

Capitalismo de *stakeholders* e investimentos ESG

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

Parte III

Ana Frazão

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

Como se viu ao longo dos dois primeiros artigos da série, a ideia de Friedman de que as companhias deveriam se dedicar somente ao lucro sempre dependeu de alguns pressupostos, dentre os quais (i) um ambiente de competição aberta e livre e (ii) a obediência às “regras do jogo”.

Apesar das dificuldades interpretativas a respeito do que são essas “regras do jogo”, até porque o próprio Friedman não fez os devidos esclarecimentos, há boas razões para entender que correspondem ao conjunto de regras que possibilitam a competição pelo mérito e impedem que as externalidades negativas da atividade econômica sejam transferidas para os *stakeholders*, gerando danos para estes.

Sob esta perspectiva, a proposta de Friedman não apenas não seria incompatível com a regulação jurídica como, de forma contrária, a exigiria, ao menos na medida em que fosse necessária para possibilitar uma efetiva concorrência pelo mérito e de acordo com as adequadas regras do jogo.

Daí por que é interessante a avaliação de Zingales sobre a importância da ideia de Friedman depois de 50 anos da sua proposta¹: “Friedman was more right than his detractors claim and more wrong than his supporters would like us to believe.”

¹ *Milton Friedman 50 Years Later* <https://promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/> p. 129.

Friedman estaria mais certo do que pensam seus críticos, pois nunca defendeu a busca absoluta e ilimitada pelo lucro, mencionando a necessidade de regras do jogo que assegurassem a competição pelo mérito. Friedman estaria mais equivocado do que pensam seus apoiadores, porque aceitou muito facilmente a presença dos pressupostos da competição aberta e da presença de adequadas regras do jogo, o que fez com que sua visão se descolasse do mundo real e se aproximasse mais de uma utopia.

Esse é o pano de fundo a partir do qual devem ser analisados os chamados investimentos ESG, que visam a atender os interesses dos *stakeholders* e não apenas dos acionistas. É a partir daí que eu gostaria de propor algumas reflexões sobre o assunto.

A primeira delas é que, ao se falar em capitalismo de *stakeholders* e investimentos ESG, não se está falando apenas em filantropia ou na absorção, pelas companhias, de funções primordialmente políticas ou que deveriam caber prioritariamente ao Estado, com todas as distorções que poderiam daí decorrer.

Ainda que o debate sobre a ampliação do interesse social das companhias possa incorporar, pelo menos em alguma medida, tais assuntos, a parte mais urgente do problema é a que diz respeito ao endereçamento das externalidades negativas da atividade empresarial, de que são exemplos a poluição, o desmatamento e a destruição dos recursos naturais.

A respeito de vários desses problemas, a controvérsia sobre eventuais soluções não envolve, em muitos casos, nem mesmo iniciativas voluntárias de responsabilidade social, que aumentem ou sofisticuem as obrigações já previstas na regulação. Ao contrário, a solução de muitos problemas concretos requer tão somente a observância da regulação já existente pelos agentes econômicos e seus parceiros, tal como ocorre no caso das discussões sobre o respeito à legislação ambiental, trabalhista e consumerista no âmbito de cadeias produtivas.

Com efeito, os esforços para o cumprimento da legislação e para a extinção de práticas aviltantes, como é o caso de desmatamentos sem controle e da prática de trabalho escravo, nem podem ser considerados como iniciativas que pretendem ampliar a responsabilidade das empresas. Trata-se simplesmente de se respeitar as regras do jogo previamente definidas, o que já era uma condicionante da busca pelo lucro mesmo para Friedman.

Dessa maneira, antes de se entrar em discussões mais complexas a respeito do capitalismo de *stakeholders*, deve-se avançar no encontro de soluções para o problema mais importante e imediato: o endereçamento das externalidades negativas geradas pela atividade empresarial, tanto para efeito de se respeitar as regulações que já existentes, como para efeito de se incentivar condutas voluntárias para resolver questões que não foram suficientemente tratadas pela regulação.

É importante lembrar, como já destacaram Hart e Zingales², em artigo que já foi objeto de coluna específica³, que é comum não ser possível separar a geração de lucros (*profit making*) da geração de danos (*damage generating*), razão pela qual há de se buscar, seja pela observância da regulação obrigatória, seja pelo reconhecimento e incentivo a iniciativas voluntárias nas áreas ESG, a prevenção ou o ressarcimento dos danos causados pela atividade empresarial.

No que diz respeito ao cumprimento da legislação já existente em prol da proteção de diversos *stakeholders*, o mínimo que se espera dos agentes econômicos é que a cumpram. Entretanto, vários fatores podem contribuir para a ineficácia de tais legislações, sendo que a cultura corporativa voltada para a maximização do lucro a curto prazo e a qualquer preço pode ser um importante fator de desincentivo para o cumprimento da legislação, tal como já tive a oportunidade de explorar em diversos outros artigos⁴.

Outro importante fator que precisa ser levando em consideração é o poder econômico, pois este pode implicar verdadeira imunidade diante da regulação, o que se traduz pelas expressões *too big to fail* ou *too big to jail*. Esse é um importante ponto destacado por Zingales⁵:

2 Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2017, 2: 247–274. https://scholar.harvard.edu/files/hart/files/108.0000022-hart-vol2no2-jlfa-0022_002.pdf

3 Qual deve ser o interesse social das companhias? Reflexões sobre as insuficiências da teoria da maximização do valor das ações especialmente no direito brasileiro. *Jota*. <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/qual-deve-ser-o-interesse-social-das-companhias-27032019>

⁴ Ver, como exemplo, Relações entre corrupção e teorias que orientam gestão das companhias. *Conjur*. <https://www.conjur.com.br/2017-jul-13/ana-fraza-relacoes-entre-corrupcao-gestao-companhias>.

⁵ Milton Friedman 50 Years Later <https://promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/> p. 132.

“When it comes to regulation, the argument is more subtle. There is certainly a lot of regulation aimed at addressing the externalities produced by corporations. For relatively small companies, it is debatable whether this regulation is enough. But when we look at very large corporations, the ones Anat Admati defines as too big to jail, regulation becomes ineffective. Roy Shapira and I have studied how, in 1984, DuPont decided to dump lethal toxic waste in the Ohio River and how it got away with it for more than thirty years. Not only was DuPont able to capture the regulators with a smart combination of revolving doors and aggressive lobbying, but it was able to hide the very dangers of the substance it was producing and freely disposing of in the environment. When discovered, DuPont was able to draft the regulation to its own needs to avoid liability and was successful in doing so while its CEO was celebrated as an environmental leader.”

Isso mostra que, enquanto para as companhias menores, uma boa regulação pode resolver vários dos problemas, isso não necessariamente ocorre com as grandes companhias. Aliás, segundo Zingales⁶, o próprio Friedman excetuava os monopólios da sua ideia geral de que o único compromisso dos negócios seria com a geração de lucros, defendendo expressamente uma responsabilidade social por parte deles:

“The really problematic assumption is assumption number one. Friedman himself recognizes that a monopolist maximizing shareholder value is not good for society. Yet, writing in 1970, at the peak of the US antitrust enforcement, Friedman was not overly concerned about monopolies. After 50 years of lax enforcement and a digital revolution that increased network externalities and created many digital monopolies, we cannot be so cavalier. Consider Google’s choice of how to rank news about political candidates. Experimental evidence shows that

⁶ Op.cit., p. 133.

searches leading to a higher ranking of bad news about a political candidate result in fewer votes for that candidate. A board that maximizes profits would tweak the search results to disadvantage those candidates who want to tax Google or to break it up. In a competitive market, reputation prevents these abuses, but Google is a de facto monopolist. It will take a lot of abuses for a customer to switch to Bing. Do we want Google to manipulate elections?”

Por essa razão, Zingales⁷ propõe que, qualquer que seja o alcance que se queira atribuir à teoria de Friedman, esta poderia até se justificar diante de pequenas e médias empresas, mas jamais diante de empresas com poder econômico:

“Thus, in 2020, how should we interpret the practical implications of Friedman’s idea? If you are a small to medium-sized company, let’s say Chuck E. Cheese, a company with no market power and no real power to influence regulation or elections, maximizing shareholder welfare is the right goal to follow. Especially if this goal is pursued with attention not only to legal rules but also ethical customs, like Friedman advocated, but most companies ignored.

When it comes to super corporations, corporations that have market power, like Google and Facebook, or political power, like BlackRock or JP Morgan, or regulatory power, like DuPont or Monsanto, a single-minded pursuit of shareholder value maximization can be extremely bad for society. This is the reason why Oliver Hart and I have advocated requiring boards of monopolies, like Google, or of firms too big to regulate, like Blackrock, to maximize social welfare, the utility of society as a whole, not shareholder welfare.”

⁷ Op.cit., p. 134.

Todos esses pontos mostram que avanços consistentes na pauta ESG dependem de se verificar em que medida as regulações existentes já endereçam as externalidades negativas da atividade produtiva e em que medida tais regulações são realmente efetivas. Daí por que o próprio Friedman nos dá boas razões para sustentar que, para agentes com poder de mercado, o compromisso com os interesses dos *stakeholders* deveria ser muito mais acentuado do que aquele exigido das pequenas e médias empresas, já que os primeiros não necessariamente se submetem aos controles do mecanismo de preços do mercado ou aos controles da regulação.

Não obstante, independentemente do tamanho do agente econômico ou das condições concorrenciais a que esteja sujeito, há outros pontos que merecem ser analisados para o melhor exame do que pode e deve ser esperado do capitalismo de *stakeholders*, como se explorará melhor no próximo e último artigo da série.

Publicado em 12/05/2021

Link: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/capitalismo-de-stakeholders-e-investimentos-esg-3-12052021>