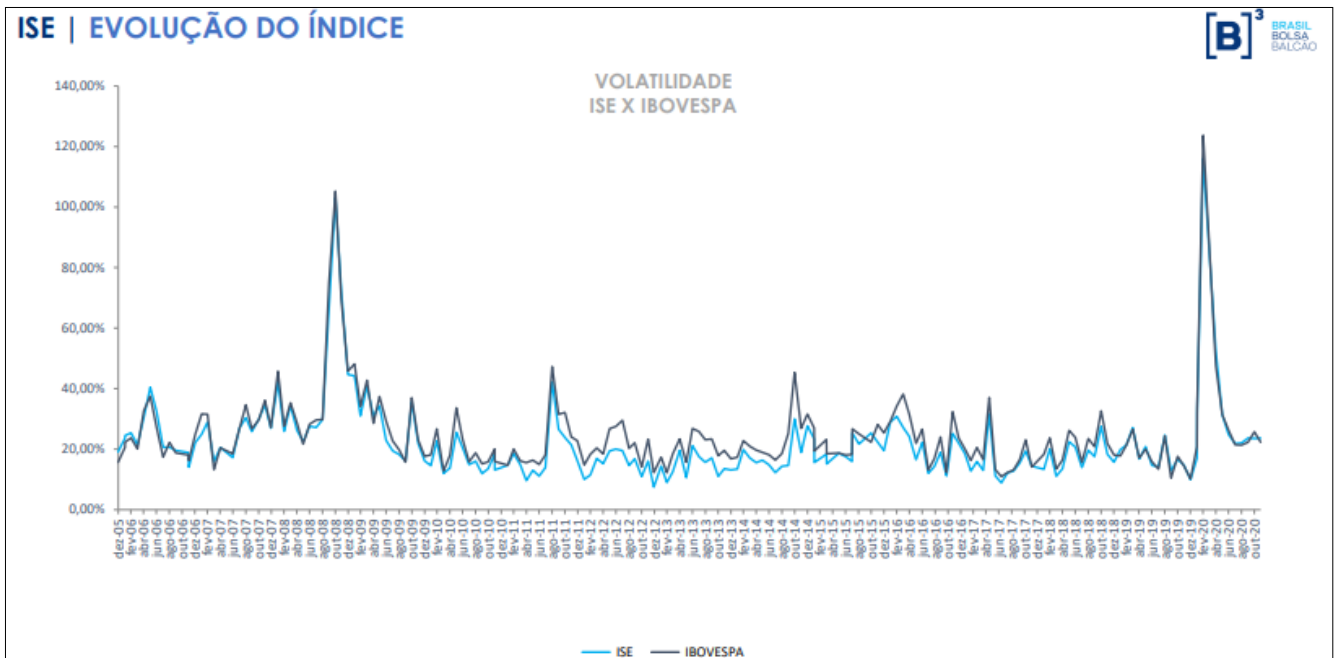


**Figura 5** – Comparativo: ISE x Ibovespa

**Fonte:** Dados Performance e Volatilidade ISE e ICO2 – B3

<sup>60</sup> BIDERMAN, R.; BRITO, R.; MONZONI, M. Finanças Sustentáveis e o Caso do Índice de Sustentabilidade Empresarial. In: **IX Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais**, FGV-SP, 2006. SIMPOI 2006 ANAIS / PROCEEDINGS. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

<sup>61</sup> ISE B3. **ISE B3**. O que é ISE B3. Disponível em: <

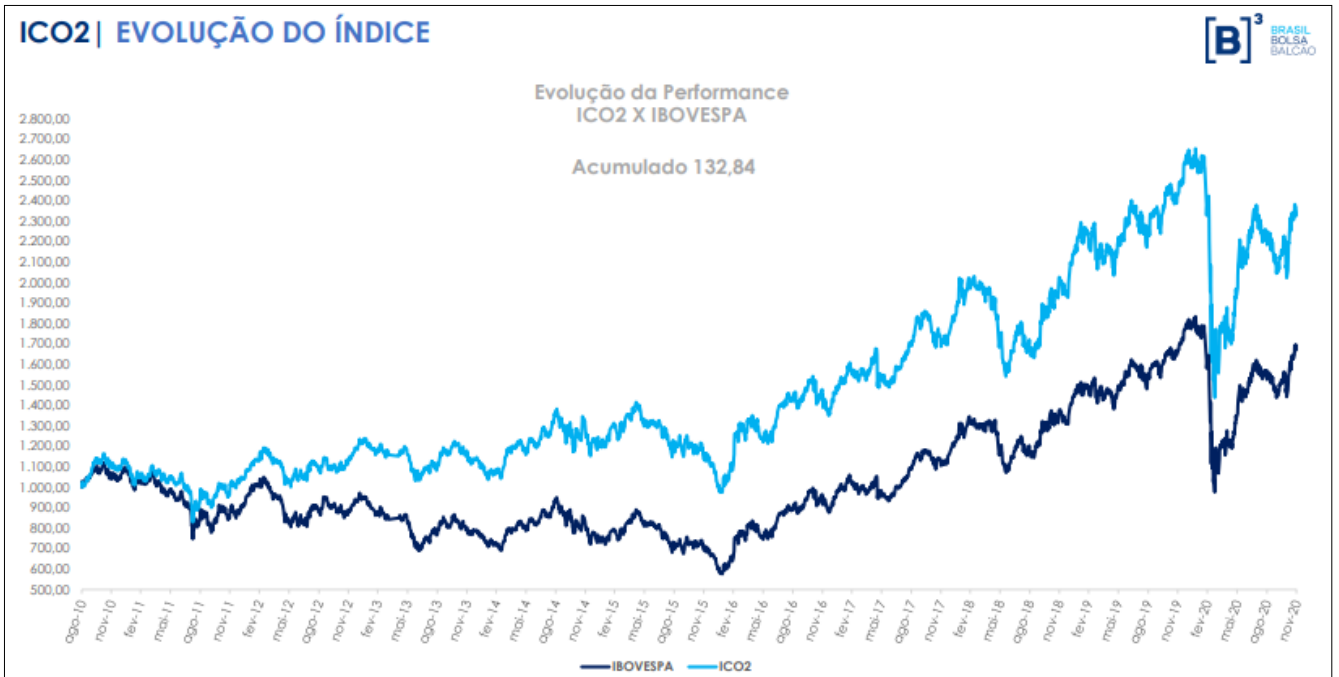


**Figura 6** – Volatilidade: ISE x Ibovespa

**Fonte:** Dados Performance e Volatilidade ISE e ICO2 – B3

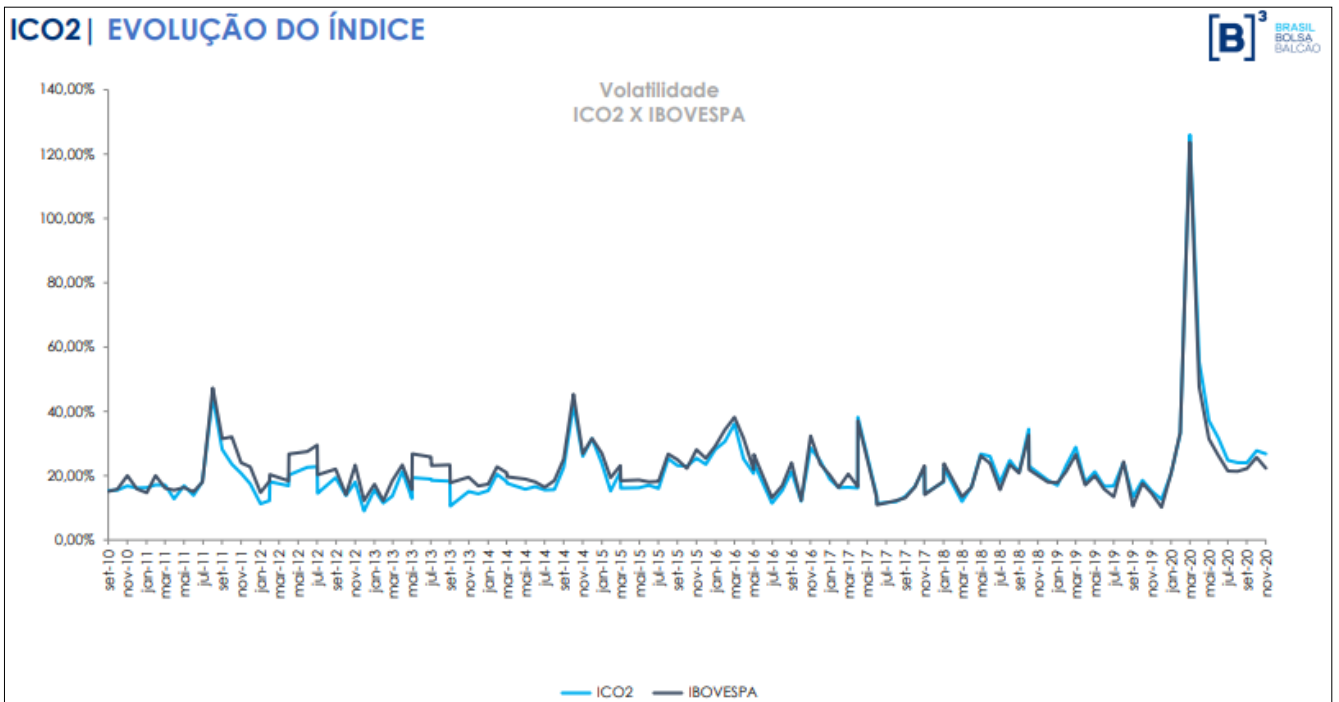
Além do ISE, outro importante índice voltado para a temática sustentável é o ICO2, criado em 2010 pela B3 em conjunto com o BNDES. A finalidade do índice é estimular as companhias listadas a fiscalizar e comunicar aos investidores informações acerca da emissão de gases estufa resultantes da atividade da companhia. Até 2019 o ICO2 era constituído pelas companhias integrantes do IBrX 50 e, a partir de 2020, passou a ser constituído pelas companhias do IBrX 100, sendo composto pelo número total das ações em circulação e pelo grau de efetividade das emissões de gases efeito estufa.

A nova carteira do ICO2, divulgada em dezembro de 2020 com vigor até dezembro de 2021, reúne 62 companhias, dentre elas Ambev, JBS, Magazine Luiza e Suzano. Além disso, assim como o ISE, a contar de sua criação, o ICO2 performou melhor do que o Ibovespa e apresentou menor volatilidade. Seguem gráficos abaixo:



**Figura 7 – Evolução da Performance: ICO2 x Ibovespa**

**Fonte:** Dados Performance e Volatilidade ISE e ICO2 – B3



**Figura 8 – Volatilidade: ICO2 x Ibovespa**

**Fonte:** Dados Performance e Volatilidade ISE e ICO2 – B3

É clara a crescente preocupação da bolsa e da sociedade com temas de sustentabilidade, fator que cada vez mais é decisivo para a escolha de investimentos por parte dos investidores, futuros sócios das companhias.

## 2.7. Proteção da Amazônia

Em setembro de 2019, 230 fundos de investimento de diversos países – que juntos administram US\$ 16,2 trilhões – se uniram em defesa da Amazônia<sup>62</sup>. Preocupados com os impactos das queimadas, os fundos se manifestaram e realizaram quatro pedidos às empresas: (i) divulgação pública e adoção de política de não desmatamento; (ii) avaliação de risco da cadeia produtiva quanto ao risco de desmatamento e redução ao máximo do risco; (iii) estabelecimento de sistema de monitoramento e verificação dos fornecedores com a política de não desmatamento da companhia; e (iv) elaboração de relatórios anuais sobre a gestão dos riscos de desmatamento<sup>63</sup>. Os investidores alegaram no manifesto que:

Como investidores, vemos o desmatamento e os impactos associados sobre a biodiversidade e a mudança climática como riscos sistêmicos aos nossos portfólios e vemos a redução do desmatamento como solução chave para gerenciar esses riscos e contribuir para mercados financeiros eficientes e sustentáveis no longo prazo. (tradução nossa)

Assim, os fundos expressaram claramente que percebem os impactos ambientais como riscos aos portfólios de investimento e a proteção ambiental como a única solução possível para a constituição de mercados financeiros eficientes e sustentáveis ao longo prazo.

Ainda mais recentemente, em julho de 2020, 38 relevantes companhias enviaram manifesto ao presidente do Conselho Nacional da Amazônia Legal, Hamilton Mourão, visando combater o

---

<sup>62</sup> Manifesto une 230 fundos pela Amazônia. **Valor Econômico**, São Paulo, 19 de setembro de 2019. Disponível em <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/09/19/manifesto-une-230-fundos-pela-amazonia.ghtml?GLBID=>>>. Acesso em 25.12.2020

<sup>63</sup> Investor statement on deforestation and forest fires in the Amazon. **Ceres**, 18 de setembro de 2019. Disponível em <[https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/r/q/s/investorstatementondeforestationandforestfiresintheamazon\\_29\\_oct\\_2019\\_665598.pdf](https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/r/q/s/investorstatementondeforestationandforestfiresintheamazon_29_oct_2019_665598.pdf)>. Acesso em 25.12.2020.

desmatamento na Amazônia. Entre as empresas estão Ambev, Bradesco, Cosan, Eletrobras, Itaú, Microsoft, Natura, Suzano e Wework<sup>64</sup>.

As empresas demonstraram estar preocupadas com a imagem negativa do Brasil no âmbito internacional no tocante à temática socioambiental na Amazônia. De acordo com os executivos, para além do prejuízo reputacional, se o Brasil continuar descuidando da Amazônia, pode ter o desenvolvimento de negócios e projetos essenciais prejudicados.

À vista disso, as companhias dispuseram-se para colaborar com o governo a partir de soluções sugeridas como, por exemplo: (i) enfrentar o desmatamento ilegal na Amazônia; (ii) incluir as comunidades locais econômica e socialmente visando maior proteção das florestas; e (iii) plano de estratégia empresarial pautado na conservação e reconhecimento da importância da biodiversidade.

## **2.8. Negócios de Impacto: Sistema B, Capitalismo Consciente, Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto.**

Em termos de negócio de impacto, abordarei o Sistema B, o Capitalismo Consciente e a Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. No sistema de gestão tradicional, a lógica das companhias é pautada por risco e retorno. No sistema sustentável, a lógica fundamenta-se, também no impacto social, no impacto ambiental e na governança corporativa. Indo além, a gestão baseada no impacto é composta por uma nova genética: o sucesso está ligado ao bem-estar das pessoas e do planeta. Ou seja, o lucro deixa de ser objetivo principal e passa a ser consequência.

Criado em 2006 nos Estados Unidos, o Sistema B é um movimento global de negócio de impacto que ressignificou o conceito de sucesso na economia e *“busca uma nova ‘genética’ econômica que permita que os valores e a ética inspirem soluções coletivas, sem esquecer das necessidades particulares”*<sup>65</sup>. A missão do movimento é *“construir um ecossistema favorável para fortalecer empresas que usam a força do mercado para solucionar problemas sociais e ambientais”*.

---

<sup>64</sup> Leia a íntegra da carta assinada por CEOs a Mourão. **Valor Econômico**, São Paulo, 7 de julho de 2020. Disponível em <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/07/07/leia-a-integra-da-carta-assinada-por-38-ceos-a-mourao.ghtml>>. Acesso em 09.01.2021

<sup>65</sup> Sistema B. **Sistema B**. Quem somos. Disponível em: <<https://sistemab.org/br/quem-somos/>>. Acesso em: 18.12.2020



Na sua métrica, o Sistema B observa cinco fatores: governança, equipe, meio ambiente, modelo de negócio e comunidade. Assim, para ser uma empresa B é preciso mensurar e reportar o impacto desses quatro requisitos, produzindo um impacto social positivo. Grandes empresas que aderiram ao Sistema B são a Movida e a Natura, por exemplo.

Outro movimento global fundado na gestão de impacto é o Capitalismo Consciente<sup>66</sup>. O Capitalismo Consciente é uma filosofia fundada na simples concepção de que os negócios elevam a sociedade quando desenvolvidos de modo consciente. O movimento tem quatro pilares como base: propósito maior, modelo de engajamento de *stakeholders*, liderança consciente e cultura consciente.

Dessa forma, defende que os negócios devem ter um propósito maior, tratar todos os *stakeholders* de forma equânime, gerar cultura e criar valores que garantam a sua perpetuidade. Ou seja, acredita que o capitalismo pode fomentar tanto o bem econômico quanto social e ambiental, acarretando, conjuntamente, resultados benéficos aos negócios e à sociedade.

Diversas relevantes empresas praticam o Capitalismo Consciente, em diferentes níveis, como, por exemplo, Whole Foods Market, Starbucks e The Body Shop.

Por fim, em âmbito exclusivamente nacional, outro relevante movimento é a Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. O movimento tem a finalidade de dar suporte ao crescimento de um ambiente para a agenda de investimento e negócios de impacto no Brasil<sup>67</sup>. Sendo assim, a sua missão é “*articular nossa rede de relações para atrair investidores, empreendedores, governos e parceiros para que façam acontecer modelos de negócios rentáveis que resolvam problemas sociais ou ambientais e, com isso, mudem a mentalidade sobre como gerenciar recursos e necessidades da sociedade.*” Para atingir a missão, a iniciativa atua por meio de diferentes frentes, entre elas, incentivo a atividades inovadoras que desenvolvam matérias estratégicas, criação de conteúdo e supervisão da agenda e representação do Brasil no ecossistema global de impacto positivo.

## 2.9. Advocacy

---

<sup>66</sup> Conscious Capitalism. **Conscious Capitalism**. Learn what we do. Disponível em: <<https://www.consciouscapitalism.org/learn-what-we-do>>. Acesso em: 18.12.2020

<sup>67</sup> Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. **Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto**. O que é a Aliança? Disponível em <<https://aliancapeloimpacto.org.br/>>. Acesso em 25.12.2020

Em termos de advocacy, abordarei dois relevantes movimentos: a Estratégia Nacional de Investimentos e Negócios de Impacto (ENIMPACTO) e o Laboratório de Inovação Financeira (LAB).

A ENIMPACTO foi criada pelo Decreto nº 9.244, de 20 de dezembro de 2017, é uma “*articulação de órgãos e entidades da administração pública federal, do setor privado e da sociedade civil com o objetivo de promover um ambiente favorável ao desenvolvimento de investimentos e negócios de impacto*”<sup>68</sup>. É constituída em cinco diferentes focos: (i) aumento da disponibilização de verba para as atividades de impacto; (ii) crescimento no número de negócios de impacto; (iii) consolidação das entidades intermediárias; (iv) estímulo de uma atmosfera legislativa vantajosa aos investimentos e às atividades de impacto; e (v) consolidação da geração de dados que propiciem maior evidência aos investimentos e às atividades de impacto<sup>69</sup>.

O LAB, por sua vez, é um fórum de interação multisetorial, criado pela Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que une membros do governo e da sociedade a fim de incentivar as finanças sustentáveis no país<sup>70</sup>. O LAB tem como objetivo a criação de “*soluções inovadoras de financiamento para a alavancagem de recursos privados para projetos com adicionalidade social e/ou ambiental e contribuir para o cumprimento das metas brasileiras*”.

---

<sup>68</sup> Ministério da Economia. **Governo do Brasil**. ENIMPACTO. Disponível em: < <https://www.gov.br/produtividade-e-comercio-exterior/pt-br/assuntos/inovacao/enimpacto>>. Acesso em: 18.12.2020

<sup>69</sup> Ibidem.

<sup>70</sup> Laboratório de Inovação Financeira. **Laboratório de Inovação Financeira**. Sobre o Lab. Disponível em <<http://www.labinovacaofinanceira.com/lab/>>. Acesso em: 25.12.2020

### 3. O “PROPÓSITO” DA COMPANHIA NA LEI DAS SOCIEDADES ANÔNIMAS

No primeiro capítulo deste trabalho foram conceitualizadas duas predominantes teorias acerca do propósito das companhias: a *Shareholder Theory* e a *Stakeholder Theory*. Como apresentado ali, a visão predominante foi por muito tempo a *Shareholder Theory*.

O segundo capítulo, entretanto, evidenciou que essa primazia está sendo reavaliada. Debates contemporâneos posicionam-se em oposição ao tradicional entendimento de que o único e exclusivo objetivo das companhias seria o de maximizar seus lucros. Para ilustrar, foram apresentadas diversas articulações, nacionais e internacionais, que visam uma reformulação do propósito das companhias.

Em continuidade, o terceiro capítulo examinará se e como as companhias brasileiras estão aparelhadas legislativamente para lidar com essas possíveis transformações. Para isso, abordarei a interpretação doutrinária dos artigos 116, § único e 154, *caput* da Lei das Sociedades Anônimas.

#### 3.1. Delineamentos Conceituais: Objeto Social, Fim Social e Propósito

Antes de propriamente tratar do cerne deste capítulo, é importante esclarecer conceitos que podem ser confundidos. Apesar de, em um primeiro momento, parecerem similares ou até mesmo equivalentes, ‘objeto social’, ‘fim social’ e ‘propósito’ são termos com significados distintos.

O objeto social de uma companhia consiste no conjunto de atividades que ela exercerá e é expressamente definido no seu estatuto social. Assim, se trata de um conceito absolutamente concreto. Para ilustrar apresento aqui o objeto social da Oi, concessionária de serviços de telecomunicações do Brasil, que consiste na “*exploração de serviços de telecomunicações e atividades necessárias, ou úteis à execução desses serviços, na conformidade das concessões, autorizações e permissões que lhe forem outorgadas.*”<sup>71</sup>

O fim social e o propósito são conceitos um pouco mais abstratos. O fim social é o “*fim comum próprio da companhia*”<sup>72</sup> (ADAMEK e FRANÇA, 2009), isto é, é o interesse comum dos

<sup>71</sup> Sistema Empresas.Net da CVM. Estatuto Social da Oi S.A. Disponível em: <<https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/fmExibirArquivoIPEEexterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=801656>>. Acesso em: 03.02.2021

<sup>72</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão. A. e. N. “*Affectio societatis*”: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 149/150, p. 108-130, 2009.

sócios, ligado com a finalidade da empresa. Já propósito é, de acordo Colin Mayer, é “a razão pela qual algo é criado, realizado e aspira em se tornar”<sup>73</sup> (MAYER, 2018). Ou seja, é a razão de criação e existência de determinada companhia e a persecução de seu objeto social. Por exemplo, o propósito da Nike é “*unir o mundo através do esporte para criar um planeta saudável, comunidades ativas e igualdade de condições para todos.*”<sup>74</sup>

### **3.2. A Lei das Sociedades Anônimas: art. 116, § único e art. 154**

A Lei das Sociedades Anônimas demonstra ter cuidado ao tratar dos interesses das partes interessadas e reflete isso tanto no âmbito dos administradores quanto no âmbito do acionista controlador.

Em seus artigos 116, § único e 154, *caput* a Lei aborda os seguintes temas: função social da empresa, deveres e responsabilidades para com os *stakeholders* e satisfação às exigências do bem público, tratando do sensível tema da responsabilidade social da empresa.

O artigo 116 § único prevê que:

Artigo 116. Parágrafo único. 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 (Brasil, 1964).

Ainda, de acordo com o artigo 154, *caput*: “*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.*” (Brasil, 1964)

Curiosamente, a interpretação da doutrina acerca destes dispositivos tem mudado. Abordarei na próxima seção a posição doutrinária tradicional acerca destes dois dispositivos.

### **3.3. Posição doutrinária tradicional: art. 116, § único e art. 154**

A doutrina brasileira não é uníssona ao interpretar os dispositivos em questão. Todavia, a perspectiva da doutrina tradicional pauta-se por uma abordagem em consonância com a

<sup>73</sup> MAYER, Colin. **Prosperity**. 1ª ed. New York: Oxford University Press, 2018.

<sup>74</sup> Nike, 2021. Purpose move us. Disponível em: < <https://purpose.nike.com/>>. Acesso em 03.02.2021.

*Shareholder Theory*, como será exposto a seguir por meio do posicionamento de Nelson Eizirik e Modesto Carvalhosa.

A partir da leitura do artigo 116 § único, o poder de controle está sujeito ao fim de “*fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social*”<sup>75</sup>, havendo o acionista controlador deveres e responsabilidades para lealmente respeitar e atender os demais acionistas da empresa, empregados e comunidade local.

Nesse sentido, Eizirik defende que a companhia deve acatar para além dos interesses de seus sócios, os interesses dos empregados, consumidores, fornecedores e da comunidade na qual desempenha as suas atividades. O autor alega que “*a função social implica, portanto, em um dever do acionista controlador de dirigir a empresa para a realização dos interesses coletivos*”<sup>76</sup> (EIZIRIK, 2015).

De acordo com Modesto Carvalhosa, o § único do artigo 116 determina deveres fiduciários ao acionista controlador, para além de outras obrigações, em conduzir as atividades da companhia tendo em vista o seu objeto social, acatada a função social<sup>77</sup> (CARVALHOSA, 2014). Dessa forma, não é permitido que o controlador priorize os seus interesses pessoais em oposição aos interesses da própria companhia ou de seus acionistas minoritários, sendo caracterizado abuso de poder caso contrário.

Entretanto, ainda que a Lei das Sociedades Anônimas manifeste cuidado ao tutelar os interesses das partes interessadas, Eizirik acredita que a figura da companhia é resultado de uma comunhão de interesse dos acionistas que se unem para atingir o objetivo comum de lucrar. Assim, cabe ao acionista controlador e ao administrador agirem e organizarem a companhia de modo a atingir esse fim. Ou seja, o jurista defende a concepção de que as companhias têm por objetivo

---

<sup>75</sup> Ana Frazão de Azevedo Lopes, em sua obra “**Empresa e Propriedade – Função Social e Abuso de Poder Econômico**”, publicada pela Editoria Quartier Latin do Brasil (São Paulo, 2006), p. 119, alega que “Além do reconhecimento expresso da função social, a Lei das S/A representou uma das primeiras tentativas de definir a empresa não apenas sob o seu aspecto econômico, mas também sob o seu aspecto institucional. Tanto é assim que afirma, no artigo já citado, que os deveres e responsabilidades do acionista controlador não se restringem aos demais acionistas, mas igualmente aos trabalhadores e a comunidade. A empresa é vista como instituição cuja importância transcende a esfera econômica e passe a abarcar interesses sociais dos mais relevantes, coma a própria sobrevivência e o bem-estar dos trabalhadores que para ela prestam seus serviços e dos demais cidadãos que dividem com ela o mesmo espaço social”.

<sup>76</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume II – arts. 80 a 137**. 2ª ed. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2015.

<sup>77</sup> MODESTO, Carvalhosa. **Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 2º Volume – arts. 75 a 137**. 6ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2014.

apenas a maximização o lucro dos acionistas, não abrangendo também como objetivo o zelo com o bem-estar de todos os seus *stakeholders*.

Nesse sentido, interpreta o *caput* do artigo 154 como uma expressão do dever de o administrador cumprir o desenvolvimento objeto social da maneira mais lucrativa possível. Para ele, a alusão do artigo à satisfação das exigências da “função social da empresa” e do “bem público” se trata na determinação de obrigações acessórias do administrador, devendo esse alcançar o lucro propiciando o menor custo possível à coletividade<sup>78</sup> (EIZIRIK, 2015).

Por esse mesmo ângulo argumenta Carvalhosa (2014), defendendo que os fins da companhia são, sem dúvida, os de prover os seus acionistas com lucros. Como a companhia é uma entidade inanimada, segundo o jurista, cabe ao administrador dar anima à companhia e expressar o interesse social.

### **3.4. Interpretações Recentes e a Uma Nova Visão**

Interpretações recentes dos dispositivos 116 § único e 145 *caput*, em contrapartida ao exposto acima, adotam uma linha de pensamento em harmonia com a *Stakeholder Theory*, como será evidenciado abaixo, seguindo interpretações do Calixto Salomão Filho, Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira e Luiz Antonio Sampaio de Campos.

De acordo com Calixto, o direito societário não se resume em concepções e interesses a curto prazo, mas, pelo contrário, acredita que companhias têm a obrigação de ter consciência de seu impacto sobre o corpo social e o meio ambiente. O jurista vai além: argumenta que em um contexto de progressiva escassez e centralização de capital, tal percurso é o único possível a lhes assegurar a continuidade a longo prazo<sup>79</sup> (SALOMÃO FILHO, 2019).

Segundo Lamy Filho e Bulhões (2017), a ideia de que os direitos subjetivos, positivados pela legislação brasileira no âmbito da economia social, devem ser praticados em conformidade com a função social de seus detentores ou entidades jurídicas foi disseminada na modernidade e

---

<sup>78</sup> EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume III – arts. 138-205. 2ª ed. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2015.

<sup>79</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade**. 5ª ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2019.

exprimem o princípio constitucional da função social da propriedade, sendo refletida na Lei das Sociedades Anônimas e em outras leis<sup>80</sup>. Para eles:

O poder empresarial nas companhias não se exerce apenas *interna corporis*, mas se projeta sobre a comunidade na qual vive a empresa. O funcionamento das unidades de produção, especialmente as de grande porte, não diz respeito, apenas, aos acionistas titulares das ações: os empregados que nela trabalham, os fornecedores que lhe vendem seus insumos, seus financiadores, os distribuidores, os consumidores dos bens que produz, e a própria economia do país, todos estão, ou podem estar, alcançados pela ação da empresa (Lamy Filho e Bulhões Pedreira, 2017).

Isto é, os autores esclarecem que o poder das companhias não se limita apenas para aspectos internos da instituição, mas se voltam para a comunidade na qual a empresa está inserida, sendo todos os *stakeholders* afetados pela ação da companhia.

Nessa perspectiva, Lamy Filho e Bulhões Pedreira (2017) alegam que há tempos se afastou a noção individualista da companhia de modo que “*o interesse geral no desenvolvimento da economia não permite que a empresa seja considerada de maneira isolada, notadamente em razão da dimensão e importância que desempenham as grandes companhias no mundo moderno*”<sup>81</sup>.” Dessa forma, defendem que a Lei das Sociedades Anônimas reconhece que o domínio das companhias transcende o vínculo companhia-acionista. Assim, como prevê o artigo 116 § único, o acionista controlador dispõe do dever legal de promover o cumprimento da função social da companhia e dos interesses de seus *stakeholders*.

Por esse ângulo, os autores explicitam a coerência do artigo 116 § único e 154 *caput* na medida em que o segundo define a satisfação das exigências do bem público e da função social da empresa como deveres fiduciários dos administradores. De acordo com Calixto, os administradores devem ser: (a) diligentes no exercício de suas atividades; e (b) impedir todos os modos de conflito de interesses.

Como muito bem pontua Luiz Antonio Campos (2020):

A despeito de sua crença no capitalismo, na liberdade e na economia de mercado, Bulhões Pedreira e Lamy não se encantaram servil e cegamente com o artigo seminal de Milton Friedman – que acaba de fazer 50 anos – onde se afirmava que a responsabilidade social da empresa era aumentar seu lucro. (...) Esse fato deveria nos encher de orgulho quando se consta que em diversos países uma discussão a respeito do que seria o propósito da companhia tem ganhado preeminência, de

<sup>80</sup> LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **Direito das Companhias**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017.

<sup>81</sup> *Ibidem*.

que é exemplo o embate onde se questiona se a chamada primazia dos acionistas deveria se deslocar para dar lugar à prevalência dos stakeholders<sup>82</sup>.

Ou seja, o renomado advogado defende que os autores da Lei das Sociedades Anônimas não se deixaram seduzir pelo modismo da primazia dos acionistas, preocupando-se com as partes interessadas, circunstância que o enche de orgulho e a mim também.

Acredito que a Lei das Sociedades Anônimas confere poderes tanto para o acionista controlador como para o administrador contemplarem os interesses dos *stakeholders* na tomada de decisão. Se assim o for, estarão fundadas as bases de confiança para relações e associações contratuais de longo prazo, gerando negócios ainda mais frutíferos e longínquos às partes.

Cria-se, portanto, o potencial para assegurar que a companhia seja um importante vetor de geração de riqueza para toda a comunidade, gerando um bem maior que vai além do econômico.

Os dispositivos estão presentes na Lei das Sociedades Anônimas e cabe apenas aos juristas brasileiros os aplicarem e garantirem a sua devida efetividade, não permitindo que estes se tornem mais um dos inúmeros artigos inoperantes da lei pátria.

---

<sup>82</sup> CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Na Lei das AS, Bulhões e Lamy anteviram o ESG. **Brazil Journal**, 8 de novembro de 2020. Disponível em <<https://braziljournal.com/na-lei-das-sa-bulhoes-e-lamy-anteviram-o-esg>>. Acesso em: 16.02.2021.



## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho se propôs a estudar o propósito das companhias nos debates contemporâneos e a abordagem do tema à luz da Lei das Sociedades Anônimas. Como se pode observar, um dos desafios consistiu na análise do conceito de propósito das companhias presente no ordenamento jurídico brasileiro, ante a mobilidade mundial avessa à *Shareholder Theory*. Isto é, examinou-se se e como as companhias brasileiras estão aparelhadas legislativamente para lidar com a mudança de entendimento do propósito das companhias na atualidade.

Primeiro, fez-se necessário delimitar conceitualmente as duas principais teorias internacionais acerca do propósito das companhias. A Teoria da Primazia dos Acionistas defende que o único e exclusivo objetivo das companhias seria o de maximizar seus lucros e garantir o maior retorno financeiro aos seus acionistas. De acordo com Milton Friedman, precursor da Teoria, a responsabilidade social das companhias seria aumentar seu lucro. Entretanto, cinquenta anos depois, esta teoria está perdendo a sua primazia para a *Stakeholder Theory*.

Essa, por sua vez, argumenta que as companhias devem promover inclusivamente o equilíbrio de interesses dos *stakeholders*: fornecedores, funcionários, clientes, comunidade local e meio ambiente. Tem como pressuposto que a satisfação do interesse de todas as partes interessadas ocasiona maior geração de valor à companhia, assegurando a saúde da empresa e prosperidade a longo prazo.

Como exposto no segundo capítulo, a pós-modernidade apresenta desafios à visão predominante da doutrina de Milton Friedman. Relevantes articulações, nacionais e internacionais, acreditam que o objetivo das companhias não deverá ser meramente a maximização do lucro.

No plano internacional, o Business Roundtable, organização que reúne CEOs das maiores companhias Norte-Americanas, reformulou o “Statement on the Purpose of Corporation” de modo a estabelecer novo padrão de responsabilidade corporativa fundada no compromisso dos líderes para com todas as partes interessadas. Ainda, o Fórum Econômico Mundial constatou a necessidade da implementação do *Stakeholder Capitalism* – modelo de capitalismo que leva em consideração o bem-estar das pessoas e a subsistência do planeta. O Fórum solicitou ao ilustre advogado Martin Lipton a elaboração de um Novo Paradigma de governança corporativa, apresentado no Fórum de Davos, ressaltando a importância dos *stakeholders* e princípios ESG.

No plano nacional, é crescente o investimento responsável, sendo refletido na criação de dois índices de sustentabilidade da B3 – ISE e ICO2 e na audiência pública para exigir o reporte do cumprimento, por parte das companhias, dos princípios ESG. Ainda, em termos de negócio de impacto, é importante mencionar o Sistema B, o Capitalismo Consciente e a Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto e, em termos de advocacy, a ENIMPACTO e o LAB.

Em continuidade, o último capítulo tratou da interpretação doutrinária brasileira a respeito do tema por meio da análise dos artigos 116, § único e 154, *caput* da Lei das Sociedades Anônimas. Curiosamente, a interpretação da doutrina acerca destes dispositivos tem mudado. A interpretação doutrinária tradicional está de acordo com a *Shareholder Theory* e argumenta que o fim da companhia é o lucro, devendo o acionista controlador e ao administrador agirem e organizarem a companhia de modo a maximizar a riqueza dos acionistas. Por outro lado, interpretações recentes adotam uma linha de pensamento em harmonia com a *Stakeholder Theory*. Entre os juristas dessa corrente estão Calixto Salomão Filho e Luiz Antonio Sampaio de Campos, os quais alegam que as companhias devem ter consciência de seu impacto sobre a sociedade e meio ambiente, preocupando-se com as partes interessadas.

Em suma, nota-se, na contemporaneidade, uma pressão de abandono de antigos paradigmas e adoção de novas concepções. Um crescente número de investidores começa a se mobilizar neste mesmo objetivo. Adicionalmente, a população jovem busca por empregos com propósito em empresas que suportam causas ambientais, políticas e econômicas.

Uma nova dinâmica de negócios é necessária e a criação de valor deixa de ser apenas no âmbito econômico, transbordando à esfera social e ambiental. Ao que tudo indica, um novo sistema no qual as empresas estabelecem seus respectivos propósito e seguem objetivos coletivos está se constituindo. O Brasil, de forma extraordinária, conta com aparatos legislativos para guiar as companhias nessa relevante jornada. Entretanto, é fundamental que a Lei das Sociedades Anônimas seja compreendida e que os juristas abusem de sua potência – muitas vezes não devidamente aproveitada.

## REFERÊNCIAS

A poderosa ‘távola redonda’ de megaempresas que quer redefinir as regras do capitalismo americano. Globo, 2019. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2019/08/poderosa-tavola-redonda-de-megaempresas-que-quer-redefinir-regras-do-capitalismo-americano.html>>. Acesso em: 16.12.2020.

ADAMEK, Marcelo Vieira von; FRANÇA, Erasmo Valladão. A. e. N. “Affectio societatis”: um conceito jurídico superado no moderno direito societário pelo conceito de fim social. *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 149/150, p. 108-130, 2009.

Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. Aliança pelos Investimentos e Negócios de Impacto. O que é a Aliança? Disponível em <<https://aliancapeloimpacto.org.br/>>. Acesso em 25.12.2020

BEBCHUK, Lucian A. and Tallarita, Roberto. The Illusory Promise of Stakeholder Governance. *Cornell Law Review*. 26 de fevereiro de 2020. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3544978> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3544978>>. Acesso em: 27.10.2020.

BERGER, David J. Reconsidering Stockholder Primacy in an Era of Corporate Purpose. SSRN, 2019. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3327647](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3327647)>. Acesso em 15.11.2020

BERLE, Adoldf e MEANS, Gardiner C. A moderna sociedade anônima e a propriedade privada. Tradução de Dinah de Abreu Azevedo. 3 ed. São Paulo: Nova Cultural, 1998.

Biden says investors ‘don’t need me’, calls for end of ‘era of shareholder capitalism’. CNBC, 9 de julho de 2020. Disponível em <<https://www.cnbc.com/amp/2020/07/09/biden-says-investors-dont-need-me-calls-for-end-of-era-of-shareholder-capitalism.html>>. Acesso em 09.01.2021.

BIDERMAN, R.; BRITO, R.; MONZONI, M. Finanças Sustentáveis e o Caso do Índice de Sustentabilidade Empresarial. In: IX Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações Internacionais, FGV-SP, 2006. SIMPOI 2006 ANAIS / PROCEEDINGS. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

BRANDT, Fabian and GEORGIU, Konstantinos. Shareholders vs Stakeholders Capitalism. *Comparative Corporate Governance and Financial Regulation*, 2016. Disponível em: <[https://scholarship.law.upenn.edu/fisch\\_2016/10?utm\\_source=scholarship.law.upenn.edu%2Ffisch\\_2016%2F10&utm\\_medium=PDF&utm\\_campaign=PDFCoverPages](https://scholarship.law.upenn.edu/fisch_2016/10?utm_source=scholarship.law.upenn.edu%2Ffisch_2016%2F10&utm_medium=PDF&utm_campaign=PDFCoverPages)>. Acesso em: 04.10.2020

BUSINESS ROUNDTABLE.ORG: Associação de presidentes executivos das principais empresas americanas, c2019. Disponível em: <<https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans>>. Acesso em: 19.07.2020

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Na Lei das AS, Bulhões e Lamy anteviram o ESG. Brazil Journal, 8 de novembro de 2020. Disponível em <<https://braziljournal.com/na-lei-das-sa-bulhoes-e-lamy-anteviram-o-esg>>. Acesso em: 16.02.2021.

CESE – Comitê Econômico e Social Europeu. Parecer do Comité Económico e Social Europeu sobre o “Livro Verde — O quadro da UE do governo das sociedades”. Disponível em <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:024:0091:0098:PT:PDF>>. Acesso em 22.11.2-2020.

Conscious Capitalism. Conscious Capitalism. Learn what we do. Disponível em: <<https://www.consciouscapitalism.org/learn-what-we-do>>. Acesso em: 18.12.2020

CVM lança audiência pública sobre mudanças na Instrução 480. Gov.br, 2020. Disponível em <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/cvm-lanca-audiencia-publica-sobre-mudancas-na-instrucao-480-c422431220f742f19fa6061a498cb456>>. Acesso em 23.02.2021.

DODD, Merrick. For Whom Are Corporate Menagers Trustees? Harvad Law Review. Vol. 45, nº 7. 1932. P. 1145-1163. Disponível em <[https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/357202/mod\\_resource/content/0/Dodd.%20For%20whom%20are%20corporate%20managers%20trustees.%20Harvard%20Law%20Review%20v.%2045%20p.%201145%201932.pdf](https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/357202/mod_resource/content/0/Dodd.%20For%20whom%20are%20corporate%20managers%20trustees.%20Harvard%20Law%20Review%20v.%2045%20p.%201145%201932.pdf)>. Acesso em 12.11.2020.

DONALDSON, Thomas e PRESTON, Lee E. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. Academy of Management Review, 1995. Disponível em <[https://www.jstor.org/stable/258887?origin=JSTOR-pdf&seq=1#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/258887?origin=JSTOR-pdf&seq=1#metadata_info_tab_contents)>. Acesso em 11.11.2020.

EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – arts. 80 a 137. 2ª ed. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2015.

FINK, Larry. Carta Anual de Larry Fink a CEOs de 2019: Propósito & Lucro. BlackRock.com, 2019. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/br/2019-larry-fink-carta-ceo>> Acesso em: 19/07/2020.

FINK, Larry. Larry Fink’s 2018 carta a CEOS: Uma mudança estrutural nas finanças. BlackRock.com, 2020. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/br/larry-fink-ceo-letter>> Acesso em: 19/07/2020.

FINK, Larry. Larry Fink’s 2018 Letter to CEOS: A Sense of Purpose. BlackRock.com, 2018. Disponível em: <<https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2018-larry-fink-ceo-letter>> Acesso em: 19/07/2020.

Freeman, R. E. Strategic management: a stakeholder approach. New York: Cambridge University Press, 2010.

FRIEDMAN, Milton. A Friedman doctrine – The Social Responsibility of Business Is to Increase its Profits. The New York Times. 13 de setembro de 1970. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html?searchResultPosition=2>>. Acesso em: 24.10.2020.

GELTER, Martin. Taming or Protecting the Modern Corporation? Shareholder-Stakeholder Debates in a Comparative Light. NYU Journal of Law & Business, 2010. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1669444](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1669444)>. Acesso em: 06.11.2020.

HANSMANN, Henry and KRAAKMAN, Reinier H. The End of History for Corporate Law. Jan 2000. Disponível em <[https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6067&context=fss\\_papers](https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=6067&context=fss_papers)>. Acesso em: 30.09.2020.

Investor statement on deforestation and forest fires in the Amazon. Ceres, 18 de setembro de 2019. Disponível em <[https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/r/q/s/investorstatementondeforestationandforestfiresintheamazon\\_29\\_oct\\_2019\\_665598.pdf](https://d8g8t13e9vf2o.cloudfront.net/Uploads/r/q/s/investorstatementondeforestationandforestfiresintheamazon_29_oct_2019_665598.pdf)>. Acesso em 25.12.2020.

ISE B3. ISE B3. O que é ISE B3. Disponível em: <<http://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise#:~:text=Desde%20a%20sua%20cria%C3%A7%C3%A3o%2C%20em,28%2C10%25%20do%20Ibovespa.>>. Acesso em: 25.12.2020

JENSEN, Michael. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. Business Ethics Quarterly, Vol. 12, No. 2. 2002. Disponível em <<https://www.jstor.org/stable/3857812?seq=1>>. Acesso em 13.11.2020.

Laboratório de Inovação Financeira. Laboratório de Inovação Financeira. Sobre o Lab. Disponível em <<http://www.labinovacaofinanceira.com/lab/>>. Acesso em: 25.12.2020

LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. Direito das Companhias. 2ª ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2017.

Leia a íntegra da carta assinada por CEOs a Mourão. Valor Econômico, São Paulo, 7 de julho de 2020. Disponível em <<https://valor.globo.com/brasil/noticia/2020/07/07/leia-a-integra-da-carta-assinada-por-38-ceos-a-mourao.ghtml>>. Acesso em 09.01.2021

LIPTON, Martin. Milton Friedman's Essay and the True Purpose of the Business Corporations. Columbia Law School's Blog on Corporations and the Capital Markets, 2020. Disponível em <<https://clsbluesky.law.columbia.edu/2020/09/18/milton-friedmans-essay-and-the-true-purpose-of-the-business-corporation/>>. Acesso em: 22.11.2020

Manifesto une 230 fundos pela Amazônia. Valor Econômico, São Paulo, 19 de setembro de 2019. Disponível em <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2019/09/19/manifesto-une-230-fundos-pela-amazonia.ghtml?GLBID=>>>. Acesso em 25.12.2020

MAYER, Colin. Prosperity. 1ª ed. New York: Oxford University Press, 2018.

Ministério da Economia. Governo do Brasil. ENIMPACTO. Disponível em: <<https://www.gov.br/produktividade-e-comercio-exterior/pt-br/assuntos/inovacao/enimpecto>>. Acesso em: 18.12.2020

MITCHELL, Ronald K.; AGLE, Bradley R.; WOOD, Donna J. Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts. The Academy of Management Review, Vol. 22, No. 4. Oct. 1997, pp. 853-886. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/259247?origin=JSTOR-pdf>>. Acesso em: 16.11.2020

MODESTO, Carvalhosa. Comentários à Lei das Sociedades Anônimas. 2º Volume – arts. 75 a 137. 6ª ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2014.

NTIM, Collins G. Defining Corporate Governance: Shareholder Versus Stakeholder Models. Global Encyclopedia of Public Administration, Public Policy and Governance. 4 de janeiro de 2018. Disponível em: <<https://ssrn.com/abstract=3096612>>. Acesso em: 27.10.2020.

O'CONNELL, Maeve and WARD, Anne Marie. Shareholder Theory/Shareholder Value. Springer Link, 2020. Disponível em: <[https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-030-02006-4\\_49-1.pdf](https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1.pdf)>. Acesso em 04.11.2020.

POST, J. E.; PRESTON, L. E.; SACHS, S. Redefining the Corporation: Stakeholder Management and Organization Wealth. Stanford, CA: Stanford University Press, 2002.

ROCK, Edward B. For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate Over Corporate Purpose. European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 515/2020, 2020. Disponível em: <[http://ssrn.com/abstract\\_id=3589951](http://ssrn.com/abstract_id=3589951)>. Acesso em: 14.07.2020

SALOMÃO FILHO, Calixto. O Novo Direito Societário: Eficácia e Sustentabilidade. 5ª ed. São Paulo: Editora Saraiva Educação, 2019.

SCHWAB, Klaus. Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution. World Economic Forum, 2020. Disponível em <<https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>> Acesso em: 19/07/2020.

Sistema B. Sistema B. Quem somos. Disponível em: <<https://sistemab.org/br/quem-somos/>>. Acesso em: 18.12.2020

STOUT, Lynn A. Corporate Entities: Their Ownership, Control and Purpose. Oxford Handbook of Law and Economics, Forthcoming, Cornell Legal Studies Research Paper No. 16-38, 21 set 2016. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2841875&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2841875&download=yes)>. Acesso em: 30.09.2020

STOUT, Lynn A. The Shareholder Value Myth. European Financial Review, 2013. Disponível em: <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2277141](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2277141)>. Acesso em: 30.09.2020

UNGARETTI, Marcela. ESG de A a Z: Tudo o que você precisa saber sobre o tema. XP, 8 de setembro de 2020. Disponível em <<https://conteudos.xpi.com.br/esg/esg-de-a-a-z-tudo-o-que-voce-precisa-saber-sobre-o-tema/>>. Acesso em 18.12.2020.

UNPRI. UNPRI. Princípios para o Investimento Responsável (PRI). Disponível em <<https://www.unpri.org/download?ac=10969> >. Acesso em: 25.12.2020.

WHAT companies are for. The Economist, Londres, 22 de agosto de 2019. Disponível em: <<https://www.economist.com/leaders/2019/08/22/what-companies-are-for>>. Acesso em: 19.07.2020.

What is Stakeholder Theory – R. Edward Freeman. R. Edward Freeman. 2009. 1 vídeo (2 min 58 s). Disponível em <https://www.youtube.com/watch?v=bIRUaLcvPe8&t=5s>. Acesso em 10.11.2020.

WORLD ECONOMIC FORUM. World Economic Forum. The Global Risks Report 2020, 2020. Disponível em <<https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020>>. Acesso em: 17.12.2020