

# Capitalismo de *stakeholders* e investimentos ESG

Considerações sobre o tema após 50 anos da publicação do artigo seminal de Milton Friedman

Parte I

---

**Ana Frazão**

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

---

Em tempos em que os investimentos ESG estão em alta, a discussão sobre o que seria o capitalismo de *stakeholders* – que se preocupa não apenas com os acionistas, mas também com as demais partes interessadas, tais como consumidores, trabalhadores, meio ambiente, demais agentes econômicos e a sociedade como um todo - e qual deveria ser o interesse social das sociedades empresárias fica em maior evidência, até por refletir os propósitos da atividade econômica. Não é sem razão que se trata de tema recorrente desta coluna, como se observa por artigos do ano passado em que procurei destacar algumas das repercussões de iniciativas como a do *Business Roundtable* e do Fórum Econômico Mundial<sup>1</sup>.

Fato recente que lançou novas luzes sobre o debate foi a iniciativa conjunta de executivos de grandes companhias e fundos de investimento, como Amazon, Black Rock, G.M., Google e Starbucks, e também grandes investidores, como Warren Buffet, contra legislações discriminatórias que podem dificultar o direito de voto de minorias. A manchete do *The New York Times* é bastante elucidativa: *Hundreds of Companies Unite to Oppose Voting Limits, but Others Abstain*<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Ver a série de colunas de Ana Frazão no Jota *A liberdade econômica e os propósitos da atividade empresarial. O que muda com a recente redefinição do Business Roundtable* e também a coluna de Ana Frazão no Jota *Ano novo, capitalismo novo? Manifesto Davos 2020 e as iniciativas para implementar novo propósito para empresas na 4ª Revolução Industrial*.

<sup>2</sup> <https://www.nytimes.com/2021/04/14/business/ceos-corporate-america-voting-rights.html>

Diante da importância do assunto, a *The Economist* de 17.04.2021 dedicou-lhe a sua capa: *The Political CEO*. Na reportagem, a revista mostra o engajamento cada vez maior de administradores de companhias em discussões políticas e procura apontar alguns dos riscos do capitalismo de *stakeholders*<sup>3</sup>.

Embora não seja uma questão simples saber que em medida a expansão dos propósitos empresariais é necessária, desejável e exequível, parece-me que um excelente fio condutor para o debate a respeito do assunto é um e-book lançado recentemente pela *ProMarket*, que tenta sintetizar várias das discussões sobre os propósitos das companhias. Aproveitando-se do aniversário de 50 anos da famosa publicação de Milton Friedman no *The New York Times*, no qual foi proposto que o objetivo das companhias é apenas o de gerar lucro para os acionistas, a obra *Milton Friedman 50 Years Later*, facilmente disponível pela internet<sup>4</sup>, procura atualizar e ressignificar o debate.

A edição do livro mostra-se muito oportuna diante do fato de que as ideias de Friedman tornaram-se dominantes desde a metade da década de 80 até pelo menos os anos 2000, tanto na academia como também no meio empresarial. Aliás, em 1997, o próprio *Business Roundtable* proclamou que o principal objetivo da empresa é gerar retornos econômicos para os seus proprietários.

Como era de se esperar, o livro da *ProMarket* reúne opiniões diversas tanto de críticos como de adeptos da teoria de Friedman. Dentre os capítulos que se destinam a mostrar os problemas do *stakeholders capitalism*, pode-se destacar o de Bebchuk e Tallarita – *The Illusory Promise of Stakeholderism. Why Embracing Stakeholder Governance Would Fail Stakeholders?* – que é uma síntese de artigo acadêmico mais aprofundado que a dupla já havia publicado e que concentra vários dos argumentos contrários à expansão dos propósitos da atividade empresarial para além dos lucros.

Entretanto, independentemente das adesões e das críticas ao capitalismo de *stakeholders*, há um ponto explorado por vários artigos: a necessidade de se evitar uma interpretação reducionista ou distorcida do que o próprio Friedman propôs há cinquenta anos atrás e de se compreender melhor os pressupostos adotados para que o autor norte-americano chegasse às suas conclusões.

---

3 <https://www.economist.com/leaders/2021/04/15/the-political-ceo>

4 <https://promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/>

Assim, o ponto de partida é o trecho conclusivo da opinião de Friedman, segundo o qual:

“There is one and only one social responsibility of business —to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition, without deception or fraud.”

Não obstante o que foi dito em seu artigo do *The New York Times*, o que já dá margem a muitas interpretações, Zingales<sup>5</sup> destaca uma premissa nem sempre explorada por vários dos defensores da teoria de Friedman: a de que o artigo em referência precisa ser interpretado de acordo com o capítulo do livro *Capitalism and Freedom*, em que fica claro que somente em um ambiente competitivo as empresas não têm responsabilidade social. Daí a conclusão de Friedman de que:

“(...) the monopolist is visible and has power. It is easy to argue that he should discharge his power not solely to further his own interest but to further socially desirable ends.”

Consequentemente, conclui Zingales<sup>6</sup> que é perfeitamente coerente com a visão de Friedman a ideia de que monopólios digitais como Google e Facebook tenham responsabilidade social.

Todavia, mesmo a interpretação isolada do artigo de jornal já mostra que Friedman partiu de pelo menos duas importantes premissas para defender que o único propósito das companhias é buscar os lucros dos acionistas.

A primeira premissa de Friedman é a existência de mercados competitivos (*open and free competition*), o que cria um incentivo natural para que as empresas invistam em diversas alternativas para conquistar o mercado consumidor e a sociedade, inclusive se utilizando de outras variáveis que não apenas o preço e a qualidade dos produtos, como é o caso do atendimento de objetivos que são valorizados socialmente e que podem consolidar a sua imagem e a sua marca.

Ademais, a concorrência é também uma forma de controle de práticas abusivas por parte das empresas. Com efeito, diante do princípio da so-

---

5 Op.cit., p. 1.

6 Idem.

berania do consumidor, igualmente defendido por Friedman, o consumidor insatisfeito com os produtos ou com a postura de qualquer empresa pode colocar em prática a sua irresignação simplesmente desviando a sua demanda para outros ofertantes.

Entretanto, a realidade atual é cada vez mais caracterizada pela concentração empresarial e pela constatação de que os consumidores, em razão das suas diversas limitações de racionalidade – muitas vezes exploradas pelas próprias empresas -, não agem normalmente de acordo com o padrão de racionalidade esperado para que possam efetivamente exercer essa função de controle da prática dos mercados. Dessa maneira, não havendo concorrência nem soberania do consumidor, a teoria de Friedman perde um de seus importantes suportes.

A segunda importante premissa da teoria de Friedman é a de que as empresas devem buscar os lucros dentro das regras do jogo, sem enganar ou fraudar (*so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition, without deception or fraud*), o que converge perfeitamente com a defesa que Friedman faz da competição pelo mérito.

Dessa maneira, Friedman parte do pressuposto de que as empresas não apenas cumprirão a regulação – atuarão dentro das regras do jogo - como também atuarão em conformidade à competição pelo mérito, não se engajando em práticas escusas e fraudulentas para enganar outros agentes econômicos e consumidores.

Logo, tal como aponta Zingales<sup>7</sup>, decorre da proposta de Friedman um tipo de responsabilidade social das empresas que requer ao menos a observância das regras do jogo e de padrões leais de concorrência, sem espaço para colusões, enganar e fraudar. Isso, por si só, já afasta a posição de Friedman de posturas extremistas, simbolizadas pela expressão “greed is good”, popularizada por Gordon Gekko no filme de Oliver Stone.

Em sentido próximo, Steven N. Kaplan<sup>8</sup> mostra que não se pode confundir a teoria de Friedman com o *short-termism* – busca de lucros a curto prazo e a qualquer preço – que lhe é normalmente associado, diante de um contexto maior de preocupações do autor com a observância da regulação e do processo competitivo.

---

7 Op.cit., p. 2.

8 Op.cit., pp. 46

Alex Edmans<sup>9</sup> chega ir além de tais conclusões, para sustentar que a postura de Friedman parte da premissa implícita de que os governos estejam funcionando bem, única hipótese em que haveria regras do jogo adequadas, de forma que os negócios poderiam se dedicar à busca do lucro enquanto o governo cuidaria das demais responsabilidades sociais.

O grande problema, ainda segundo o autor, é que as regras do jogo nem sempre são adequadas, razão pela qual surgem bons motivos para que os negócios assumam uma responsabilidade social<sup>10</sup>. Em sentido próximo, adverte Anat Admati<sup>11</sup> que a teoria de Friedman apenas pode funcionar a partir das premissas implícitas e explícitas - de que as regras do jogo protegem os *stakeholders* e que os negócios operam em um regime de competição que evite o engano e a fraude – que estão muito longe da realidade.

Outro ponto importante da discussão é trazido pelo artigo de Martin Wolf<sup>12</sup>, cujo título é bastante provocativo: *There Is a Direct Line from Friedman to Donald Trump's Assault on Democracy*. O ponto do autor é que a premissa de Friedman de que as companhias têm a responsabilidade social apenas de atuar de acordo com as regras do jogo não funciona na atualidade pela simples razão de que as companhias têm criado as próprias regras, por meio da corrupção do sistema político e da instrumentalização deste em seu próprio benefício e em detrimento da sociedade:

“But corporations aren’t just players of the game, they are the ones setting the rules—bad ones.

(...)

So, to return to my main point: one cannot get away with stating that corporations should play by the rules, when they create the rules they play by. The system for creating the rules of the game is corrupt.”

Dessa maneira, ainda que Friedman estivesse certo, considerando as suas premissas e a realidade atual, teríamos que nos perguntar:

(i) podemos aplicar a teoria de Friedman quando os mercados não são competitivos?

---

9 Op.cit., pp. 11-15

10 Alex Edmans, *idem*.

11 Op.ci., pp. 117-122.

12 Op.cit, pp. 114-116.

(ii) podemos aplicar a teoria de Friedman diante de agentes monopolistas ou oligopolistas?

(iii) podemos aplicar a teoria de Friedman quando as regras do jogo não são suficientes para resolver as externalidades da atividade empresarial e assegurar uma disputa pelo mérito?

(iv) podemos aplicar a teoria de Friedman quando as regras do jogo são capturadas ou distorcidas pelo poder econômico, que influencia na sua elaboração levando em consideração apenas os seus interesses?

(v) podemos aplicar a teoria de Friedman quando as regras do jogo são descumpridas pelos agentes empresariais?

(vi) podemos aplicar a teoria de Friedman quando a dinâmica competitiva é disfuncional ou se pauta em práticas abusivas ou fraudulentas?

Certamente que tais perguntas exigem, primeiramente, uma adequada compreensão da posição de Friedman, no contexto de sua obra e das premissas utilizadas, para depois podermos indagar se e em que medida a sua posição é compatível com as visões atuais que permeiam a discussão sobre o capitalismo de *stakeholders*.

Na coluna da semana que vem, buscarei alinhar algumas tentativas de respostas para as perguntas acima.

Publicado em 28/04/2021

Link: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/capitalismo-de-stakeholders-e-investimentos-esg-28042021>