

# Qual deve ser o interesse social das companhias?

Reflexões sobre as insuficiências da teoria da maximização do valor das ações especialmente no direito brasileiro

---

**Ana Frazão**

Advogada. Professora de Direito Civil e Comercial da UnB. Ex-Conselheira do CADE.

---

É antiga a discussão sobre o que deve ser o interesse social das companhias. Tendo como importante paradigma o famoso debate entre Berle e Dodd, travado ainda em 1932<sup>1</sup>, a polêmica retrata o contraste entre duas visões de mundo opostas: a postura contratualista, típica do Estado liberal, que privilegia apenas os interesses dos acionistas, e a postura institucionalista, muitas vezes associada ao Estado social, que procura abarcar interesses de outros *stakeholders*, como trabalhadores, consumidores e a sociedade em geral.

Depois de décadas de debate, os eminentes professores Henry Hansmann e Reinier Kraakman publicaram, em 2000, instigante artigo cujo título *The End of History for Corporate Law*<sup>2</sup> já antecipava a bombástica conclusão a que chegaram: a história do Direito das Corporações havia chegado ao fim. Por uma série de razões, os

---

<sup>1</sup> O referido debate diz respeito à controvérsia estabelecida entre Adolf A. Berle e E. Merrick Dodd nos anos 1930. Em 1931, Berle escreveu importante artigo no qual sustentou que “todos os poderes atribuídos a uma corporação ou à administração de uma corporação, sejam derivados de estatutos, de acordos ou de ambos, não necessariamente e sempre exercitáveis apenas em benefício de todos os acionistas de acordo com seu interesse” (BERLE JR., Adolf A. Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Review*. v. 44, n. 7, pp. 1049-1074, maio 1931. p. 1049). Em 1932, de outro lado, Dodd argumentou que o direito deve reconhecer que as corporações não devem servir tão somente à maximização dos lucros dos sócios, mas também deve proteger outros interesses relevantes, a exemplo dos consumidores e do poder público (DODD JR., E. Merrick. For whom are corporate managers trustees? *Harvard Law Review*. v. 45, n. 7, pp. 1145-1163, maio 1932). Ver, no mesmo sentido: FRAZÃO, Ana. *Função social da empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

<sup>2</sup> Yale Law School Working Paper No. 235; NYU Working Paper No. 013; Harvard Law School Discussion Paper No. 280; Yale SOM Working Paper No. ICF - 00-09. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=204528](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=204528).

autores defendiam a existência de consenso no sentido de que o interesse a ser buscado pelas companhias seria o interesse dos acionistas, até mesmo em razão do insucesso de outros modelos com maior viés institucionalista<sup>3</sup>.

Entretanto, logo após, no ano de 2001, o escândalo Enron descortinou o perigo de que as companhias perseguissem apenas os interesses dos acionistas, ainda mais quando estes eram associados unicamente à maximização do valor das ações e tal objetivo era buscado a qualquer preço, inclusive por meio de fraudes e manipulações contábeis.

Aliás, antes mesmo do escândalo da Enron, já havia evidências no sentido de que o debate a respeito do que deveria ser o interesse social das companhias ainda persistia com intensidade. Não é sem razão que Leonard Rotman, no artigo *Debunking the 'End of History' Thesis for Corporate Law*<sup>4</sup>, aponta que a tese proposta por Hansmann e Kraakman seria ou prematura ou incorreta, na medida em que não era apoiada pela jurisprudência nem dos Estados nem do Canadá.

Em sentido semelhante, Lynn Stout, no seu livro *The shareholder value myth. How putting shareholders first harms investors, corporations and the public*<sup>5</sup>, também afirma que o Direito das Corporações norte-americano nunca exigiu de diretores de companhias abertas que pautassem suas ações exclusivamente pela maximização do valor das ações ou mesmo pela maximização da riqueza dos acionistas. Pelo contrário, segundo a autora, o direito lhes concederia considerável grau de discricionariedade para dirigir companhias abertas voltadas para outros fins, tais como o crescimento da empresa, o investimento em qualidade de produtos, a proteção de empregados e mesmo o atendimento do interesse público. Daí a sua conclusão de que a teoria da maximização do valor das ações, que começa a aflorar no início dos anos 90, é uma escolha gerencial e não uma exigência legal.

Capítulo interessante desse debate é o artigo *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, cuja primeira versão foi publicada em 2016 pelos igualmente eminentes professores Oliver Hart e Luigi Zingales<sup>6</sup>, e que se propõe

---

<sup>3</sup> Os modelos são: o gerencial (*the managerialist model*), o de co-gestão com trabalhadores (*the labor-oriented model*) e o que sofre maior ingerência do estado (*the state-oriented model*).

<sup>4</sup> *Boston College International and Comparative Law Review*, Vol. 33, No. 2, p. 219, 2010. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1517846](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1517846).

<sup>5</sup> São Francisco: Berrett-Koehler Publishers, Inc., 2012, pp. 3-4.

<sup>6</sup> [https://scholar.harvard.edu/files/hart/files/should\\_july16\\_2.03.16\\_pm\\_2.04.33\\_pm.pdf](https://scholar.harvard.edu/files/hart/files/should_july16_2.03.16_pm_2.04.33_pm.pdf).

a responder a seguinte pergunta: qual é a função objetiva apropriada para uma empresa, especialmente uma companhia aberta?

Tomando como ponto de partida o famoso artigo de Milton Friedman, publicado na *New York Times Magazine* em 1970, em que o autor sustenta que a responsabilidade dos administradores de companhias abertas seria apenas a de fazer a maior quantidade de dinheiro possível, Hart e Zingales concordam com o fato de que as companhias abertas devem ter o bem estar do acionista (*shareholder welfare*) como um objetivo apropriado. Entretanto, entendem que é muito estreito confundi-lo com o valor de mercado das ações.

Segundo os autores, as pessoas que investem em ações obviamente se preocupam com dinheiro, mas não só com isso, orientando suas condutas também com base em preocupações éticas e sociais, como as observadas nas hipóteses do consumo consciente. Daí a pergunta: se os consumidores e acionistas de companhias privadas levam em consideração fatores sociais para o fim de internalizar externalidades, por que eles não iriam desejar que as companhias nas quais investem ou das quais adquirem produtos ou serviços fizessem o mesmo?

A resposta de Friedman é que deve haver a diferenciação entre as atividades lucrativas e as atividades éticas, com a conseqüente segmentação entre os fins das companhias e os fins dos indivíduos e governos. Somente essa separação justificaria deixar as companhias fazendo dinheiro enquanto indivíduos e governos lidam com as externalidades.

Já Hart e Zingales entendem que essa separação é possível apenas quando o *profit-making* e o *damage-generating* da companhia são separáveis ou o governo perfeitamente internaliza as externalidades com leis e regulação. Como consideram que nenhuma dessas hipóteses é muito plausível, até porque lucros e danos estão normalmente conectados, consideram falha a teoria de Friedman.

Por outro lado, a separabilidade proposta por Friedman também não se justificaria nem sob a ótica dos consumidores, pois não faria sentido que estes tivessem projetos que fossem o reverso dos projetos implementados pelas companhias, nem sob a ótica do governo, pois não é correto que este tenha que suportar todas as externalidades da atividade empresarial.

Logo, sempre que tais aspectos não forem separáveis, entendem os autores que as preocupações éticas devem ser também inseridas nos propósitos das companhias.

Por essa razão, defendem que o bem-estar do acionista não se confunde com a maximização do valor das ações e que as companhias precisam maximizar o primeiro e não o último. Consequentemente, apesar dos riscos e dos custos inerentes a tal proposta, até porque questões éticas são de difícil quantificação, há que se buscar soluções para a minimização desses problemas<sup>7</sup>.

Tais considerações são muito pertinentes para a realidade brasileira, em que a própria Constituição Federal estabelece, como princípio estruturante da ordem econômica, o de assegurar a todos uma existência digna em conformidade aos ditames da justiça social (CF, art. 170), assim como a Lei das S/A assegura expressamente a função social da empresa tanto em relação aos controladores (art. 116, parágrafo único), como em relação aos administradores (art. 154).

Portanto, em um país como o Brasil, o debate sobre o interesse social das companhias não deve ocorrer apenas no plano das ideias e de visões de mundo, pois é necessariamente pautado pelas referências constitucionais e legais pertinentes, que não deixam dúvidas de que o interesse das companhias é maior do que o interesse dos acionistas.

Por mais que não seja simples operacionalizar essa ampla e sofisticada noção de interesse social, que jamais pode ser incompatível com a função lucrativa inerente a qualquer companhia, é preciso se refletir sobre alternativas nesse sentido, motivo pelo qual a proposta de Hart e Zingales, além de reavivar o debate, merece ser analisada com a devida atenção, inclusive no que diz respeito aos demais tipos societários.

---

<sup>7</sup> Uma delas seria viabilizar essa visão maior de bem-estar dos acionistas por meio do estímulo para que estes votem nas diretrizes gerais das políticas das companhias, sob o argumento de que o indivíduo age eticamente apenas quando se sente responsável pela ação em questão.