

Externalidades Negativas e Seus Descontentes

Na Carta anterior, percorremos os estatutos, documentos e discussões nas assembleias de acionistas de um conjunto de companhias relevantes no setor de energia em busca de sinais compatíveis com a jornada de transição energética e descarbonização das economias.

Embora integrantes de um mesmo setor, examinamos uma amostra não totalmente homogênea, composta por companhias com bases de ativos, estratégias corporativas e perfis societários variados, incorporadas em diferentes jurisdições e submetidas a regimes regulatórios também distintos. Ainda assim, de forma agregada, em meio às inúmeras disparidades, no que diz respeito ao posicionamento em relação às questões que envolvem decisões sobre transição energética, identificamos padrões de comportamentos convergentes em toda parte, que podemos sintetizar da seguinte forma:

1. Os estatutos sociais sofrem pouca ou nenhuma atualização em relação às cláusulas-objeto no sentido de afirmar propósito e comprometimento com a descarbonização;
2. Os conselhos têm sido refratários às moções levadas às assembleias, seja pelos acionistas “ativistas” ou mais recentemente pelos “conservadores”, no sentido em que se esses opõem às mudanças sugeridas pelo primeiro grupo. Em ambos os casos, a maioria da base acionária tem optado por apoiar o *establishment*, votando contra os proponentes das iniciativas;
3. As companhias têm mostrado uma sensibilidade “pragmática” em relação à transição energética. Afirmam respeitar a ciência climática, mas resistem em diminuir a produção/utilização de hidrocarbonetos. Defendem uma “transição ordenada”, a partir de sinais mais robustos de redução de demanda que ainda não são evidentes. Sem isso,

argumentam, oferecer espaço para produtores menos estabelecidos pode agravar ainda mais o problema, sem falar no efeito colateral e regressivo de aumento do preço da *commodity* que impacta de forma mais acentuada a população de menor poder aquisitivo;

4. Os administradores buscam tomar o controle da agenda corporativa apresentando planos/estratégias de descarbonização compatíveis com a “transição ordenada”;
5. A maneira como os planos/estratégias vêm sendo apresentados nas assembleias gerais tornam os *directors* menos expostos a constrangimentos e responsabilidades legais;
6. No crivo do voto nas assembleias, os acionistas desta coleção de companhias demonstram apoio expressivo aos administradores atestando no final do dia que não estão dispostos a renunciar retorno financeiro imediato para contribuir com o progresso da descarbonização;
7. Trata-se de evidente manifestação do problema de ação coletiva, já que nas companhias de energia, petrolíferas ou *utilities*, onde a produção de combustíveis fósseis ou o seu emprego para gerar eletricidade constitui alicerce importante de suas atividades, a contribuição individual para o bem comum de se alcançar uma atmosfera mais saudável para o planeta é percebida de uma maneira bastante diluída, enquanto o esforço financeiro particular requerido para promover a redução da emissão de gases de efeito estufa é elevado.

Neste ambiente, o roteiro que descrevemos acima, síntese da pesquisa da última Carta, reflete comportamentos pragmáticos e decisões racionais

devidamente mapeados pelo que se denomina a lógica da impossibilidade da ação coletiva¹.

Porém, os tecidos social e econômico são bem mais abrangentes do que apenas os setores analisados. As forças de mudança alinhadas com uma visão de mundo menos carbono-intensiva estão por toda a parte. Infundem, particularmente entre a população mais jovem como os *millennials*, comportamentos que expressam escolhas crescentemente “greener”. Há ainda um espectro de investidores institucionais, entre os quais, fundos soberanos, fundos de pensão, *family offices* e *endowments*, esses próximos aos centros de pesquisa das grandes universidades, conectados à boa ciência, cada vez mais preocupados com o atraso das resoluções climáticas. Observamos também governos tomando iniciativas importantes, como por exemplo os tão divulgados *Inflation Reduction Act (IRA)* nos Estados Unidos e o *Green Deal* na Comunidade Europeia, dispondo expressivo volume de recursos públicos para promover inovação e encorajar iniciativas sustentáveis. Menos conhecidos são os resultados agregados das iniciativas públicas. O *Climate Change Laws of the World*, um banco de dados organizado pela *London School of Economics* e pela *Columbia Law School*, que busca mapear ações legislativas e governamentais promotoras de uma transição de baixo-carbono em todo o planeta, reúne atualmente 1350 leis, 3089 políticas e 1702 submissões à UNFCCC.²

Em paralelo, Bancos Centrais do G20 também estão ajustando seus instrumentos de política monetária e requerimentos de capital a fim de criar incentivos para deslocar investimentos para indústrias menos carbono-intensivas, convencidos de que a questão climática oferece

riscos para a estabilidade financeira das economias. A medida mais recente foi a criação do *Green Central Banking Scorecard* que ranqueia os países membros em função da aderência de suas políticas aos compromissos assumidos. O Banco Central do Brasil (BCB) encontra-se atualmente na 6ª posição do ranking. Na mesma direção, as Bolsas de Valores vêm procurando encorajar as companhias a adotarem práticas de negócios mais sustentáveis, exercendo seu papel na inovação de serviços financeiros, na definição de padrões de referência, na formulação de diretrizes e na disseminação de informações, visando aumentar a resiliência climática de seus mercados. A *Sustainable Stock Exchanges Initiative* é a expressão mais visível deste esforço concertado e reúne 134 membros em todo o planeta, entre os quais a B3. O tema também já alcançou os agentes reguladores do mercado de capitais. A IOSCO, organização internacional que reúne os “xerifes” dos mercados, reconhecendo a materialidade econômica e financeira da mudança climática e das considerações ESG, já emitiu uma longa lista de recomendações, “chamadas para ação” e relatórios de orientação, sendo o mais recente denominado “*Práticas de Supervisão para Endereçar o Greenwashing*”, onde expressa preocupação com as declarações não-confiáveis sobre riscos, oportunidades e impactos da agenda-ESG.

Conforme comentamos na Carta Dynamo 113, precificar o carbono surge como o instrumento mais recomendável para endereçar de forma direta, eficiente e transparente a questão climática ao incorporar as externalidades provocadas pelas emissões de gases de efeito estufa. E neste capítulo os governos vêm promovendo avanços. O Banco Mundial contabiliza 110 mecanismos de precificação/compliance implementados ao redor do mundo, entre taxaço de carbono (39), sistemas de negociação de emissões (36) e créditos de carbono domésticos (35), cobrindo cerca de 24% das emissões globais.

Os parágrafos acima condensam uma breve coletânea de manifestações ilustrando que as forças de transição estão se deslocando em regiões diversas. E quanto aos acionistas? Na Carta passada, constatamos que, no setor de energia, onde as iniciativas de descarbonização geralmente representam uma ameaça à continuidade dos negócios, administradores e acionistas adotam uma postura mais pragmática, preferindo a retórica de que é preciso conduzir a transição de forma “ordenada”. Ou seja, tentam manter o *status quo* das operações calibrando a narrativa a fim de evitar eventuais riscos reputacionais. Por outro lado, em outros setores, onde os conflitos não

1 Trata-se do argumento apresentado por Mancur Olson em 1965 postulando que na presença de benefícios coletivos diluídos e custos individuais concentrados, o incentivo a “pegar carona” no esforço do outro é tal que um grupo de indivíduos racionais e interessados não conseguirá promover o bem comum. Novamente, nesse caso, investidores em companhias de energia não terão incentivo suficiente para abrir mão de um resultado financeiro expressivo a fim de contribuir para uma atmosfera mais saudável para o planeta, percebida com um bem público da humanidade.

2 A UNFCCC (United Nations Framework Convention for Climate Change) é a Convenção-Quadro das Nações Unidas sobre Mudanças Climáticas criada na conferência realizada no Rio de Janeiro em 1992, sendo responsável por estabelecer uma agenda global de compromissos e obrigações entre os países membros com o objetivo de estabilizar as concentrações de gases de efeito estufa e promover a ideia de desenvolvimento sustentável.

são tão expostos, ou seja, quando endereçar os impactos negativos da atuação das companhias sobre o planeta não representa um *trade off* financeiro importante, começamos a observar alguns sinais de movimentação de preferências. Vemos indícios de uma maior sensibilidade socioambiental entre os investidores, que começam a expressar crescente frustração com a produção de externalidades negativas e passam a reivindicar comportamentos corporativos mais responsáveis.

Nesta última safra de 2024 (até junho), considerando apenas a temática do clima, 130 propostas conseguiram transpor barreiras processuais e foram submetidas à votação nas assembleias gerais de companhias nos principais países. As resoluções partem de investidores isolados ou agindo de forma coletiva, como por exemplo, a *Climate Action 100+*, uma iniciativa global que reúne 700 investidores com cerca de US\$ 68 trilhões sob gestão, e que busca assegurar que as principais companhias emissoras de gases de efeito estufa adotem as medidas necessárias para lidar com a questão climática.

Matérias envolvendo demandas para adoção e divulgação de metas de redução de gases de efeito estufa obtiveram em média apoio de 27,1% dos votos (variando entre 9,4% e 55,0%). Entre as companhias de grande porte, figuram *Boeing* (30,4%), *IBM* (30,8%) e *Lockheed Martin* (32,2%). Em dois casos (*Wingstop* (51,7% e *Jack in the Box* 55,0%), os proponentes pela primeira vez conseguiram formar maioria e aprovar as moções, mesmo com recomendação contrária dos respectivos conselhos. Propostas para que as companhias considerassem os impactos sociais de suas políticas climáticas (transição justa) reuniram 23,4% dos votos na *Amazon*, 10,0% na *Goldman Sachs* e 7,5% na *Exxon Mobil*. Propostas visando a redução de uso de plásticos e incentivo às embalagens sustentáveis atingiram suporte de 28,6% na *Amazon*, 26,3% na *Dow*, 20,8% da *Exxon* e 20,6% na *Kraft Heinz*, entre outras. Cinco instituições financeiras receberam propostas para divulgar as emissões subjacentes às operações de subscrição, seguros e investimentos ou adotar metas de redução de emissões nas atividades de empréstimos e investimentos. A média de apoio dos votos foi de 22,5% (variando entre 10,1% e 37,9%). Entre elas, a *Berkshire Hathaway* onde 17,7% dos acionistas apoiaram a resolução. Investidores também submeteram propostas para que companhias como *Alphabet*, *Amazon*, *IBM*, *Boeing*, *American Express*, *Bank of America*, *Wells Fargo*, entre outras, divulguem e expliquem a maneira pela qual suas práticas de *lobby* se alinham com as metas climáticas.

Neste caso, o suporte dos acionistas foi 23,9% em média, variando entre 8,3% e 32,5% (cfr. *Freshfields*, 2024)³.

Aglutinar 20-30% de votos nas assembleias das principais *corporations* americanas nunca foi algo trivial, sinal de que há de fato algo em movimento. Para além do problema central da ação coletiva, onde os *trade offs* não são tão agudos, especialistas apontam razões outras, de natureza histórico-institucional, que dificultam as companhias a avançarem na direção de uma pauta de maior sensibilidade às questões socioambientais na velocidade compatível com os imperativos climáticos. Trata-se naturalmente de uma literatura calcada na experiência americana. Os empecilhos se manifestam através da atuação/presença de alguns atores/elementos importantes, descritos a seguir.

- i. SEC – A conduta da SEC sempre foi pautada na consideração de que as decisões sobre a condução ordinária dos negócios devem ser tomadas exclusivamente pelos administradores das companhias e não por seus acionistas. Sob este preceito, a SEC municiou os *directors* para barrarem acesso às assembleias de propostas que tentassem discutir questões éticas de teor mais pró-socioambientais, quando por exemplo, acionistas cobravam das companhias uma atuação mais efetiva contra os efeitos nocivos de suas atividades à saúde humana e ao meio ambiente. Talvez seja uma consequência não intencional, mas, os acionistas durante muito tempo não tiveram oportunidade de debater em assembleia matérias que envolvessem discussões sobre propósitos, valores e objetos-sociais.
- ii. Lei societária – A lei societária americana confere ampla latitude para os administradores. Determina que eles ajam de boa-fé, considerando os padrões fiduciários de lealdade, prudência e diligência, ou seja, tomem decisões informadas e colocando os interesses da companhia em primeiro lugar. A jurisprudência das cortes americanas endossa essa permissividade legal preferindo não interferir nem julgar o mérito operacional/estratégico das decisões – doutrina do *business judgement rule* – que tem por finalidade oferecer uma região de proteção aos administradores contra acusações de prejuízos decorrentes de suas

3 Como de costume, a fim de tornar o texto mais conciso, optamos pelas citações mais curtas. As referências bibliográficas completas podem ser encontradas em nosso site: <https://www.dynamo.com.br/pt/biblioteca>.

- decisões ordinárias sobre a condução dos negócios. Ao mesmo tempo, as obrigações dos administradores são os sinais emitidos pelo sistema legal para os responsáveis pela companhia pertinentes aos objetivos que eles devam perseguir. Como o objetivo corporativo se identifica com os interesses dos acionistas e a promoção do retorno financeiro de seus investimentos, as obrigações fiduciárias dos administradores estão orientadas para a consecução destes propósitos. Ou seja, o modelo societário americano, ao mesmo tempo em que confere ampla autonomia para os administradores na condução dos negócios, os compele a perseguir os interesses dos acionistas.
- iii. Cortes Supremas – A jurisprudência das cortes americanas também não oferece os incentivos para que os administradores se comprometam com objetivos que estejam além do entendimento consolidado de seus deveres fiduciários. Esta longa tradição remonta à decisão seminal de 1919 no famoso caso *Dodge x Ford Motor Co.*, quando Henry Ford decidiu cancelar dividendos extraordinários a fim de “empregar ainda mais homens, distribuir os benefícios desse sistema industrial ao maior número possível, ajudá-los a construir suas vidas e seus lares. Para isso, vamos colocar a maior parte dos nossos lucros de volta nos negócios”. Minoritários contrários à decisão recorreram à Suprema corte de Michigan que declarou em resposta que “uma sociedade anônima deve ser organizada e voltada primariamente para o lucro dos acionistas”; os poderes discricionários dos administradores devem ser empregados para este fim, e não para retê-los “ou empregá-los em outros propósitos” (*U.S. Supreme Court of Michigan, 1919*).
- iv. ERISA – Esta linha de interpretação das cortes prevaleceu ao longo de todo o século. Em 2014, provocada a se pronunciar sobre a lei que regula o regime de aposentadoria voluntária do cidadão americano (*ERISA, 1974*), que estabeleceu que o administrador do fundo de pensão tem como propósito fiduciário exclusivo prover benefícios aos seus participantes e beneficiários, a Suprema Corte determinou o entendimento de que o termo “benefício” deve ser tratado como benefício “financeiro” e “não pode cobrir benefícios não-pecuniários” (*US Supreme Court, 2014*). E assim, a corte desincentivou os gestores a oferecer fundos com propósitos mais amplos, sob risco de serem processados pelos planos 401k.
- v. *Department of Labor* – Na mesma direção, os órgãos reguladores americanos historicamente tiveram uma postura de preservação deste *status quo*, onde as companhias devem ser geridas exclusivamente para gerar retorno financeiro para seus acionistas. Em 2016, Larry Fink, CEO da *BlackRock* assim descrevia a atuação do *Department of Labor*: “Vivemos em um mundo em que o *Department of Labor* nos deu a orientação sobre qual é a nossa responsabilidade fiduciária. Nós só temos uma responsabilidade como investidor: maximizar retorno. É isso. E assim, basicamente nós podemos dizer para uma companhia demitir cinco mil empregados amanhã, e se isso maximiza o retorno da empresa, fizemos algo bom. Podemos dizer para esta companhia fazer algo que talvez seja ruim para o meio ambiente. Não há nada nesse momento que nos oriente para além do comportamento de maximização de retorno” (*Promarket, 2016*).
- Nesse contexto, não surpreendem os resultados entre as companhias de energia que descrevemos na Carta passada onde constatamos a extrema parcimônia da redação das cláusulas de objeto-social, sua longa imobilidade, a inércia para alterá-las e a resistência dos administradores frente às propostas reformistas que chegam às assembleias. Como a grande maioria dos investidores institucionais entende que seu mandato de gestão igualmente se sustenta na obrigação fiduciária de maximizar valor para seus clientes/cotistas, as recomendações de voto dos administradores acabam recebendo ampla adesão desta categoria majoritária de investidores. Ou seja, na tradição americana, o arranjo institucional sob o mantra do princípio do dever fiduciário a serviço exclusivo do interesse **financeiro** do acionista acomodou perfeitamente uma visão “pragmática” na orientação dos negócios, deixando pouco espaço para eventuais considerações de outras dimensões (socioambientais) das preferências dos acionistas e propósitos corporativos.
- A partir deste diagnóstico, e diante da realidade das forças de mudança que descrevemos mais acima, vem surgindo no meio acadêmico algumas sugestões reformistas, cujas propostas passaram também a reverberar entre reguladores, formuladores de políticas públicas e agentes participantes do mercado.
- Uma linha de reforma é a que propõe uma atualização do modelo dominante substituindo a “primazia dos acionistas” pelo *stakeholderism*, que aparece em

duas versões. A primeira, mais suave, advoga que os administradores deveriam considerar em suas decisões os interesses dos demais *stakeholders* (empregados, clientes, fornecedores, credores, instâncias de governo, comunidades locais, sociedade, meio ambiente), como meio “instrumental” para alcançar a maximização de valor de longo prazo para a companhia e seus acionistas. Essa variante é também conhecida por valor do acionista “iluminado” (*enlightened shareholder value*). A reforma da lei inglesa de 2006 parece alinhada com esta visão. A *UK Companies Act*, na Seção 172, estabelece que os administradores agindo de boa-fé devem perseguir o sucesso da companhia em “benefício de seus membros como um todo”, considerando entre outros aspectos “os interesses dos empregados”, “a necessidade de desenvolver relações de negócios com fornecedores e clientes” e “o impacto das operações da companhia na comunidade e no meio ambiente”.

A interpretação desta norma da legislação societária foi testada na Suprema Corte Inglesa no caso conhecido como *Sequana*, quando credores da AWA reclamaram a quebra da obrigação prevista acima, já que a companhia, antes de se tornar insolvente, distribuiu dividendos generosos para sua controladora (*Sequana SA*). A decisão da Corte Inglesa reforçou a jurisprudência de que os interesses da companhia devem se alinhar aos dos acionistas, não reconhecendo que os administradores deviam obrigações para com os credores. Segundo a Corte, o dever primário dos administradores é o de promover o sucesso da companhia. A obrigação de respeitar os interesses dos demais *stakeholders* permanece uma “obrigação de considerar” e “não se estende para uma obrigação de agir” (Lan & Wan, 2024). Ou seja, a decisão da corte inglesa seguiu a tradição anglo-saxã de preservar a primazia dos interesses dos acionistas.

A segunda vertente propõe uma reforma conceitualmente mais ambiciosa ao preconizar que os administradores devem tratar os interesses de cada grupo de *stakeholder* como um fim em si mesmo, e não apenas como um meio. Ou seja, os administradores devem servir a uma pluralidade de padrões. Já foi dito (Bebchuk & Tallarita, 2020) que a primeira versão (“instrumental”) em nada difere da estrutura dominante de governança, já que por definição os interesses de acionistas e demais *stakeholders* são mutuamente dependentes. De forma geral, não há dividendos sem empregados, nem salários sem acionistas. Tratar bem os colaboradores é do interesse

de longo prazo da companhia, mesmo que isto signifique lucros menores.

Já a segunda versão parece mais problemática, pois pode oferecer mais perigo do que benefícios aos próprios *stakeholders*. Diante da realidade institucional bem sedimentada que pontuamos acima, não há incentivos na prática para que os administradores persigam outros objetivos que não os interesses dos acionistas. Evidências empíricas de M&As, mesmo entre as companhias incorporadas nos Estados americanos que adotaram o regime de *Constituency Statutes*⁴, revelam que os administradores costumam barganhar apenas para maximizar valor para os acionistas e benefícios para si mesmos, praticamente ignorando as preferências dos demais *stakeholders*, até mesmo dos colaboradores. Isto porque os incentivos dos CEOs e dos conselheiros estão mais alinhados aos dos acionistas, e quase nunca aos dos demais *stakeholders* (Bebchuk, Kastiel & Tallarita, 2021).

O receio destes especialistas é que esta versão pluralista quando implementada na prática pode fazer com que os executivos acabem se tornando menos responsáveis em suas prestações de contas e mais insulados da supervisão dos acionistas, o que provavelmente refletirá em um desempenho corporativo inferior, com perdas para todos os *stakeholders*. De fato, sabe-se do passado, que associações representando interesses dos executivos, como a *Business Roundtable*, apoiaram movimentos alinhados com a retórica *stakeholderista* como estratégia velada para obter maior autonomia e insulamento. Adicionalmente, a multiplicidade de “principais” poderia causar confusão na agenda de prioridades e obrigações fiduciárias dos administradores (agentes), sem falar no potencial de litígios que poderiam advir quando as partes julgarem que não foram tratadas conforme suas expectativas.

Outra linha de reforma também parte de um questionamento do paradigma convencional. Os proponentes desta versão – que tem na figura de Colin Mayer da Universidade de Oxford seu principal defensor –,

4 *Corporate Constituency Statutes é uma previsão legislativa que permite aos tomadores de decisões sujeitos às obrigações de dever fiduciário da legislação societária americana considerarem fatores outros que não apenas a maximização de lucros para os acionistas. O dispositivo surgiu durante a onda dos takeovers hostis dos anos 80 e foi defendido por aqueles que viam este movimento como uma transferência de riqueza para os acionistas e ameaça aos interesses dos demais stakeholders.*

entendem que o modelo centrado em promover exclusivamente os interesses dos acionistas e o retorno financeiro de seus investimentos acaba produzindo impactos sociais negativos. A partir daí, sugerem uma inversão completa desta construção: as companhias existem para servir, e o seu desígnio central seria o de gerar benefícios sociais e ambientais. O lucro seria *consequência* dessa jornada prioritária de resolver problemas dos demais e criar bem-estar social, e não um fim em si mesmo. Neste sentido, a companhia é percebida como um “nexo de relações” e não de contratos (Mayer, 2019). As relações são baseadas em confiança, que se estabelece a partir da vinculação de um compromisso. O propósito estatutário, ao infundir este compromisso amplificado, orienta as ações e a própria razão da existência da companhia. Sendo assim, segundo os defensores desta variante, as companhias deveriam registrar em seus estatutos sociais uma declaração de propósito expressando esses compromissos dilatados. E vão além: como forma de recrutar as obrigações fiduciárias, a lei societária deveria obrigar esta determinação, “alinhando os incentivos corporativos aos interesses individuais, sociais e planetários” (Mayer, 2022). Os críticos rebatem: se a sugestão de incluir o propósito nos estatutos for apenas voluntária, não deve surtir efeitos práticos. Se for mandatória, teria que vir “acompanhada ou por uma substancial mudança na lei societária que provocaria um downgrade nos direitos de governança dos acionistas, quase ao ponto de eliminá-los, ou uma substancial mudança nos objetivos de investimento dos acionistas, acompanhadas de outras tantas reformas legais de menor alcance” (Davies, 2023). Ou seja, trata-se de uma ideia que apenas aparenta ser simples, mas na prática seria de muito difícil implementação.

De fato, o temor de se impor mudanças tão transformacionais por meio de constrangimento legal se reflete na lei PACTE francesa que mencionamos na Carta anterior. A iniciativa legislativa preferiu enunciar de forma apenas sugestiva que as companhias atualizassem seus estatutos. Sendo uma diretriz não-mandatória, na prática, o que se viu foi uma adesão bastante tímida: uma minoria de companhias francesas decidiu levar a declaração de sua *raison d’être* para o estatuto e ainda assim, as que o fizeram, apresentaram uma versão longe de exprimir um “compromisso firme com objetivos comuns ou sociais” (Davies, 2023).

Na mesma direção, um estudo empírico interessante (Rajan, Ramella & Zingales, 2023) abrangendo 519 companhias americanas no período de 1955 a 2020

buscou analisar a evolução das menções aos objetivos e propósitos corporativos nas “cartas aos acionistas”. O trabalho constatou que ao longo do tempo o teor dos objetivos foi mudando, tornando-se não tão centrado em resultados financeiros e na “maximização de valor para os acionistas” para, mais recentemente, compreender outros propósitos e interesses dos demais *stakeholders*. No período analisado, o número de objetivos também foi crescendo gradualmente. Em 1955, apenas 33% das companhias apresentavam ao menos um objetivo e neste grupo “positivo” a média era dois. Em 2020, todas as companhias anunciavam ao menos um objetivo e a média era sete. Acontece que a “carta aos acionistas” não faz parte do pacote de obrigações de *disclosure* da SEC, sendo ainda controverso se uma companhia pode ser processada por uma declaração feita em documento que não integra as exigências de transparência. Não por acaso, o estudo concluiu que em muitos casos as declarações de objetivos seriam meramente oportunistas, visando garantir a “licença para operar” e “desviar atenção”: “encontramos uma quantidade razoável de evidências sugerindo que os administradores declaram objetivos oportunisticamente a fim de escapar de escrutínio ou aliviar pressões de stakeholders”. O que mostra que declarações de propósitos e boas intenções sem a devida capacidade de *enforcement* podem redundar em simples afirmações retóricas e exercícios de diversionismo.

Nossa impressão é que essas reformas *stakeholderistas* não são necessárias e podem ser perigosas. Não precisamos colocar em risco o modelo da primazia dos acionistas, de comprovado sucesso, cuja estrutura de incentivos e controles foi capaz de produzir resultados incontestáveis em termos de competitividade empresarial, desenvolvimento econômico e bem-estar social. Neste sentido, uma linha alternativa nos parece mais promissora. Foi trazida ao debate por Oliver Hart e Luigi Zingales (2017)⁵ em artigo propondo que as companhias deveriam procurar maximizar o *bem-estar* de seus acionistas e não seu valor de mercado. A ideia merece algumas considerações precedentes, a fim de situá-la adequadamente.

5 Aqui, excepcionalmente, dada a centralidade dos artigos no argumento, seguem em primeira mão as citações: Hart, O. & Zingales, L. (2017) *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2: 247-274; e Hart, O. & Zingales, L. (2022) *The New Corporate Governance*, *University of Chicago Business Law Review*, vol.1, issue 1 (inaugural).

Como amplamente aceito, o suporte intelectual do paradigma da primazia do acionista tem suas bases estabelecidas por Milton Friedman em seu livro *Capitalismo e Liberdade* (1962) e principalmente a partir do famoso artigo publicado no *The New York Times* em 1970, quando em linguagem mais acessível suas ideias alcançaram grande repercussão pública. Em ambos os textos encontramos a conhecida passagem, que veio a tornar-se uma campeã de citação: “Só existe uma e apenas uma responsabilidade social das empresas – utilizar seus recursos e envolver-se em atividades destinadas a aumentar seus lucros...”. Acontece que a frase não termina aqui, embora seu complemento seja bem menos lembrado: “... desde que se mantenha dentro das regras do jogo, ou seja, se envolva numa concorrência aberta e livre, sem engano ou fraude”. Como Friedman identifica a companhia como “um instrumento dos acionistas que a detêm” (1962), a responsabilidade do executivo seria a de conduzir os negócios de acordo com os desejos dos donos, o que geralmente consiste em “ganhar tanto dinheiro quanto possível, ao mesmo tempo em que se conforma com as regras básicas da sociedade, tanto as consagradas na lei como as consagradas nos costumes éticos” (1970).

Friedman foi um dos economistas mais influentes de todos os tempos, cujas ideias transpuseram os limites acadêmicos, infundindo debates de políticas públicas, com repercussões no dia a dia dos cidadãos. Alguns críticos, principalmente com viés ideológico, imbuídos no combate ao “sistema capitalista”, preferiram uma leitura rasa de sua extensa obra e, no caso deste artigo especificamente, conferiram aos seus argumentos um matiz de “doutrina”. Hermenêutica mais apropriada para este texto seria dizer que ele expôs um *modelo mental* delimitando os elementos que acreditava que levariam uma sociedade a se tornar mais próspera, lembrando que nesta época os americanos lidavam com problemas de eficiência econômica e flertavam com insinuações estatizantes.

Neste sentido, no artigo acima, Friedman propôs um teorema, endereçando a seguinte questão: sob quais condições seria socialmente eficiente para os executivos focarem apenas na maximização de valor para os acionistas? Para tanto, Friedman assumiu um conjunto de premissas subjacentes:

i. A economia opera em regime de concorrência perfeita. O empresário friedmaniano não tem qualquer poder de alterar os termos de troca, ele é *price taker* e também *rule taker*. Sendo assim, “é difícil argumentar

que ele tenha qualquer tipo de ‘responsabilidade social’, a não ser aquela comum a qualquer cidadão de obedecer a lei de sua terra e de agir conforme sua ideia do que é correto”. Já a existência do monopólio, ao contrário, esse sim traz a questão da responsabilidade social, pois “o monopolista é visível e tem poder. É fácil argumentar que ele poderia descarregar seu poder não apenas para expandir seus próprios interesses, mas também para expandir fins sociais desejáveis” (Friedman, 1962).

ii. Os contratos são perfeitos. Ou seja, todos os demais stakeholders – empregados, clientes, fornecedores, credores – conseguem contratar adequadamente suas demandas e contingências, sendo assim, é legítimo que os acionistas se tornem os “residual claimers” dos resultados das companhias.

iii. Não há produção de externalidades negativas. Os governos atuam de forma efetiva para não deixar que as companhias produzam externalidades para a sociedade. Também está implícita a premissa de que os governos e reguladores não podem ser capturados pelos empresários, até porque estamos em regime de concorrência perfeita onde os agentes não possuem o tamanho necessário para este tipo de atuação.

Ao enfatizar as premissas necessárias para que seu argumento se sustente, Friedman mostra que as companhias só deveriam se afastar do objetivo intencional de maximização de lucros onde essas proposições

Dynamo Cougar x Ibovespa *Rentabilidade em R\$ até outubro de 2024*

Período	Dynamo Cougar	Ibovespa*
120 meses	227,5%	137,4%
60 meses	33,3%	21,0%
36 meses	6,0%	25,3%
24 meses	13,6%	11,8%
12 meses	20,6%	14,6%
No ano (2024)	2,4%	-3,3%
No mês (Outubro)	-0,5%	-1,6%

(*) Ibovespa Fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo.

forem violadas. Dentro desses limites, o valor gerado pela companhia equivale ao aumento de bem-estar de seus acionistas. Já que ninguém parece ser afetado negativamente, esse valor corresponde também ao ótimo-social. Obedecidas essas condições, seria socialmente eficiente que os administradores focassem apenas na tarefa de maximizar valor para os acionistas. E assim, Friedman propõe seu Teorema da Separação: companhias deveriam tratar de ganhar dinheiro; indivíduos e governos cuidam das questões ético-sociais.

Acontece que cinquenta anos depois, essas premissas dificilmente se sustentam quando confrontadas com a realidade. Os oligopólios e monopólios estão por toda a parte, os contratos estão longe de serem completos, haja visto o enorme volume de litigâncias e indenizações, as companhias produzem frequentemente externalidades negativas e algumas adquiriram escala suficiente para capturar governos e reguladores.

“As companhias são maiores, mais complexas e ainda mais poderosas do que eram nos anos 1970 e começos de 1980 quando o paradigma tradicional se estabeleceu” (Hart & Zingales, 2022). As atividades que geram lucros para as companhias são as mesmas que provocam estragos, elas não podem ser separadas como supõe o conhecido Teorema. Em um mundo mais populoso e interligado, a importância das externalidades aumentou, ao mesmo tempo em que a capacidade de os governos lidarem com elas parece ter diminuído. Quando o problema de captura do governo e dos órgãos reguladores pelas grandes companhias se agrava, as instâncias públicas já não são mais capazes de internalizar adequadamente as externalidades. No tema do clima, isso é ainda mais contundente pois trata-se de um fenômeno global com consequências intergeracionais. Conforme tratamos na Carta Dynamo 113, a questão estaria bem endereçada se tivéssemos uma taxação que abrangesse todos os agentes e geografias. Contudo, sabe-se da enorme dificuldade na implementação de um mercado global de preço de carbono. Além disso, estamos diante de externalidades muitas vezes difíceis de ser endereçadas. No caso da poluição, por exemplo, os acionistas enfrentariam problemas de coordenação para limpar o estrago e, mesmo se conseguissem, o custo de reparar seria bem superior ao de poluir. Sabe-se que os gases de efeito estufa permanecem na atmosfera por centenas a milhares de anos e que, na temática da biodiversidade, as perdas impostas aos ecossistemas tendem a ser irreversíveis. É claro que nessas circunstâncias o bem-estar dos

acionistas (e da sociedade como um todo) não mais se equivale à riqueza produzida pela empresa e reconhecida em seu valor de mercado.

Neste ambiente, as premissas básicas que sustentavam o modelo friedmaniano não mais se verificam em toda sua extensão. A presença de externalidades negativas advindas da atuação das companhias rompe a identidade de que o benefício social produzido pelas companhias e capturado pelo seu valor de mercado seria Pareto-ótimo, ou seja, se transforma em ganho para a sociedade na mesma proporção. Alguns acionistas percebendo esses “excessos” corporativos podem decidir endereçar a origem dessas externalidades, mesmo que isso suponha alguma contrapartida nos resultados financeiros. Diferente dos resultados da Carta anterior, quando os hidrocarbonetos estavam no centro das atividades operacionais das companhias de energia e respondiam por parte substancial dos resultados financeiros, em outros setores, onde os *trade offs* se mostram menos agudos, os ponteiros das votações nesta última safra de assembleias em movimento parecem indicar sintomas de que alguns acionistas estão dispostos a enfrentar esta realidade. Quando as externalidades são importantes e os acionistas manifestam preocupações pró-sociais, Hart & Zingales propõem que o objetivo a ser perseguido pela companhia seria não mais maximizar valor financeiro, mas “utilidade” ou “bem-estar” dos acionistas, ampliado por essas preferências sociais. A sugestão de certa forma implica uma mudança de paradigma, ainda que preservando o pilar central da primazia do acionista.

Interessante que o próprio Friedman em momento algum defendeu que os acionistas não poderiam perseguir preferências sociais mais amplas. O que Friedman não admitia, dentro de sua compreensão da empresa como um nexo de contratos perfeitos, era que outros participantes pudessem impor aos acionistas essas responsabilidades ou objetivos diferentes. Ou seja, o entendimento de que os acionistas têm a prerrogativa de perseguir uma função-objetivo dilatada, incluindo considerações éticas e sociais, jamais foi questionado. Para tanto é preciso que eles possam expressar espontaneamente essas vontades nas assembleias e que os administradores possam executar os resultados deste desejo da maioria sem o constrangimento legal de que estão indo de encontro às suas obrigações

fiduciárias. Percepção que ainda parece prevalecer na jurisprudência americana.

Em sua essência original, o movimento *ESG* consiste em uma expressão das preferências sociais que se atualizam ao longo do tempo. Trata-se de uma manifestação particular destas escolhas através da qual companhias e investidores buscam alinhar suas ações incorporando em suas estratégias de negócios e políticas de investimentos princípios amplificados de maior sustentabilidade ambiental, justiça social e padrões mais elevados de governança. Quando as preferências sociais se expandem, o espaço admissível para produção de externalidades negativas se contrai em igual proporção. Todo avanço do entendimento *ESG* supõe um aumento proporcional da intolerância aos efeitos das externalidades resultantes das atividades das companhias⁶. E assim, as práticas de expropriação e assimetrias de direitos entre acionistas que vivenciamos na militância de governança na primeira década de existência da *Dynamo*, seriam hoje completamente inaceitáveis – (*G* - governança). Tomando a década de 1970 como referência por exemplo, até então, menos da metade dos trabalhadores americanos eram cobertos por planos de aposentadori e apenas nessa época as normas de saúde e segurança do trabalho foram detalhadas. No Brasil, foi quando foram instituídas atualizações no direito a férias na CLT (Decreto-Lei n. 1.535/77) – (*S* - social). Da mesma forma, apenas nesta década de setenta os americanos estabeleceram regras federais mais rígidas de controle de poluição do ar, das águas, de resíduos e substâncias tóxicas. Igualmente no Brasil, foi nesse período que as empresas responsáveis por atividades poluidoras se tornaram obrigadas a prevenir e corrigir os prejuízos provocados ao meio ambiente (Decreto-Lei n. 1.413/75) – (*E* - ambiental). Ou seja, liberalidades corriqueiras há cinquenta anos, hoje seriam consideradas não apenas condutas inadmissíveis sob a ótica *ESG*, mas até mesmo violações sujeitas a enquadramento criminal.

Sabemos que as companhias precisam concentrar foco nos imperativos de seus negócios, impostos por

6 Estudos empíricos corroboram esta proposição encontrando uma forte assimetria na maneira pela qual as externalidades sociais impactam as atitudes de risco dos indivíduos: investidores parecem muito mais inclinados a evitar externalidades negativas do que perseguir externalidades positivas (Humphrey et al., 2021)

ambientes altamente competitivos. E que isso, por vezes, se os incentivos não estiverem bem alinhados, pode estimular decisões não completamente convergentes com a sustentabilidade de longo prazo ou com o alto custo de se manter ileso a franquia reputacional. Não podemos ser ingênuos e imaginar que estaremos sempre em um ambiente ganha-ganha. Esses casos são óbvios. O problema reside nas situações de *trade offs* onde há conflitos entre maximizar o desempenho financeiro hoje e construir algo mais resiliente no futuro. Na linha do que argumentamos, a questão das externalidades é uma clivagem central em nosso entendimento e forma de atuação.

Na Carta passada, com as lentes mais fechadas no setor de energia, ao analisarmos a dinâmica das discussões societárias, constatamos o predomínio de uma visão pragmática, quando companhias, administradores e acionistas demonstram resistência para sacrificar desempenho financeiro hoje a fim de avançar na descarbonização e contribuir para o bem-estar coletivo futuro. Observamos que se trata de uma expressão típica do problema da ação coletiva. Quando saímos deste ambiente onde o *trade off* se apresenta mais explícito, constatamos que as iniciativas de enfrentamento dos desafios climáticos em diversas dimensões do tecido social começam a reverberar também entre acionistas, quando nesta última safra de assembleias de grandes *corporations* foram registradas votações substanciais de apoio em matérias ambientalmente sensíveis.

Em paralelo à crescente manifestação de comportamentos mais pró-sociais entre algumas categorias de acionistas, sugestões de reformas no regime de governança e eventualmente na lei societária, que surgiram primeiramente no meio acadêmico, passaram a transitar entre reguladores. Tudo isso é muito recente. Nesta Carta, tentamos fazer uma breve síntese dessas discussões que ocorrem na fronteira de geografias distantes da nossa, mas que muito nos interessam, sendo objeto de contínuas discussões aqui na *Dynamo*. Conforme já dissemos anteriormente, nessa temática *ESG*, sem jamais descuidar do *S*, nem muito menos do *G*, sempre presente em nossa atuação, temos procurado concentrar esforços na dimensão ambiental (*E*) pela maior sensibilidade do nosso portfólio aos impactos das transformações que já estão ocorrendo. Desde o início, encaramos com cautela e introspecção o apelo da “onda” do acrônimo, lembrando que o investidor paciente já incorpora em seu modelo mental e *modus operandi* a sustentabilidade como elemento fundamental. Naturalmente, a partir de então, seguimos ampliando horizontes nesse vastíssimo universo

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Rentabilidade em US\$*)

Período	DYNAMO COUGAR		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%
2019	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%
2020	-2,2%	30.886,1%	-20,2%	679,0%
2021	-23,0%	23.762,3%	-18,0%	538,9%
2022	-7,8%	21.899,9%	12,0%	615,4%
2023	32,1%	28.965,0%	31,8%	842,8%
2024***	-14,2%	24.840,8%	-19,0%	663,6%

(*) Tendo em vista se tratar de um Fundo existente desde 1993, os valores foram convertidos para dólar (US\$) como forma de expurgar a volatilidade da moeda brasileira ao logo do período e, dessa forma, minimizar o risco de possíveis interpretações equivocadas do leitor em uma decisão de investimento/desinvestimento. O Dynamo Cougar é um fundo de investimento em cotas de fundo de investimento em ações e está fechado para captação. (**) Ibovespa fechamento. O índice é apresentado para mera referência econômica e não constitui meta ou parâmetro de performance do Fundo. (***) Rentabilidade até outubro de 2024.

léxico que passamos a compreender melhor e a respeitar ainda mais. Este texto é mais um capítulo nessa jornada.

Na qualidade de investidor de longo prazo, nosso papel de engajamento consiste em despertar sensibilidades e sugerir alternativas para o tratamento das eventuais externalidades produzidas pelas companhias em nosso portfólio, tendo presente que, como o problema climático-ambiental se apresenta urgente e se agrava exponencialmente, o custo de oportunidade da procrastinação torna-se elevado.

Rio de Janeiro, 4 de novembro de 2024.

Informações adicionais:

- **Data de Início:** 01/09/1993
- **Objetivo:** Proporcionar aos cotistas valorização real de suas cotas a médio e longo prazo, mediante aplicação de, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido em cotas do Dynamo Cougar Master Fundo de Investimento em Ações ("Fundo Master")
- **Público-alvo:** Investidores qualificados
- **Status:** Fechado para aplicações
- **Carência para resgate:** 12 meses de carência ou taxa de liquidez de 3% para resgates dentro deste período*
- **Cota de Resgate:** D+12 (corridos)*
- **Pagamento do Resgate:** D+2 (úteis) da conversão da cota*
- **Tributação aplicável:** Renda variável
- **Classificação Anbima:** Ações Livre
- **Taxa de administração:** 1,90% ao ano no Fundo + 0,10% ao ano no Fundo Master
- **Taxa de Performance:** 15% do que exceder IPCA + IMAB*
- **Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 (doze) meses:** R\$ 6.026,6 milhões.

(*) Veja descrição detalhada no regulamento.

Para mais informações sobre a Dynamo, sobre o Dynamo Cougar ou para comparar a performance do Fundo com diversos índices, em períodos específicos, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Dynamo Cougar ou de qualquer outro fundo, nem tampouco como uma recomendação de investimento ou desinvestimento em nenhum dos valores mobiliários citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões e podem mudar a qualquer momento, sem necessidade de aviso. As informações contidas neste documento são, no melhor entendimento da Dynamo, materialmente precisas. Não obstante, a Dynamo não se responsabiliza por eventuais erros, omissões ou imprecisões nas informações divulgadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada é líquida das taxas de administração e performance, mas não é líquida de impostos, ajuste de performance e taxa de saída, caso aplicáveis. O investimento em fundos de investimentos apresenta riscos. Leia cuidadosamente o regulamento antes de investir. O regulamento do Dynamo Cougar está disponível na página da Dynamo na rede mundial de computadores em www.dynamo.com.br. Os investimentos em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Supervisão e Fiscalização: Comissão de Valores Mobiliários – CVM Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (21) 2512-9394 – Contato: dynamo@dynamo.com.br