



**Universidade do Estado do Rio de Janeiro**

Centro de Ciências Sociais

Faculdade de Direito

João Zanine Barroso

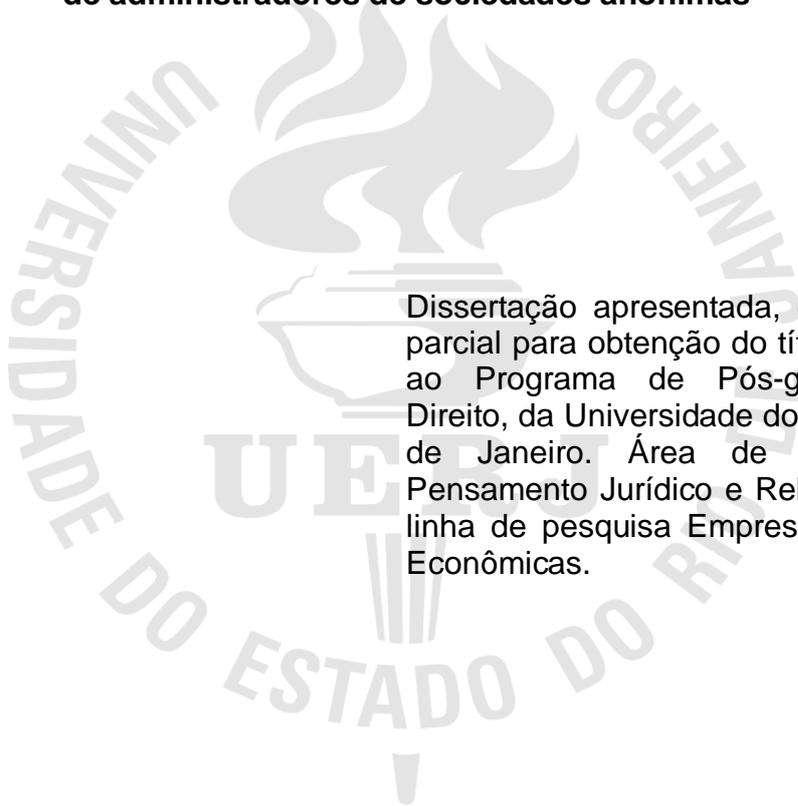
**A sustentabilidade ambiental e social como fundamento da atuação  
fiduciária de administradores de sociedades anônimas**

Rio de Janeiro

2023

João Zanine Barroso

**A sustentabilidade ambiental e social como fundamento da atuação fiduciária  
de administradores de sociedades anônimas**



Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de Concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais, linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo da Silva Sant'Anna.

Rio de Janeiro

2023

CATALOGAÇÃO NA FONTE  
UERJ/REDE SIRIUS/BIBLIOTECA CCS/C

B277

Barroso, João Zanine.

A sustentabilidade ambiental e social como fundamento da atuação fiduciária de administradores de sociedades anônimas / João Zanine Barroso. - 2023.

70 f.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo da Silva Sant'Anna.  
Dissertação (Mestrado). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

1. Direito empresarial - Teses. 2. Sociedades comerciais – Teses. 3. Responsabilidade social – Teses. I. Sant'Anna, Leonardo da Silva. II. Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Faculdade de Direito. III. Título.

CDU 349.6

Bibliotecária: Marcela Rodrigues de Souza CRB7/5906

Autorizo, apenas para fins acadêmicos e científicos, a reprodução total ou parcial desta tese, desde que citada a fonte.

---

Assinatura

---

Data

João Zanine Barroso

**A sustentabilidade ambiental e social como fundamento da atuação fiduciária  
de administradores de sociedades anônimas**

Dissertação apresentada, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre, ao Programa de Pós-graduação em Direito, da Universidade do Estado do Rio de Janeiro. Área de Concentração: Pensamento Jurídico e Relações Sociais, linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas.

Aprovada em 27 de março de 2023

**Banca Examinadora:**

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Leonardo da Silva Sant'Anna (Orientador)  
Faculdade de Direito – UERJ

---

Prof. Dr. Enzo Baiocchi  
Faculdade de Direito – UERJ

---

Prof.<sup>a</sup> Dra. Taissa Salles Romeiro  
Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro

2023

## DEDICATÓRIA

Para Déa e Jorge.

## **AGRADECIMENTOS**

O presente trabalho representa o fim de um ciclo cuja conclusão somente foi possível com a colaboração de pessoas importantes.

Em primeiro lugar, e como de costume, agradeço àqueles sem os quais nada disso seria possível: Déa e Jorge. Obrigado por tudo. Agradeço também ao Joaquim Pedro, a quem desejo sucesso na busca incessante do imperativo do ócio.

Ao Professor Leonardo da Silva Sant'Anna, por todo o apoio desde o primeiro dia do curso de mestrado na Universidade do Estado do Rio de Janeiro até hoje. À Professora Norma Parente minha eterna gratidão por abrir as portas da academia e por todo o carinho durante a faculdade de direito na Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Agradeço também aos amigos Higor Biana e Emiliano Gomes pela parceria construídas nos últimos 10 anos de convivência diária na Praia de Botafogo.

(...) large corporation these days not only may engage in social responsibility,  
it had damn well better try to do so.

*Paul Samuelson*

## RESUMO

BARROSO, João Zanine. *A Sustentabilidade Ambiental e Social como Fundamento da Atuação Fiduciária de Administradores de Sociedades Anônimas*. 2023. 70 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023.

O presente trabalho examina a utilização de pressupostos de responsabilidade social corporativa e outros fatores não econômicos como fundamento da atuação fiduciária de administradores de sociedades empresárias. Para tanto, a pesquisa aborda a transformação do capitalismo contemporâneo sob o recorte da responsabilidade social corporativa, com base no histórico de sua evolução desde o final do século XIX até os dias atuais. Em seguida, são analisadas a *shareholder value theory* e a *stakeholder theory*, enquanto principais teorias contemporâneas da ética normativa empresarial, que tratam da discussão a respeito da necessária ponderação de interesses que orbitam a sociedade empresária. Na seção seguinte, após um introito sobre a teoria dos custos de agência, são discutidos os deveres fiduciários impostos a administradores de sociedades empresárias. Feitas essas considerações, a função social da empresa será tratada como materialização da função social da propriedade no direito empresarial. Por fim, o estudo investiga em que medida os administradores podem ou devem utilizar suas prerrogativas para privilegiar aspectos não financeiros da empresa, mesmo que isso implique custos adicionais. A análise é balizada pela regra de decisão negocial, oriunda da experiência norte-americana, e sua correspondência na legislação empresarial brasileira. Conclui-se que a utilização de imperativos ambiental e socialmente responsáveis como baliza para atuação fiduciária de administradores de sociedades empresárias não representa isoladamente a quebra de deveres fiduciários, ainda que imponha custos não recuperáveis ou cause prejuízos à companhia.

Palavras-chave: Direito empresarial; sociedades anônimas; deveres fiduciários; dever de diligência; dever de lealdade; função social da propriedade; função social da empresa; responsabilidade social corporativa; teoria da agência; responsabilidade social e ambiental.

## ABSTRACT

BARROSO, João Zanine. *The Environmental and Social Sustainability as Grounds for the Company Fiduciary Management*. 2023. 70 f. Dissertação (Mestrado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2023.

This work examines the use of corporate social responsibility assumptions and other non-economic factors as the basis for the fiduciary duties of business corporation directors. To this end, the research addresses the transformation of contemporary capitalism through the lens of corporate social responsibility, tracing its historical evolution from the late 19th century to the present day. Subsequently, it analyzes the shareholder value theory and the stakeholder theory, which discuss the necessary balancing of interests surrounding the corporation as the main contemporary theories of normative business ethics. The next section, after an introduction about the agency theory, discusses the fiduciary duties imposed on corporate directors. With these considerations in mind, the social function of the company is examined as the materialization of the social function of property in corporate law. Finally, the study investigates to what extent directors may or should exercise their prerogatives to prioritize non-financial aspects of the company, even if this entails additional costs. The analysis is guided by the business judgment rule, derived from U.S. legal experience, and its correspondence in Brazilian corporate law. The conclusion is that using environmentally and socially responsible imperatives as a guideline for the fiduciary duties of corporate directors does not, in itself, constitute a breach of fiduciary duties, even if it imposes non-recoverable costs or causes financial losses to the company.

Keywords: Corporate law; corporation; fiduciary duties; duty of care; duty of loyalty; social function of property; social function of the company; corporate social responsibility; agency theory; social and environmental sustainability.

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ESG	<i>Environmental, Social and Governance</i>
CSR	<i>Corporate Social Responsibility</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Lei das S.A.	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976

## SUMÁRIO

	<b>INTRODUÇÃO</b> .....	10
1	<b>NOVO PARADIGMA DA EMPRESA: A BUSCA PELO CAPITALISMO RESPONSÁVEL</b> .....	14
1.1	Breve histórico da responsabilidade social corporativa.....	15
1.2	<i>Shareholder value theory versus Stakeholder theory</i> .....	23
2	<b>ATUAÇÃO FIDUCIÁRIA DOS ADMINISTRADORES SUSTENTADA NA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA</b> .....	31
2.1	A Teoria dos custos de agência.....	31
2.2	Os Deveres fiduciários dos administradores.....	33
2.3	Os Contornos da Propriedade e sua Função Social.....	40
2.4	Função social da empresa e responsabilidade civil dos administradores.....	44
2.4.1	<u>O exame da responsabilidade civil do administrador sob a ótica da <i>business judgment rule</i></u> .....	44
2.4.1.1	<i>A business judgment rule</i> .....	46
2.4.1.1.1	A ocorrência de uma decisão negocial.....	48
2.4.1.1.2	O desinteresse e independência do administrador.....	49
2.4.1.1.3	A atuação diligente.....	51
2.4.1.1.4	A boa-fé.....	52
2.4.1.2	Correspondência da regra na lei brasileira.....	53
2.4.1.3	Aplicação da <i>business judgment rule</i> à tomada de decisões ambientais e socialmente responsáveis que representem custos financeiros não recuperáveis ou causem danos à companhia .....	57
	<b>CONCLUSÃO</b> .....	65
	<b>REFERÊNCIAS</b> .....	67

## INTRODUÇÃO

Desde a criação das primeiras grandes corporações no início do século XVII, a maneira como as entidades empresárias lidam com os fatores econômicos e não econômicos relacionados às suas atividades passou por uma série de transformações, que moldaram não apenas seu desenho institucional, mas também o curso da sociedade na qual se inseriam.

Na era das grandes navegações, por exemplo, as rotas de comércio estabelecidas pela Companhia Britânica das Índias Orientais foram determinantes para o desenvolvimento de regiões na costa oeste africana e para a eclosão de conflitos armados no atual território indiano.

No século XVIII, os impactos da primeira revolução industrial foram responsáveis por alterar a demografia das nações europeias, culminando no crescimento desordenado dos grandes centros urbanos, na precarização da mão-de-obra e no nascimento dos primeiros movimentos proletários unionistas.

Com a massificação contemporânea do consumo, o salto tecnológico viabilizado pela segunda e pela terceira revoluções industriais e o surgimento de corporações com atuação intercontinental e poder econômico superior a pequenas nações, as externalidades geradas pelo exercício da atividade empresarial, que antes tinham impacto regional limitado ao âmbito geográfico de sua atuação, passaram a afetar interesses difusos e de difícil delimitação.

Somente no final do século XX, contudo, acadêmicos do fenômeno econômico e empresarial começaram a dedicar-se a investigar de maneira ordenada o espectro da responsabilidade das corporações pelas externalidades causadas por suas atividades. Atualmente, a maneira como sociedades empresárias tratam fatores não econômicos relacionados a aspectos sociais e ambientais de suas atividades tem ganhado o centro das discussões a respeito dos novos contornos do capitalismo.

Confirmando essa assertiva, o tema foi o principal assunto discutido em janeiro de 2020 no Fórum Econômico Mundial, em Davos, na Suíça.

Não por acaso, as cartas anuais aos CEO's dos anos de 2020 a 2023 publicadas pelo fundador da gestora global de investimentos BlackRock, Laurence Fink, trataram sobre como a adoção de medidas de impacto social, climático e de transparência é pressuposto de perenidade das sociedades nas quais seus fundos de investimentos pretendem alocar recursos.

A partir da segunda década do século XXI, o setor de financiamento para empresas que adotam práticas ESG – como ficaram conhecidas as iniciativas relacionadas a aspectos ambientais, sociais e de governança – passou a representar parcela relevante dos mercados globais de dívida e de *equity*.

De acordo com ESTY e CORT<sup>1</sup>, o mercado de *green bonds* saltou de US\$ 2.6 bilhões, em 2012, para US\$ 257.7 bilhões, em 2019. Além disso, análise realizada pela Ernst & Young aponta que os dez maiores bancos europeus se comprometeram a, sozinhos, alocar aproximadamente US\$ 1.5 trilhões em aplicações de impacto ambiental até 2030.

Tais números apenas corroboram que levar em consideração fatores sociais, ambientais e de governança não é mais uma faculdade para organizações que pretendem acessar determinados mercados de financiamento. E os administradores das sociedades empresárias devem estar atentos a essa premissa no desempenho de seus deveres fiduciários.

Se por um lado, a adoção de práticas ESG está atualmente em linha com a geração direta de valor e, portanto, em harmonia com o desempenho dos deveres fiduciários impostos aos administradores, alicerçar a adoção dessas mesmas práticas tão somente na situação presentemente posta pelo mercado significa que a sua legitimidade, enquanto fundamento da atuação fiduciária, deixará de ser válida caso a demanda de mercado não mais as valorize no futuro.

A preocupação de administradores com externalidades dessa natureza, contudo, está longe de ser um produto do alinhamento casuístico de interesses do mercado financeiro e de capitais.

---

<sup>1</sup> ESTY, Daniel C.; Cort, Todd. *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting*. New Haven: Palgrave Macmillan, 2020.

Não é de hoje que é vista como ultrapassada a concepção segundo a qual a única função da empresa é maximizar retornos aos seus sócios. É cada vez mais difundido o entendimento de que o exercício sustentável da empresa exige que os interesses de outros *stakeholders*, além de seus sócios, sejam levados em consideração. Afinal, o exercício da empresa, tal qual outras manifestações da propriedade na ordem econômica, deve respeitar os limites constitucionalmente impostos pela sua função social.

Não por acaso, tal preceito foi recepcionado pelo legislador na elaboração da lei societária pátria, cujo parágrafo único do artigo 116 prevê, por exemplo, que o poder de controle deve ser utilizado para fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social. No mesmo diapasão, o caput do artigo 154 da Lei n. 6.404/76 estabelece que os administradores de sociedades anônimas devem satisfazer as exigências do bem público e da função social da empresa no desempenho de suas atribuições.

O exercício da empresa de modo socialmente responsável – de forma que considere os interesses difusos afetados pela atividade empresarial, a existência digna e os ditames da justiça social – é a expressão do princípio geral da ordem econômica constitucionalmente positivado no inciso III, do artigo 170 da Constituição da República.

A adoção da função social como preceito norteador do exercício da atividade empresária, todavia, é produto de um processo histórico que deriva da construção do conceito contemporâneo de propriedade, influenciado por Duguit<sup>2</sup>, cuja concepção rompe com a ideia de direito absoluto, impondo ao seu detentor o *múnus* de utilizá-la para cumprir sua função social.

A existência de uma função social, no entanto, não pode obrigar que os atributos da propriedade sejam subvertidos de modo que esta não mais sirva aos interesses do seu titular. Em se tratando de sociedades empresárias, contudo, a gestão não é exercida diretamente pelo proprietário, mas por administradores

---

<sup>2</sup> LOPES, Ana Frazão de Azevedo. Empresa e propriedade: função social e abuso do poder econômico. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 122.

fiduciários. Por esse motivo, a análise da conduta destes agentes se torna relevante no exame das balizas da função social no exercício da empresa.

Considerando que, por um lado, o principal interesse do proprietário consiste na maximização de valor, e, por outro, o exercício da empresa presume a consideração de outros interesses que não apenas os de seus sócios, releva investigar se – e em que grau – os deveres fiduciários dos administradores comportam a consideração imperativos sociais e ambientais em detrimento dos interesses de seus titulares.

À vista do exposto, o presente estudo tem como objetivo examinar o fundamento da utilização de preceitos de responsabilidade corporativa ligados a fatores ambientais e sociais como balizadores da atuação de administradores de sociedades empresárias.

Para tanto, em primeiro lugar, será explanado um breve histórico do surgimento e evolução da responsabilidade social corporativa a fim de investigar seus fundamentos e delinear suas bases. Em seguida, serão discutidas as principais teorias normativas da ética empresarial, denominadas *shareholder theory* e *stakeholder theory*, como base teórica para discussão a respeito dos interesses que devem ser considerados no exercício da administração fiduciária. Posteriormente, serão examinados temas atinentes à relação agente-principal aplicadas à administração fiduciária da empresa. Ao fim, a utilização dos preceitos de responsabilidade social e ambiental corporativa como balizadores da atuação de administradores de sociedades empresárias será analisada sob a ótica dos padrões de conduta deles esperados.

## 1 NOVO PARADIGMA DA EMPRESA: A BUSCA PELO CAPITALISMO RESPONSÁVEL

Nos últimos anos, a atuação da empresa de maneira social e ambientalmente responsável tem ganhado relevância não apenas no mercado de capitais, mas também nas discussões da academia a respeito do modelo capitalista contemporâneo. Esse tema, no entanto, está longe de ser inédito. Desde o século XIX, a exploração responsável da atividade empresarial vem sendo construída como alternativa sustentável ao modelo clássico de gestão da empresa.

Apesar de novos termos terem sido cunhados nos últimos anos, a discussão é travada sob a égide de outros motes há mais de um século.

A terminologia contemporânea relativa à atuação responsável no exercício da empresa orbita em torno de dois principais conceitos, quais sejam o de responsabilidade social corporativa (conhecida como CSR, em referência ao termo na língua inglesa) e o de ESG, que, apesar de representarem termos análogos, designam conceitos distintos.

Embora não possua uma definição universal, a CSR costuma designar um conjunto de iniciativas voltadas para o âmbito interno da sociedade empresária, através da construção de identidade e cultura corporativas sensíveis a temas sociais e ambientais. Assim, as práticas de CSR tem caráter intrínseco aos próprios objetivos sociais. Trata-se do estabelecimento dos valores e objetivos metafinanceiros do negócio.

Conforme aponta MELÉ<sup>3</sup>, em 1999 já havia mais de 25 definições distintas para CSR, algumas de caráter abrangente e outras mais restrito. Ainda segundo MELÉ<sup>4</sup>, as principais teorias a respeito da CSR podem ser divididas em quatro vertentes teóricas: Performance Social Corporativa, Capitalismo Fiduciário (ou *Shareholder Value Theory*), *Stakeholder Theory* e Cidadania Corporativa.

---

<sup>3</sup> MELÉ, Domènec. Corporate Social Responsibility Theories. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press. 2008. p. 48.

<sup>4</sup> Ibidem, p. 48.

Já o conceito de ESG – sigla na língua inglesa para “ambiental, social e governança” – representa o método mensuração padronizado de aspectos ambientais, sociais e de governança relacionados à condução da atividade empresarial.

Trata-se de ferramenta utilizada por investidores, financiadores e demais agentes de mercado para mensurar o grau de risco do negócio relacionado a fatores ambientais, sociais e de governança.

Se por um lado a CSR refere-se a preceitos qualitativos voltados a gerar externalidades positivas, o ESG está associado à mensuração quantitativa e sistematizada de indicadores auditáveis e comparáveis.

Sem prejuízo dessas distinções, para os propósitos deste trabalho, os termos CSR e ESG poderão ser utilizados de maneira intercambiável, uma vez que ambos compartilham a característica essencial de promover a gestão empresarial de maneira social e ambientalmente sustentável. Esse aspecto será o foco da análise sobre a atuação fiduciária dos administradores quando tais práticas resultarem em custos não recuperáveis para a empresa.

## **1.1 Breve histórico da responsabilidade social corporativa**

A responsabilidade social na condução da atividade empresarial é debatida desde a Revolução Industrial, antecedendo, inclusive, a hegemonia do modelo corporativo como padrão do exercício da empresa.

Ainda que o termo *responsabilidade social corporativa* tenha sido cunhado principalmente com base na experiência empresarial da segunda metade do século XX, a segunda metade do século XIX e a primeira metade do século XX são de especial relevância para compreensão do processo histórico que resultou na sua formatação.

A esse respeito, são valiosos os dados reunidos por CARROL<sup>5</sup> sobre o histórico da responsabilidade social corporativa, e que servem como referencial teórico para a presente seção.

Ao examinar a experiência empresarial da segunda metade do século XIX, CARROL<sup>6</sup> relata ser incontroversa a preocupação da classe empresária com a classe proletária. A controvérsia, no entanto, repousa na dúvida a respeito de se tais desígnios seriam fundamentados em preocupações autênticas com o estado de bem-estar dos trabalhadores ou tão somente com os retornos de produtividade a eles associados.

Para CARROL<sup>7</sup>, é impossível determinar o propósito de tais iniciativas, que envolviam desde a criação de hospitais e manutenção de casas de banho, até a construção de templos religiosos, instalações recreacionais e concessão de participação nos resultados sociais. É certo, no entanto, que a maior parte delas habitava o limite impreciso que interseccionava a necessidade dos detentores do capital de mitigar riscos sindicais e a promoção de imperativos humanitários e filantrópicos, sem deixar de considerar, contudo, a continuidade do negócio.

Além disso, em concomitância com a adoção de medidas voltadas ao bem-estar dos trabalhadores, CARROL<sup>8</sup> relata que este mesmo período foi marcado pelo surgimento de grandes obras filantrópicas capitaneadas por nomes como Stephen Girard, John Rockefeller e Andrew Carnegie. Não é possível determinar, contudo, se tais obras eram fruto da responsabilidade social promovida pelas corporações sob o seu comando ou se se tratava de filantropia pessoal.

Fato é que, já naquele período, a utilização dos recursos da empresa para a prática de atos socialmente responsáveis, que não tivessem como propósito contrapartidas financeiras diretas, suscitava controvérsias jurídicas.

---

<sup>5</sup> CARROL, Archie B. *A History of Corporate Social Responsibility: concepts and Practices*. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press, 2008.

<sup>6</sup> Ibidem, p. 20.

<sup>7</sup> Ibidem, p. 21.

<sup>8</sup> Ibidem, p. 23.

Para ilustrar esta controvérsia, CARROL<sup>9</sup> cita a jurisprudência da Grã-Bretanha e dos Estados Unidos da América, ao retratar dois casos emblemáticos.

O primeiro caso, *Hutton v West Cork Railway Co* [1883] 23 Ch D 654, julgado em 1883 pelo Tribunal de Apelação da Inglaterra e País de Gales, versa sobre a compensação de empregados pela perda de seus empregos em decorrência da dissolução da *West Cork Railroald Company*. Na decisão proferida pelo Tribunal de Apelação, foi reconhecido que a caridade (assim entendida pelo Tribunal) não deveria pautar a atuação dos administradores e, portanto, não poderia ser fundamento para o dispêndio dos recursos da sociedade empresária.

Chama a atenção na decisão o fato de ter sido considerado que, embora legítima a ponderação dos interesses dos empregados na condução dos negócios sociais, tais interesses devem ser contemplados tão somente na extensão em que beneficiem a geração de valor vinculada à continuidade da empresa. No entanto, como a *West Cork Railway Company* estava em processo de liquidação, não havia que se falar em continuidade do negócio e, conseqüentemente, na ponderação dos interesses dos empregados.

Esse entendimento denota que, ao menos para do Tribunal de Apelação da Inglaterra e País de Gales de 1883, a responsabilidade social corporativa deveria ser utilizada como instrumento utilitário para geração de valor aos sócios da empresa, e não um fim e si mesma. Sendo assim, considerando que a sociedade empresária havia encerrado as suas atividades, os interesses dos empregados não deveriam ser levados em conta na destinação do acervo líquido.

O segundo caso citado por CARROL<sup>10</sup>, *Henry W.T. Steinway v . Steinway Sons et al.*, 17 Misc. 43, 40 N.Y.S. 718 (N.Y. Sup. Ct. 1896), foi julgado em 1896 pela Suprema Corte do Estado de Nova Iorque, e envolve a alegação feita por acionistas da fabricante de pianos Steinway Sons de que seus administradores estariam praticando atos *ultra vires* com a aquisição de terras para construção de infraestrutura urbana para seus empregados, incluindo casas populares, uma igreja, uma biblioteca

---

<sup>9</sup> CARROL, Archie B. *A History of Corporate Social Responsibility: concepts and Practices*. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press, 2008. p. 21.

<sup>10</sup> *Ibidem*, p. 22.

e uma escola pública. Neste caso específico, a Suprema Corte do Estado de Nova Iorque entendeu que tais atos não ultrapassariam os limites do propósito social estatutariamente estabelecidos para a Setinway e Sons. Isto porque, embora o fornecimento de infraestrutura urbana não integrasse a atividade fim do negócio, tratava-se de atividade incidental destinada a promover os meios necessários para a consecução do objeto principal da sociedade empresária.

Chamam atenção na decisão proferida pela Suprema Corte do Estado de Nova Iorque as ponderações tecidas a respeito dos benefícios que esta prática proporcionava à empresa, tais como a mitigação de riscos sindicais, a atração de mão-de-obra qualificada, entre outros.

Observa-se que, ao menos na visão dos tribunais do final do século XIX, a legalidade do dispêndio de recursos empresariais em iniciativas de responsabilidade social corporativa parecia ser condicionada à perspectiva de retorno indireto de benefícios para a sociedade empresária.

Nas primeiras décadas do século XX, contudo, CARROL<sup>11</sup> aponta que o aquecimento da economia norte-americana experimentado no período pós Primeira Guerra Mundial permitiu a consolidação hegemônica de corporações cuja relevância social e poder econômico resultaram no estabelecimento de uma elite com influência absoluta.

Como decorrência, algumas corporações passaram a desempenhar papel determinante na formulação de políticas sociais e diretrizes de mercado, por vezes assumindo funções tipicamente estatais e estabelecendo unilateralmente as bases de construção das relações laborais.

Essa supremacia na dinâmica social e estatal acabou por atenuar os imperativos filantrópicos, humanitários e sociais que começavam a permear o exercício da atividade empresarial.

Conforme observado por CARROL<sup>12</sup>, este fenômeno poderia ter levado ao fim da responsabilidade social corporativa, se não fosse pela Grande Depressão de 1929.

---

<sup>11</sup> CARROL, Archie B. *A History of Corporate Social Responsibility: concepts and Practices*. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press, 2008. p. 23.

<sup>12</sup> *Ibidem*.

Este período foi responsável pela falência de parcela relevante das corporações norte-americanas e, como decorrência, pelo desemprego em massa e recessão econômica.

Ainda segundo CARROL<sup>13</sup>, tais eventos marcaram o início da fase histórica da responsabilidade social corporativa conhecida como *trusteeship management*. Nesse período, os administradores das corporações deixaram de ser vistos como meros representantes dos interesses dos acionistas e passaram a assumir uma função fiduciária em relação a outros agentes que orbitam a atividade empresarial, tais como empregados, consumidores e a comunidade em que atuam.

Esta mudança de paradigmas foi produto não apenas de uma maior difusão no controle das grandes corporações, mas também dos contornos de uma sociedade cada vez mais pluralística e consciente da relevância da justa determinação de suas bases distributivas.

A fase histórica subsequente, compreendida entre as décadas de 1950 e 1960, é classificada como o período de conscientização, durante a qual as corporações passaram a ter maior conhecimento de sua relevância social e, como decorrência, entender melhor as responsabilidades impostas perante aqueles com quem se relacionavam.

A primeira metade desta fase, abrangendo a década de 1950, foi marcada pelo crescimento do debate sobre a responsabilidade social corporativa. Embora poucos avanços tenham sido registrados nesse período, a sua relevância reside no fato de ter inserido o tema nas discussões estratégicas das grandes corporações, pavimentando o terreno para as discussões que se intensificariam na década seguinte.

Assim como a década anterior, os anos de 1960 não foram marcados por mudanças significativas a respeito da atuação socialmente responsável da empresa. Por outro lado, foi nessa década que os contornos do conceito de responsabilidade social corporativa começaram a ser delineados. Ainda que não exista uma definição

---

<sup>13</sup> CARROL, Archie B. *A History of Corporate Social Responsibility: concepts and Practices*. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press, 2008.

consensual até os dias atuais, o despertar de interesse da academia pelo tema contribuiu para o estabelecimento de um espectro mais concreto sobre ele.

Neste período, tentativas de capturar o conceito foram empreendidas por nomes como FREDERICK<sup>14</sup>, segundo o qual:

Social responsibility in the final analysis implies a public posture toward society's economic and human resources and a willingness to see that those resources are used for broad social ends and not simply for the narrowly circumscribed interests of private persons and firms.

E também por WALTON<sup>15</sup>, de acordo com quem:

In short, the new concept of social responsibility recognizes the intimacy of the relationships between the corporation and society and realizes that such relationships must be kept in mind by top managers as the corporation and the related groups pursue their respective goals.

A década de 1970 foi especialmente relevante para a delimitação do universo abrangido pela responsabilidade social corporativa. Nesse período, a produção acadêmica passou a dedicar-se à exemplificar questões abarcadas pelo conceito.

Temas como a contratação de minorias, conscientização ambiental, educação, entre outros, passaram a fazer parte do perímetro de engajamento das grandes corporações.

Adicionalmente, a promoção da responsabilidade corporativa passou a ter como base uma abordagem clássica de gestão empresarial, indicando uma mudança na relevância com que era percebida. Assim, as iniciativas de responsabilidade social passaram a ser promovidas com base na elaboração de planos de implementação, métricas de performance estruturadas e avaliação estrita.

Paralelamente, alguns países passaram a adotar leis exigindo que corporações sediadas em seu território ajustassem seu modelo de negócio a padrões mais rígidos em matéria ambiental, social, segurança no trabalho e outras áreas de impacto,

---

<sup>14</sup> FREDERICK, W.C. 'The growing concern over business responsibility', *California Management Review*, Vol. 2, 1960. p.54–61.

<sup>15</sup> WALTON, C.C. *Corporate social responsibilities*, Wadsworth, Belmont, California, 1967. p. 18.

inaugurando a exigência da responsabilidade social corporativa não apenas como uma faculdade, mas, ainda que de modo incipiente, como imposição legal.

Na década seguinte, o foco da discussão sobre responsabilidade social corporativa foi ofuscado pela produção acadêmica a respeito de temas tangentes, tais como performance social corporativa, promoção de políticas públicas, ética empresarial e *stakeholder theory*.

Como aponta CARROL<sup>16</sup>, no entanto, isto não significa que o interesse pela responsabilidade social corporativa tenha se extinguido, mas que passou a permear temas correlatos e ser contemplado através de modelos, conceitos e teorias complementares.

Ainda segundo CARROL<sup>17</sup>, é possível que a mais importante contribuição da década de 1980 para a responsabilidade social corporativa tenha sido o desenvolvimento da *stakeholder theory*, que assume que o exercício da empresa não deve levar em consideração apenas os desígnios de seus sócios, mas os interesses de um grupo mais amplo de indivíduos, tais como empregados, consumidores, fornecedores, comunidades, entre outros interessados que sejam de alguma forma por ela afetados.

A década de 1990, por sua vez, foi palco de expansão de outros temas, como a cidadania corporativa. Além disso, CARROL<sup>18</sup> aponta que a filantropia foi consideravelmente expandida, na medida em que surgiram cargos gerenciais dentro de corporações com atuação global, responsáveis por projetos relacionados a causas tidas como relevantes, como a promoção da educação, cultura e arte, saúde e direitos humanos<sup>19</sup>.

Nesse período, algumas corporações, cuja atuação até então se restringia a determinadas regiões geográficas, como a Patagonia, Inc. e The Body Shop, expandiram-se globalmente, em parte devido à adoção de práticas de responsabilidade social corporativa.

---

<sup>16</sup> CARROL, Archie B. *A History of Corporate Social Responsibility: concepts and Practices*. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press, 2008. p. 34.

<sup>17</sup> Ibidem, p. 35.

<sup>18</sup> Ibidem, p. 37.

<sup>19</sup> Ibidem, p. 38.

O cenário da responsabilidade social corporativa nas primeiras décadas do século XXI foi marcado por uma maior concentração na pesquisa empírica sobre o tema, em oposição à produção teórica dos períodos anteriores. Tais pesquisas, no entanto, se concentraram principalmente em assuntos relacionados à responsabilidade social corporativa, como a *stakeholder theory*, a sustentabilidade e a cidadania corporativa.

Muitas destas pesquisas empíricas buscaram estabelecer uma correlação entre a geração de valor e a adoção de práticas de responsabilidade social, sustentabilidade e acomodação de interesses de múltiplos agentes econômicos na forma de exercício da empresa.

No final dos anos de 2010 e início dos anos de 2020, contudo, a abordagem dos temas relacionados à responsabilidade social corporativa sofreu uma guinada de rumo provocada pelo mercado financeiro e pelo mercado de capitais.

Nesse período, fundos de investimento, instituições financeiras e investidores institucionais começaram a externar preocupações com fatores de risco ligados a variáveis sociais, ambientais e de governança na condução dos negócios de todo o tipo de corporação.

Tal preocupação foi projetada exponencialmente pela pandemia do COVID-19, que recolocou no centro dos debates a importância de as grandes corporações considerarem os impactos de suas atividades no meio ambiente e na sociedade.

Como decorrência, os desígnios do mercado financeiro e de capitais contribuíram para que as variáveis relacionadas ao meio ambiente, impactos sociais e de governança no exercício da empresa passassem a ser escrutinadas, mensuradas e comparadas de acordo com critérios objetivos, universais e, principalmente, auditáveis.

A exposição a tais fatores de risco tomou por ocupar papel relevante no financiamento e obtenção de linhas de crédito por qualquer entidade empresária. Assim como fatores de risco financeiro, de mercado e cadeia de suprimentos, aqueles ligados a temas sociais, ambientais e de governança passaram a ser considerados como credencial de acesso a mercados específicos. Manter-se alheio a tais temas deixou de ser uma opção para corporações que pretendessem manter graus mínimos de competitividade, bem como utilizar capital a custos razoáveis.

A análise da evolução histórica da responsabilidade social corporativa, do final do século XIX ao início do século XXI, revela que, embora tenha se desenvolvido

lentamente por mais de um século, ela se tornou parte indissociável da atividade empresarial, seja por exigência legal, seja como requisito para acessar segmentos mais exigentes do mercado de financiamento.

## **1.2 Shareholder value theory versus stakeholder theory**

Apesar da evolução histórica desde o século XIX, a promoção da responsabilidade social corporativa permaneceu um tema controverso, tendo sido particularmente relevante no debate das teorias normativas da ética empresarial.

Em que pese a multiplicidade de prismas teóricos sob os quais é possível avaliar a normatividade ética da responsabilidade social corporativa, para os fins do presente trabalho serão consideradas exclusivamente suas vertentes mais debatidas, a saber: a *shareholder value theory* (ou capitalismo fiduciário), conforme formulada por FRIEDMAN<sup>20</sup>, e a *stakeholder theory*, conforme formulada por JONES<sup>21</sup>.

A teoria do capitalismo fiduciário é, sem dúvida, um dos temas mais discutidos no que diz respeito aos limites da responsabilidade da empresa perante a sociedade, meio ambiente e demais sujeitos afetados pelo seu exercício. O referencial teórico mais citado sobre o assunto é o artigo “*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*”, publicado em 1970 no New York Times pelo próprio Milton Friedman<sup>22</sup>.

Embora Friedman já tivesse abordado o tema anos antes<sup>23</sup>, o tom sarcástico adotado no artigo talvez tenha contribuído para torná-lo peça central da obra do autor.

De acordo com a *shareholder value theory*, a geração de lucro e a maximização do retorno aos sócios são as únicas responsabilidades sociais do exercício da empresa. Outras iniciativas de responsabilidade social corporativa somente são

---

<sup>20</sup> FRIEDMAN, Milton. 1962. *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press.

<sup>21</sup> JONES, T. M. 1980. *Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined*. California Management Review, 22 (2): 59-67.

<sup>22</sup> FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. New York Times Magazine, 13 September 1970, 122-12.

<sup>23</sup> FRIEDMAN, Milton. Op. cit.

aceitáveis se prescritas por lei, por convenção sindical ou caso contribuam para a geração de valor do próprio negócio.

Tal assertiva é alicerçada na relação agente-principal retratada na teoria da firma conforme formulada por JENSEN & MECKLIN<sup>24</sup>, de acordo com a qual os administradores de sociedades empresárias, enquanto agentes, devem pautar seus atos de gestão tendo como propósito exclusivo o atendimento de interesses dos acionistas que os elegeram.

Como decorrência, a utilização das atribuições de gestão da sociedade empresária pelos administradores para atender interesses outros que não os de seus sócios – como os da comunidade em que atuam, de minorias afetadas pela operação do negócio ou do meio ambiente – representaria usurpação de propriedade dos acionistas, pois implicaria na caridade ou filantropia sem o devido consentimento<sup>25</sup>.

De acordo com FREDMAN<sup>26</sup>, a utilização não consensual de recursos privados para atender a causas de interesse público equivaleria a tributação ilegal forçada, uma vez que praticada por agente outro que não o Estado, e sem consentimento (ainda que indireto) pois não seria baseada na legislação tributária derivada de processo legislativo constitucionalmente amparado.

FRIEDMAN<sup>27</sup> afirma, no entanto, que isto não significa que não deva haver a promoção da responsabilidade social por administradores. Caso o haja, contudo, deve ser feito com seus bens particulares e não às custas os acionistas.

A conclusão é diversa, entretanto, na hipótese de iniciativas de responsabilidade social corporativa adotadas como parte da estratégia de negócio, quando praticadas com o fito de maximizar retornos aos acionistas. Neste caso, ainda que os administradores estejam utilizando recursos sociais para beneficiar terceiros, o fazem de modo alinhado com os interesses daqueles que os elegeram, não havendo quebra fiduciária na relação agente-principal.

---

<sup>24</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics. v. 3, n. 4, Oct. 1976.

<sup>25</sup> FRIEDMAN, Milton. The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits. New York Times Magazine, 13 September 1970, 122-12.

<sup>26</sup> Ibidem.

<sup>27</sup> Ibidem.

Em outras palavras, o axioma do argumento de FRIEDMAN a favor do capitalismo fiduciário é de ordem ética, na medida em que, ao elegerem administradores para gerir seus negócios, os acionistas consentem com um acordo implícito do qual derivam expectativas recíprocas e legítimas. De um lado, os principais – os acionistas – elegem administradores para que atuem como vassalos de seus interesses na condução dos negócios sociais. De outro, cientes dessa expectativa, os agentes – os administradores – aceitam desempenhar essa função em troca da remuneração acordada. Assim, a atuação dos administradores visando atender quaisquer interesses que não os dos acionistas configuraria uma quebra desse acordo.

Além da teoria da firma, os ideais liberais também servem como referencial teórico para o capitalismo fiduciário. Sendo o próprio Friedman simpatizante dessa vertente político-filosófica, são claras as suas similaridades com a *shareholder value theory*, uma vez que ambas rechaçam a existência de um dever ou obrigação moral de utilização da propriedade privada para atender o interesse público. Conforme esclarece MELÉ<sup>28</sup>:

Shareholder value theory contains several philosophical assumptions. Those tend to originate in the seventh century, particularly from the British philosopher John Locke, who, from, an atomistic vision of society, wrote extensively on 'natural' laws of liberties for the individual and the necessity of social contracts for living together (...). So business is considered as a private and autonomous activity only restricted by the regulations of the government without responsibility other than to make profits and create wealth. This mono-functional view leads to the rejection of responsibilities for the consequences of business activities. (...) In other words, the public good has to be pursued exclusively by public servants and politicians, but not by private businesses.

As considerações a favor e contra a hegemonia do capitalismo fiduciário como vertente das teorias normativas da ética empresarial são das mais diversas.

Defensores da *shareholder value theory* entendem que tal modelo prioriza a eficiência na geração de riquezas para os acionistas e, como consequência, beneficia

---

<sup>28</sup> MELÉ, Domènec. Corporate Social Responsibility Theories. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press. 2008. p. 58.

os demais afetados pelo exercício da empresa através da contribuição positiva para a performance da economia.

Adicionalmente, o reinvestimento de recursos que seriam dispendidos no atendimento de interesses que não os dos acionistas encorajaria a inovação tecnológica, a disponibilização de produtos e serviços mais baratos, bem como o surgimento de mais unidades de negócio.

Por outro lado, as externalidades negativas causadas pelo exercício da empresa poderiam ser compensadas pela promulgação de leis, iniciativas governamentais e através da caridade voluntária.

Por fim, o capitalismo fiduciário estaria mais alinhado com a ideia de propriedade como pressuposto da existência de um sistema de garantia de direitos e liberdades na medida em que os titulares da empresa não seriam obrigados a utilizar seus bens para o atendimento de desígnios que não os seus próprios.

Em objeção a tais argumentos, os críticos da *shareholder value theory* lembram que a geração de riqueza monetária não é o único indicador do bem-estar social. A geração de lucro e o superávit econômico não são conseqüências lógicas categóricas de uma vida digna. É possível, por exemplo, que a geração de riquezas ocorra às custas da saúde física e mental de trabalhadores, ou em prejuízo da utilização responsável dos recursos naturais e de liberdades individuais.

Ainda que a geração de valor monetário superasse em muito os prejuízos causados à saúde de trabalhadores, à sustentabilidade de recursos naturais e às liberdades individuais, a objeção é análoga à feita ao utilitarismo, haja vista não ser possível sopesar saldos líquidos entre variáveis de natureza distinta, além do fato de haver valores humanos com os quais não é moralmente aceitável transigir.

Além disso, o argumento da utilização da legislação para corrigir assimetrias causadas pelo exercício da empresa seria contraditório, na medida em que, de acordo com os próprios ideais liberais, a utilização de leis como forma de interferência na propriedade privada seria injusta.

Por fim, a objeção ao alinhamento do capitalismo fiduciário ao livre exercício da propriedade estaria igualmente prejudicada, uma vez que a própria concepção de propriedade como direito absoluto é atualmente relativizada.

Sem prejuízo à relevância do capitalismo fiduciário, outro prisma teórico de destaque no debate da ética normativa empresarial é o denominado *stakeholder theory* ou capitalismo de *stakeholder*. Quando inicialmente abordado por

FREEMAN<sup>29</sup>, o capitalismo de *stakeholder* não se tratava de uma teoria normativa da ética empresarial, mas de uma teoria de eficiência gerencial.

De acordo com o ensaio inaugural de FREEMAN<sup>30</sup>, sob a ótica do capitalismo de *stakeholder*, administradores tem como dever maximizar a saúde da empresa, o que presume um equilíbrio dos interesses daqueles que se relacionam ou são por ela afetados. Assim, para que o exercício da empresa possa ser bem-sucedido, é necessário ponderar não apenas os interesses de seus sócios, mas também os interesses de seus trabalhadores, fornecedores, da comunidade em que atua, do meio ambiente, entre outros.

No entanto, ao revés do que ocorre com o capitalismo fiduciário, o argumento de FREEMAN<sup>31</sup> não se limita ao cálculo utilitarista cujo saldo líquido positivo é indicado pela geração de valor. O capitalismo de *stakeholder* leva em consideração fundamentos de ordem normativa, na medida em que sujeita administradores a um dever moral de considerar os interesses legítimos de todos os *stakeholders* que se relacionam com a empresa ao tomarem decisões negociais<sup>32</sup>.

Apesar de originada como teoria gerencial, a *stakeholder theory* passou a também ser encarada como uma teoria normativa. Por considerar a empresa como sujeito de obrigações em relação a outros agentes que não seus acionistas (além daquelas determinadas por lei ou convenções sindicais), a *stakeholder theory* representa uma modelo de responsabilidade social corporativa.

Conforme aponta MELÉ<sup>33</sup>, o termo *stakeholder* foi usado pela primeira vez em um memorando interno do *Stanford Research Institute*. Embora a noção de sujeitos cujos interesses são diretamente afetados pelo exercício da empresa existisse preteritamente, FREEMAN<sup>34</sup> optou por utilizar propositalmente o termo *stakeholder* por sua proximidade fonética com a palavra “acionista” na língua inglesa a fim de

---

<sup>29</sup> FREEMAN, R. E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984.

<sup>30</sup> Ibidem.

<sup>31</sup> Ibidem.

<sup>32</sup> MELÉ, Domènec. Corporate Social Responsibility Theories. *in* The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press. 2008. p. 63.

<sup>33</sup> Ibidem, p. 63.

<sup>34</sup> FREEMAN, R. E. Op. cit.

cotejar o espectro de interesses em relação aos quais os administradores estão obrigados.

De acordo com FREEMAN<sup>35</sup>, o termo *stakeholder* pode ser utilizado em sentido estrito para designar aqueles cuja atuação é imprescindível para o sucesso da empresa, ou, em sentido amplo, para designar aqueles cujos interesses podem afetar ou ser afetados pelo exercício da empresa. Assim, a empresa considerada como entidade abstrata (em oposição ao prisma do capitalismo fiduciário, segundo o qual trata-se de um conjunto de contratos) deve servir como instrumento de coordenação de interesses dos múltiplos agentes com quem se relaciona ou por ela são afetados<sup>36</sup>.

MELÉ<sup>37</sup>, FREEMAN e EVAN<sup>38</sup> alicerçam o capitalismo de *stakeholder* em dois princípios éticos que têm como base o imperativo categórico kantiano de respeito à racionalidade humana como valor digno. São eles: o Princípio dos Direitos Corporativos, de acordo com o qual a empresa e seus administradores não podem violar o direito legítimo de determinar seu próprio futuro, intrínseco àqueles que se relacionam ou são afetados pela empresa; e o Princípio dos Efeitos Corporativos, de acordo com o qual a empresa e seus administradores são responsáveis pelas externalidades negativas causadas pelo exercício de suas atividades.

Ademais, FREEMAN e EVAN<sup>39</sup> apontam que o processo decisório dos administradores deve obedecer a dois princípios normativos. O primeiro deles estabelece que a empresa deve ser administrada em benefício de seus *stakeholders*, assim considerados seus acionistas, trabalhadores, consumidores, fornecedores, a comunidade em que atua, entre outros, devendo o exercício da empresa preservar e levar em consideração tais interesses na condução dos negócios sociais. Em complemento, o segundo princípio normativo determina que os administradores têm deveres fiduciários para com tais *stakeholder* e para com a empresa considerada

---

<sup>35</sup> FREEMAN, R. E. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984. p. 31.

<sup>36</sup> MELÉ, Domènec. *Corporate Social Responsibility Theories*. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press. 2008. p. 64.

<sup>37</sup> Ibidem, p. 64.

<sup>38</sup> EVAN, W. M., e FREEMAN, R. E. 'A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism' T. Beauchamp and N. Bowie (eds.), *Ethical Theory and Business*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 75-93.

<sup>39</sup> Ibidem.

como entidade abstrata, devendo agir em consonância com seus interesses para garantir a sobrevivência da firma e preservar suas ambições a longo prazo.

Em que pese a relevância de FREEMAN para a discussão a respeito dos esteios deontológicos do capitalismo de *stakeholder*, convém mencionar que uma miríade de bases teóricas distintas é igualmente apontada, tais como a justiça como equidade, a teoria do bem comum, entre outros. De acordo com MELÉ<sup>40</sup>, no entanto, FREEMAN admite uma abordagem pluralística de prismas éticos relativamente ao capitalismo de *stakeholder*, uma vez que essa teoria normativa abre espaço para estas múltiplas concepções.

Assim como o capitalismo fiduciário, o capitalismo de stakeholder é amplamente debatido. Entre os méritos evidenciados da *stakeholder theory* há o fato de, conforme aponta MELÉ<sup>41</sup>, a teoria ser eticamente superior ao capitalismo fiduciário, na medida em que procura considerar a universalidade de *stakeholders* que se relacionam com a empresa, respeitando suas prerrogativas para além do obrigatório por lei ou convenções sindicais.

Por conseguinte, seus preceitos estariam mais bem alinhados com as bases atuais do conceito de propriedade sob o prisma da função social, além de representar um espectro difuso para os deveres fiduciários dos administradores.

Adicionalmente, por ter nascido como uma teoria gerencial e somente depois ser vista como teoria normativa da ética empresarial, a *stakeholder theory* leva em consideração a geração de valor a longo prazo no exercício da empresa.

Em contraponto a tais méritos, o capitalismo de *stakeholder* é também objeto de críticas. Algumas, como a que o associa ao socialismo, baseiam-se em interpretações superficiais de seus fundamentos. Outras, porém, apresentam objeções razoáveis e, portanto, consideradas no debate consciencioso do tema.

Uma das principais críticas ao capitalismo de *stakeholder* reside no argumento de que ele não fornece um critério objetivo para a atuação dos administradores. Isso

---

<sup>40</sup> MELÉ, Domènec. Corporate Social Responsibility Theories. The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press. 2008. p. 65.

<sup>41</sup> Ibidem, p. 66.

porque a necessidade de considerar os múltiplos interesses tornaria inviável a tomada de decisões negociais dinâmicas e direcionadas.

Em objeção a esta crítica, defensores do capitalismo de *stakeholder* argumentam que a eficiência de uma organização pode ser medida através de outros indicadores além da performance financeira expressa em modelagens econômicas.

Outra crítica pertinente ao capitalismo de *stakeholder* é a acusação de que ele pode servir de pretexto para o oportunismo dos administradores, permitindo que estes privilegiem seus próprios interesses sob a aparência dos interesses de determinados grupos de stakeholders, visando, assim, usurpar valor da empresa.

Por fim, há quem proteste em relação ao fato de a *stakeholder theory* admitir diferentes vertentes interpretativas a respeito da delimitação de quem pode ser considerado *stakeholder*. Como decorrência, não haveria uma delimitação objetiva dos interesses que os administradores devem defender, o que comprometeria a justaposição equilibrada dos interesses que orbitam o exercício da empresa.

Em objeção a tal crítica, é válido lembrar que não são todos os interesses que devem ser levados em consideração pelos administradores no exercício da empresa, mas tão somente daqueles que se relacionam ou são por ela afetados.

Fato é que, embora seja inegável que a delimitação deste espectro sofra algum grau de subjetividade, a sua delimitação necessariamente depende de uma análise casuística, dado que as variáveis de cada caso concreto são determinantes para este juízo.

O debate entre o capitalismo fiduciário e o capitalismo de *stakeholder* reflete uma amplo espectro de proposições da teoria normativa da ética empresarial, que serve de base para a discussão a respeito da interferência da responsabilidade social corporativa no exercício da empresa.

Se por um lado o capitalismo fiduciário é defendido como a alternativa mais eficiente para maximização de valor e fortalecimento da economia, por outro, é criticado por não considerar adequadamente as externalidades negativas causadas pelo exercício da empresa.

Já o capitalismo de *stakeholder*, que tem como foco a ponderação dos múltiplos interesses que exercem influência ou são afetados pelo exercício da empresa, é criticado por não oferecer um critério claro para atuação dos administradores e por sujeitar o exercício da empresa ao risco de arbítrio de agentes mal intencionados.

Ambas as teorias normativas da ética empresarial apresentam méritos e deficiências, devendo a escolha entre elas levar em consideração aspectos subjetivos do interprete, tendo em vista concepções individuais a respeito do equilíbrio adequado entre maximização de retornos e mitigação de impactos sociais e ambientais.

## **2 ATUAÇÃO FIDUCIÁRIA DOS ADMINISTRADORES SUSTENTADA NA RESPONSABILIDADE SOCIAL CORPORATIVA**

### **2.1 A teoria dos custos de agência**

A teoria dos custos de agência, formulada em 1976 Michael Jensen e William Meckling<sup>42</sup>, é um modelo que busca retratar os custos e conflitos oriundos da relação estabelecida entre o *principal*, assim designado o proprietário ou contratante, e o *agente*, cuja função é promover o interesse do principal através da prática de atos que envolvem a tomada de decisões.

A teoria dos custos de agência busca analisar os custos envolvidos na supervisão do agente pelo principal, incluindo as despesas com o estabelecimento de mecanismos de controle e de monitoramento do agente e os custos residuais incorridos pelo principal com a perda de eficiência ou bem-estar decorrentes da diferença entre o resultado ideal – que seria atingido caso o principal tomasse as decisões – e o resultado efetivamente obtido quando as decisões são delegadas ao agente.

A teoria também se propõe a compreender o comportamento do agente e a eficácia dos incentivos criados pelo principal para alinhar sua atuação aos objetivos desejados.

---

<sup>42</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics. v. 3, n. 4, Oct. 1976.

Para Jensen & Meckling, tanto os agentes quanto os principais tendem, pela natureza humana, a serem maximizadores da própria utilidade. Ou seja, ambos têm uma tendência natural em tomar decisões com base na probabilidade do maior saldo líquido de felicidade pessoal.

Como decorrência, os agentes serão sempre motivados por seu próprio interesse e tomarão decisões voltadas a maximizar sua utilidade às custas da utilidade do principal. Para mitigar a tendência ao conflito de interesses, o principal é compelido a estabelecer incentivos e mecanismos contratuais que consigam impor a congruência de preferências do agente com as suas próprias.

O exemplo do administrador não proprietário diante da oportunidade de investir em inovação tecnológica ilustra bem os desafios analisados pela teoria dos custos de agência.

Partindo da premissa que o investimento em inovação necessariamente poderá projetar os negócios da firma, a ausência de um sistema adequado de incentivos, destinado a estimular o agente a inovar, tende a levar que o agente evite essa decisão, pois a inovação envolve riscos e demanda maior esforço de supervisão, sem que isso necessariamente lhe proporcione benefícios diretos.

Por outro lado, um sistema de incentivos que premie o agente pelo investimento em inovação independente do retorno gerado para o principal tende a estimular o desperdício de recursos do principal pelo agente.

Caso, no entanto, haja uma estrutura de incentivos correta para que o agente maximize a utilidade do principal, ao mesmo tempo que mensure adequadamente a relação entre risco e retorno, como, por exemplo, a outorga de remuneração variável atrelada a indicadores de crescimento da empresa, a maximização da utilidade para o agente tende a se alinhar com os interesses do principal.

Neste exemplo, os custos incorridos com o estabelecimento da remuneração variável atrelada a indicadores de crescimento seria um custo de agência associado ao relacionamento principal-agente. Tais custos podem englobar desde o tempo, esforço e recursos necessários para monitorar a atuação do agente, até a potencial perda de valor decorrente da sua atuação desconforme.

A governança de relação entre o principal e o agente, portanto, deveria ser estabelecida de modo que os custos para a outorga desta remuneração variável fossem inferiores aos custos incorridos pelo principal com a perda de oportunidade decorrente da ausência de inovação.

O exemplo idealizado ilustra a principal aplicação da teoria dos custos da agência à dinâmica empresarial, em que há um conflito implícito de interesses entre administração e acionistas, na medida em que estes terão como principal interesse a maximização de seus investimentos, independente do retorno pessoal para os administradores, e aqueles que tenderão a atuar em seus próprios interesses caso esses entrem em conflito com a geração de valor para a firma.

A mitigação deste potencial conflito é o principal propósito do conjunto de mecanismos conhecido por governança corporativa, que estabelece processos destinados a garantir que os agentes orientem as suas decisões de maneira alinhada com os interesses dos principais, bem como registrar o processo e resultado da tomada de tais decisões.

## 2.2 Os deveres fiduciários dos administradores

Em linha com a sistemática de conflitos retratada pela teoria dos custos de agência, SMITH<sup>43</sup> já professava, no século XVIII, o fracasso da administração fiduciária muito antes da consolidação da sociedade anônima, e da consequente dissociação entre propriedade e administração dos bens de produção, como principal modelo de exercício empresa:

The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own.

Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honor, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company.

---

<sup>43</sup> SMITH, Adam. An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations. Livro5, Capítulo 1, Parte 3, Art. 1. 1776.

O que Smith não previu, contudo, foi o estabelecimento dos deveres fiduciários impostos aos administradores de sociedades empresárias, os quais atualmente estão presentes na maioria das jurisdições que regulam o direito empresarial.

Esses deveres fiduciários são estabelecidos a partir de *standards* de atuação, desenhados com base em termos indefinidos, cuja hermenêutica permite a adequação às contingentes situações com as quais administradores possam se deparar.

Com isso, se busca estabelecer um padrão de conduta que tente alinhar interesses de administradores e acionistas, sem que seja necessário formular um elenco prescritivo *numerus clausus*.

No Brasil, os deveres fiduciários impostos aos administradores de sociedades anônimas estão previstos nos artigos 153 a 157 da Lei das S.A., sendo os mais relevantes o dever de diligência e o dever de lealdade.

O dever de diligência, positivado no artigo 153 da Lei das S.A. mimetiza o *duty of care* oriundo da experiência anglo-saxã.

Nos termos do artigo 153, “[o] administrador da companhia deve empregar, no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios”.

Conforme aponta PARENTE<sup>44</sup>, “apesar de o administrador não ser, em princípio, proprietário da companhia, a lei exige que ele atue na defesa dos interesses sociais como se proprietário fosse”.

Tal padrão de conduta, segundo EIZIRIK<sup>45</sup>, diverge do *bônus pater familias* oriundo do Direito Romano, haja vista que este intenta garantir a tomada de todos os cuidados necessários para a preservação do bem que lhe foi confiado, enquanto o dever de diligência a que se sujeitam os administradores de sociedades anônimas procura viabilizar o exercício da empresa, cujo sucesso presume a assunção de riscos.

---

<sup>44</sup> PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais / Norma Jonssen Parente; coordenação Modesto Carvalhosa. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. (Coleção tratado de direito empresarial. v. 6). p. 498.

<sup>45</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 425.

Observando a impossibilidade prática da determinação *a priori* da conduta esperada dos administradores diante de todas as potenciais situações fáticas, o legislador lançou mão do *standard* adotado em outras jurisdições com maior tradição na matéria.

Fazendo uso de termos de textura aberta, a norma contida no artigo 153 estabelece um padrão de atuação capaz de se adequar a um universo ilimitado de situações contingenciais, mesmo que não consideradas pelo legislador no momento de elaboração do texto normativo.

A respeito desta abordagem hermenêutica, releva ostentar as observações de STRUCHINER<sup>46</sup>, para quem “[t]ais padrões, veiculados em regras, funcionariam de maneira automática na experiência do direito, dado que cidadãos e autoridades oficiais os internalizariam e os observariam sem grandes problemas”.

Assim, ainda que o texto legislativo remanesça inalterado, o intérprete da norma se encarregará de adequá-lo à conjuntura e à realidade fática.

Por fim, consoante EIZIRIK<sup>47</sup>, o dever de diligência pode ser desdobrado em cinco deveres derivados, notadamente: (i) o dever de se qualificar para o exercício do cargo; (ii) o dever de bem administrar; (iii) o dever de se informar; (iv) o dever de investigar; e (v) o dever de vigiar.

Tais deveres derivados procuram garantir que o administrador atue de acordo com o padrão de conduta desejável para decidir de maneira fundamentada a melhor maneira de agir ou não agir quando diante de uma situação negocial.

No mesmo nível de relevância do dever de diligência, está o dever de lealdade. Se, por um lado, o dever de diligência estabelece o padrão de conduta com que o administrador deve perseguir os interesses sociais, o dever de lealdade fornece as balizas necessárias a direcionar tal atuação. Tal qual o dever de diligência, o dever de lealdade constitui um dos pilares dos deveres fiduciários dos administradores.

---

<sup>46</sup> STRUCHINER, Noel. Novas fronteiras da teoria do direito: da filosofia moral à psicologia experimental / organização Noel Struchiner, Rodrigo de Souza Tavares. - 1. ed. - Rio de Janeiro: PoD: PUC-Rio, 2014. p. 180.

<sup>47</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. Mercado de Capitais – regime jurídico. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 430.

Nos termos do artigo 155 da Lei das S.A., o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios.

Ainda de acordo com o referido dispositivo, é vedado ao administrador usar, em benefício próprio ou de outrem, com ou sem prejuízo para a companhia, as oportunidades comerciais de que tenha conhecimento em razão do exercício de seu cargo. Além disso, o administrador não pode omitir-se no exercício ou proteção de direitos da companhia, tampouco deixar de aproveitar oportunidades de negócio de interesse da companhia visando à obtenção de vantagens para si ou para outrem. Também lhe é proibido adquirir bem ou direito que sabe necessário à companhia, ou que esta tencione adquirir.

CARVALHOSA<sup>48</sup> assevera que “a regra societária consagra o dever de lealdade, no âmbito do dever fiduciário, a par do dever de diligência”. Contudo, ao revés do dever de diligência, o dever de lealdade “situa-se no campo da moral, da ética de conduta do gestor de bens alheios”<sup>49</sup>.

Destarte, ao passo que o dever de diligência impõe a atuação proativa e informada do administrador no exercício da empresa, o dever de lealdade busca garantir que os atos por ele praticados tenham como único objetivo atender aos interesses adequados.

Mas a quem estes deveres são efetivamente devidos?

Como bem apontam DAVIES e WORTHINGTON<sup>50</sup> com base na experiência do Reuni Unido, os deveres dos administradores são devidos efetivamente – e tão somente – à sociedade empresária. E a conclusão não poderia ser outra, na medida em que a multiplicidade de acionistas com interesses antagônicos impede que administradores atendam ao mesmo tempo os interesses individuais de cada um. Adicionalmente, considerando que o administrador tem a prerrogativa de administrar e dispor do patrimônio social detido coletivamente pela universalidade dos acionistas,

---

<sup>48</sup> CARVALHOSA, Modesto. *Sociedades anônimas* / Modesto Carvalhosa, Luiz Fernando Martins Kuyven. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. – (Coleção tratado de direito empresarial; v. 3). p. 851.

<sup>49</sup> *Ibidem*, p. 852.

<sup>50</sup> DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. *Gower's Principles of Modern Company Law*. Reino Unido: Sweet & Maxwell. 2016. 10ª Edição. p. 465.

não seria razoável admitir que privilegiasse interesses de um grupo específico, sob pena de usurpação de direito dos demais.

Em consonância com a experiência do Reino Unido, a Lei das S.A. é categórica ao determinar no parágrafo 1º do artigo 154 que “[o] administrador eleito por grupo ou classe de acionistas tem, para com a companhia, os mesmos deveres que os demais, não podendo, ainda que para defesa do interesse dos que o elegeram, faltar a esses deveres”.

Com base no referido dispositivo, é possível inferir que os deveres fiduciários são dirigidos à companhia enquanto instituição, e não individualmente aos acionistas que detêm sua propriedade.

Tal assertiva é corroborada pelo *caput* do mesmo dispositivo, que determina que “[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”, confirmando que as prerrogativas do administrador devem ser exercidas em vistas ao atingimento dos fins e interesses da companhia.

Sendo assim, o sujeito principal da relação fiduciária do administrador, de acordo com a sistemática adotada pela legislação societária brasileira, seria não o acionista que o elegeu ou a coletividade de acionistas, mas a própria sociedade empresária, o que leva à discussão a respeito do caráter do interesse social.

De acordo com parte da doutrina (à qual se filia FRAZÃO<sup>51</sup>), a legislação societária teria adotado uma abordagem institucionalista, que considera a vontade social não apenas como a soma dos interesses individuais da coletividade de acionistas, mas como o produto da equação de equilíbrio entre os múltiplos interesses atuantes sobre a sociedade empresária.

Ao comungar deste entendimento, FRAZÃO<sup>52</sup> aponta:

Daí porque o dever de agir no interesse da companhia ganhou maior complexidade, passando a relacionar-se com o necessário equilíbrio entre os diversos interesses

---

<sup>51</sup> FRAZÃO, Ana. Função Social da Empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 287.

<sup>52</sup> *Ibidem*, p. 287.

que se projetam sobre a companhia, tal como exigem o art. 170, da Constituição, e o art. 116, § único, da Lei das S/A.

Isto não significa, contudo, que a vontade dos detentores do capital deva ser desconsiderada no estabelecimento da vontade social, sob pena de violação do princípio liberal. Neste sentido, FRAZÃO<sup>53</sup> igualmente ressalva que “[n]ão é razoável sustentar, diante de uma ordem econômica constitucional fundada na livre iniciativa e na dignidade da pessoa humana, que o direito de voto deve ser exercido tão somente em prol de outros interesses que não os do acionista”.

Ultrapassando as bases deste entendimento, CARVALHOSA<sup>54</sup> entende que a natureza institucional da sociedade anônima a investe de caráter de interesse público, “levando inclusive à ingerência do Estado nos atos de sua formação e atuação”.

De outro lado, CAMPOS<sup>55</sup> afirma que a Lei das S.A. possui diversas características reservadas à concepção contratualista da sociedade anônima, tais como a previsão de dividendo obrigatório e limites à constituição de reservas de lucros.

Uma solução distinta é proposta por FRANÇA<sup>56</sup>, que sustenta que a sistemática legal adota uma abordagem dualista. De um lado, a lei impõe ao acionista o dever de utilizar o voto nas deliberações sociais no interesse da companhia, em linha com a doutrina contratualista. De outro, exige que o acionista controlador observe uma perspectiva institucionalista, na medida em que o obriga a exercer o poder de controle satisfazendo a função social da companhia, com deveres e responsabilidades para com os demais acionistas, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender.

Fato é que independente da concepção adotada pelo intérprete da norma, o administrador deve atuar exclusivamente no interesse da sociedade empresária.

---

<sup>53</sup> FRAZÃO, Ana. Função Social da Empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 288.

<sup>54</sup> CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. 1º volume: artigos 1º a 74º. São Paulo: Saraiva, 2013. P. 61.

<sup>55</sup> CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio de. Direito das Companhias / coordenação Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. Ed., atual e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017. p. 809.

<sup>56</sup> FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A., Malheiros, São. Paulo, 1993. p. 56.

Desta assertiva, no entanto, deriva a objeção concernente à observância dos interesses da coletividade dos *stakeholders* afetados pelo exercício da empresa. A este respeito, é relevante considerar as reflexões de DAVIES e WORTHINGTON<sup>57</sup>, segundo as quais o administrador não tem qualquer dever direto para com os *stakeholders* cujos interesses são afetados pelo exercício da empresa.

Isto não significa, contudo, que seus interesses devem ser ignorados no exercício da administração fiduciária. É importante distinguir os deveres devidos diretamente aos *stakeholders*, dos deveres dos administradores em considerar, no processo de busca pelo interesse da empresa, os interesses impactados pelo seu exercício.

Sendo assim, a forma como o interesse social é concebido — sob a perspectiva institucionalista ou contratualista — influenciará diretamente a maneira pela qual os administradores devem levar em conta, no exercício de seu múnus fiduciário, os interesses dos *stakeholders* impactados pela atividade empresarial.

Caso se admita que o interesse social é pautado pela soma dos interesses individuais dos múltiplos detentores do capital, o entendimento de que os administradores devam considerar o interesse dos *stakeholders* afetados pelo exercício da empresa fica prejudicado.

Por outro lado, se for adotada como válida a premissa institucionalista de que o interesse social é produto do equilíbrio entre os múltiplos interesses dos que são afetados pelo exercício da empresa, então os administradores deverão considerar o interesse dos *stakeholders* como uma variável de determinação do interesse social da sociedade empresária.

Destarte, de acordo com a concepção institucionalista, a vontade social é produto também dos interesses de empregados, do meio ambiente e da comunidade em que a sociedade empresária atua.

Dessa forma, ainda que os interesses desses sujeitos não constituam o principal fator na definição da vontade social — e nem poderiam, uma vez que o

---

<sup>57</sup> DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. *Gower's Principles of Modern Company Law*. Reino Unido: Sweet & Maxwell. 2016. 10ª Edição. p. 469.

princípio liberal impõe a centralidade dos acionistas nesse processo —, devem ser considerados pelos administradores no cumprimento de seus deveres fiduciários.

Mas como determinar o peso a ser conferido a esses interesses na definição da ordem de prioridades na tomada de decisões negociais?

Para responder a essa questão, torna-se relevante examinar os contornos da propriedade e sua função social, cujas implicações oferecem subsídios para compreender de que maneira os interesses impactados pelo exercício da atividade empresarial podem influenciar a atuação dos administradores.

### **2.3 Os contornos da propriedade e sua função social**

Sem dúvida, a propriedade figura entre os fenômenos mais amplamente discutidos em diversas áreas do conhecimento, abrangendo campos como sociologia, economia, filosofia, política e até religião.

Enquanto fenômeno jurídico, como assevera PEREIRA<sup>58</sup>, muito embora tenha nascido como fato espontâneo, foi posteriormente disciplinada pela norma, que a moldou conforme as exigências sociais e a necessidade de assegurar a harmonia nas relações de coexistência.

Sem ter a pretensão de esgotar a discussão sobre o tema, a presente seção procura realizar uma breve digressão a respeito da transição, enquanto instituto jurídico, de seus contornos absolutos, tal como formulados na Declaração de Direitos do Homem e do Cidadão de 1789, até a sua concepção relativizada, tal como formulada por DUGUIT, que rompe com a ideia de propriedade como direito absoluto, impondo ao seu detentor o múnus de utilizá-la para cumprir sua função social.

---

<sup>58</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições do Direito Civil. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2009. p. 67.

Conforme aponta PEREIRA<sup>59</sup>, a origem histórica da propriedade enquanto instituto jurídico remonta ao Direito Romano. Muito embora ALVES<sup>60</sup> pontue não ter havido consenso a respeito do conceito de propriedade durante toda a existência do Império Romano, como consequência do dinamismo com que o instituto sofria alterações, a primeira tentativa na história do direito ocidental de positivizar a propriedade remonta a Justiniano, que por volta do século VI promoveu a codificação do *Corpus Juris Civilis*, como produto de um processo político-sociológico de mais de um milênio.

Como é de se esperar, os contornos da propriedade enquanto instituto jurídico ostentavam até então traços absolutos, com poucas limitações a seu uso e gozo, notadamente necessárias para garantir justamente o uso e gozo da propriedade de terceiros.

Tais traços absolutistas não sofreram alterações relevantes mesmo após o declínio do Império Romano, com as invasões bárbaras, sendo certo que, durante a Idade Média, as ordenações romanas remanesceram como base referencial do instituto da propriedade.

O marco histórico relevante subsequente somente viria a ocorrer no século XVIII, quando, como produto da Revolução Francesa, a Assembleia Constituinte de 1789 aprovou a Declaração dos Direitos do Homem e do Cidadão, cujos artigos 2º e 17º determinam, respectivamente, que:

A finalidade de toda associação política é a conservação dos direitos naturais e imprescritíveis do Homem. Esses direitos são a liberdade, a propriedade, a segurança e a resistência à opressão.

(...)

Como a propriedade é um direito inviolável e sagrado, ninguém dela pode ser privado, a não ser quando a necessidade pública legalmente comprovada o exigir e sob condição de justa e prévia indenização.

---

<sup>59</sup> PEREIRA, Caio Mário da Silva. Instituições do Direito Civil. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2009. p. 68.

<sup>60</sup> ALVES, José Carlos Moreira. Direito Romano. Rio de Janeiro: Forense, 2010. p. 293.

Pouco tempo mais tarde, com a promulgação do Código Civil Napoleônico, os contornos absolutos com que até então era vista a propriedade ganharam a redação do artigo 544, de acordo com o qual a “[p]ropriedade é o direito de gozar e dispor das coisas da maneira mais absoluta, desde que não se faça uso delas proibido por lei ou regulamento”. Nota-se que a própria escolha de termos para designar o instituto denuncia a opção pelo caráter absolutista.

Durante todo o século XIX, o instituto da propriedade continuou a sofrer modificações como resultado principalmente das teorias econômicas liberais em ascensão, passando a ser visto como aspecto imprescindível para o pleno exercício de liberdades individuais e como pressuposto de existência de uma economia de livre mercado.

Quase um século após a entrada em vigor do Código Civil Napoleônico, as bases da concepção moderna de propriedade sofreriam uma mudança, impulsionadas pelo movimento liderado por DUGUIT<sup>61</sup>, de ruptura em torno de sua função.

Como aponta LOPES<sup>62</sup>, partindo do mesmo pressuposto de August Comte, Duguit concebe o ser humano como naturalmente social, combatendo a ideia da existência de um direito subjetivo enquanto expressão da individualidade.

Para Duguit, sendo o homem um ser social, a propriedade não deveria ser vista como a relação entre homem e objeto, mas como a “relação entre indivíduos a respeito da utilização de um bem específico”<sup>63</sup>.

Como consequência, a propriedade não poderia ser encarada como um direito absoluto, mas como objeto de uma obrigação social imposta ao seu titular como pressuposto de seu exercício. O atendimento à referida obrigação ou função social, por seu turno, reputar-se-ia atendida tão somente quando o titular da propriedade fizesse uso desta de modo a dar finalidade produtiva, privilegiando a interdependência

---

<sup>61</sup> DUGUIT, Leon. *Les Transformations Générales du Droit Privé Depuis le Code Napoléon*. Paris: Alcan, 1912.

<sup>62</sup> LOPES, Ana Frazão de Azevedo. *Empresa e propriedade: função social e abuso do poder econômico*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 122.

<sup>63</sup> *Ibidem*, p. 112.

social<sup>64</sup>. Assim, a intervenção na propriedade somente seria justificável na medida em que a utilização desta não cumprisse com sua função social.

À luz destes contornos, e sob influência dos fatos históricos que moldaram a geopolítica, o conceito de função social da propriedade foi incorporado pelos textos constitucionais surgidos naquele período, a exemplo da Constituição da República de Weimar de 1919 e a Constituição Mexicana de 1917.

De acordo com o artigo 14 do texto constitucional da República de Weimar, “(...) [a] propriedade obriga. Seu uso deve, ao mesmo tempo, servir ao bem-estar social”.

Nota-se que o referido dispositivo introduz uma nova obrigação no conceito de propriedade, elevando sua função social a norma constitucional e impondo um dever positivo ao seu titular, tendo a solução sido recepcionada pela Constituição Alemã subsequente de 1949<sup>65</sup>.

O texto constitucional mexicano de 1917, por seu turno, previu, no artigo 25, a restrição da propriedade por motivo de utilidade pública ou social, mediante prévia indenização, e, no artigo 27, os traços do que seria a utilização justa da propriedade imóvel rural ou urbana.

No Brasil, a função social somente exerceu influência no texto constitucional em 1934, cujo inciso 17, do artigo 113 previa que “[é] garantido o direito de propriedade, que não poderá ser exercido contra o interesse social ou colectivo [sic], na forma [sic] que a lei determinar. A desapropriação por necessidade ou utilidade pública far-se-á nos termos da lei, mediante prévia e justa indenização.”

Nota-se que, assim como nas experiências mexicana e alemã, a carta constitucional brasileira de 1934 impôs deveres positivos ao detentor da propriedade, de maneira programática.

Em observância às liberdades individuais e reconhecendo o valor da propriedade como base das instituições do estado de direito, o mesmo dispositivo

---

<sup>64</sup> LOPES, Ana Frazão de Azevedo. *Empresa e propriedade: função social e abuso do poder econômico*. São Paulo: Quartier Latin, 2006. p. 112.

<sup>65</sup> FRAZÃO, Ana. *Função Social da Empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 99.

determinava que a limitação da propriedade deveria ser acompanhada de prévia e justa indenização, orientação mantida pela Constituição de 1946<sup>66</sup>.

A menção expressa à função social da propriedade surgiu apenas com a Emenda Constitucional n.º 1, de 17 de outubro de 1969, no contexto da reforma da Constituição de 1967, que passou a reconhecê-la como princípio da ordem econômica e social — diretriz posteriormente mantida pelo constituinte de 1988.

Conforme destaca FRAZÃO<sup>67</sup>, ao tratar da função social da propriedade, a norma constitucional passou a tratar, por via oblíqua, da função social da empresa.

FRAZÃO<sup>68</sup> observa, no entanto, que o reconhecimento expresso desse princípio no âmbito da legislação especial ocorreu apenas com a edição da Lei das Sociedades por Ações, em 1976. Em particular, o parágrafo único do artigo 116, ao dispor sobre os deveres do acionista controlador, e o *caput* do artigo 154, ao estabelecer as diretrizes para o exercício das atribuições dos administradores, passaram a consagrar a função social como princípio norteador do exercício da empresa.

## **2.4 Função social da empresa e responsabilidade civil dos administradores**

### **2.4.1 O exame da responsabilidade civil do administrador sob a ótica da *business judgment rule***

A *business judgment rule* – ou regra da decisão negocial – é a presunção *juris tantum* de que, ao tomar uma decisão negocial, o administrador de uma sociedade

---

<sup>66</sup> FRAZÃO, Ana. Função Social da Empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 100.

<sup>67</sup> Ibidem, p. 117.

<sup>68</sup> Ibidem, p. 101.

empresária atuará de maneira informada, de boa-fé e acreditando que a decisão foi revestida no melhor interesse da companhia (Aronson v Lewis, 473 A 2d 805 (Del. 1984)).

Muito embora alguns de seus elementos já fossem aplicados pela jurisprudência de países de tradição da *common law* desde o século XIX, foi apenas nas primeiras décadas do século XX que a regra foi consolidada pelo Poder Judiciário do Estado de Delaware.

De acordo com o *2023 Annual Report* da *Division of Corporations* do Estado de Delaware, a maior parte das grandes corporações norte-americanas estaria constituída sob a sua jurisdição, incluindo cerca de 67.36% das empresas integrantes da *Fortune 500*, além de mais da metade das empresas listadas nas bolsas de valores dos Estados Unidos da América. Além disso, de acordo com BULLOCK<sup>69</sup>, no ano de 2023, cerca de 80% das ofertas públicas iniciais de distribuição de ações nos Estados Unidos ocorreram no estado.

Como aponta BLACK<sup>70</sup>, esse fenômeno decorre de múltiplos fatores de atração, incluindo uma legislação societária atual e amplamente reconhecida, uma jurisprudência técnica e bem fundamentada, proporcionando maior segurança jurídica, e um Poder Judiciário estruturado para lidar com questões societárias.

Adicionalmente, BRIGAGÃO<sup>71</sup> lembra que a alteração da Constituição de Delaware, em 1897, para flexibilizar a incorporação de sociedades empresárias, com a posterior promulgação, em 1899, do *General Corporation Statute*, que passou a permitir o estabelecimento de companhias com prazo de duração indeterminado, fez com que houvesse uma fuga de sociedades constituídas em Nova Jersey – estado até então com a maior concentração de empresas – para Delaware.

Como resultado, por abrigar a maior parte das sociedades empresárias dos Estados Unidos, é natural que a maioria das controvérsias envolvendo a quebra de

---

<sup>69</sup> BULLOCK, Jeffrey. Delaware Division of Corporations 2023 Annual Report. Delaware Secretary of State. Delaware: 2023. p. 1.

<sup>70</sup> BLACK, Lewis S. Why Corporations Choose Delaware. Delaware Department of State Division of Corporations. Delaware. 2007. p. 10.

<sup>71</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 111.

deveres fiduciários de administradores seja julgada por seu Poder Judiciário, que, diferente de outros estados, dispõe de uma *Court of Chancery* especializada em matéria societária.

Dessa forma, a análise reiterada contribuiu para que a *Court of Chancery* de Delaware consolidasse uma jurisprudência refinada sobre o tema.

Esta jurisprudência, como será visto a seguir, tem como pressuposto o estabelecimento de *standards* de conduta objetivamente mensuráveis com base na aplicação de testes que indicam o cumprimento ou a violação dos deveres fiduciários por parte da administração. Se a conduta do administrador estiver alinhada com esses testes, ele será resguardado pela proteção conferida pela *business judgment rule*.

Muito embora tenha nascido a partir da experiência da *common law*, a *business judgment rule* encontra respaldo também no ordenamento brasileiro. Ainda que a sua aplicação tenha como origem não os usos e costumes, mas a combinação de dispositivos da Lei das S.A., fato é que tanto a jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários quanto a do Poder Judiciário reconhecem a aplicabilidade da regra no Brasil<sup>72</sup>.

#### 2.4.1.1 A *business judgment rule*

A presunção conferida pela *business judgment rule* fundamenta-se no entendimento de que a atuação dos administradores de sociedades empresárias constitui uma obrigação de meio, e não de resultado.

Como o risco é inerente à busca pelo lucro e, conseqüentemente, à própria existência da sociedade empresária, não seria razoável responsabilizar o administrador por eventuais prejuízos decorrentes de uma decisão negocial equivocada, desde que tenha sido tomada de boa-fé.

---

<sup>72</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p.165.

Caso assim não o fosse, não haveria profissionais dispostos a atuar como administradores de sociedades empresárias, tampouco a tomar decisões que envolvessem qualquer tipo de risco empresarial.

Adicionalmente, a cisão funcional entre propriedade de gestão constitui um dos princípios basilares da organização capitalista. É graças a ela que investidores com capital disponível, mas sem o conhecimento técnico necessário para desenvolver determinada atividade, podem nela empreender.

Por isso, muito embora os rumos sociais devam ser ditados pelos sócios, a gestão da entidade é reservada aos administradores. Caso os sócios estejam insatisfeitos com a administração da sociedade empresária, sempre poderão substituir seus gestores por outros que entendam mais competentes, mas jamais tentar deles haver prejuízos decorrentes do próprio risco do negócio.

Assim, a *business judgment rule* representa não apenas um mecanismo de garantia da independência de julgamento da administração, mas também uma ferramenta de proteção contra o regresso por prejuízos causados por uma decisão desacertada tomada em observância dos deveres fiduciários.

A sua aplicação tem, portanto, duas consequências práticas, quais sejam a impossibilidade de as decisões tomadas pelos administradores serem revistas ou alteradas pelo Poder Judiciário – afinal, juízes não são mais bem capacitados para gerir uma sociedade empresária do que administradores profissionais – e a garantia de que administradores não serão responsabilizados por qualquer prejuízo decorrente da concretização dos riscos do negócio.

Para que a *business judgment rule* possa ser aplicada, é necessária a presença de quatro elementos: (i) a ocorrência de uma decisão negocial; (ii) atuação com desinteresse e independência; (iii) atuação diligente; e (iv) boa-fé.

Dessa maneira, para que se consiga impugnar judicialmente a decisão tomada por um administrador ou responsabilizá-lo civilmente por prejuízos experimentados pela sociedade empresária, deve-se antes comprovar a ausência de ao menos um dos elementos da *business judgment rule*. Caso tal ônus não seja cumprido, o administrador não poderá ser responsabilizado, nem os efeitos de sua decisão poderão ser alterados.

Convém frisar, contudo, que a superação da *business judgment rule* não importa na imediata responsabilização do administrador, apenas na inversão do ônus da prova, passando ao administrador a incumbência de demonstrar que ainda assim

observou seus deveres fiduciários ou mesmo a ausência denexo causal entre sua conduta e os danos eventualmente experimentados.

Antes de examinar os elementos da *business judgment rule*, é fundamental destacar que a regra não se aplica a decisões irracionais, desperdício de ativos, atos fraudulentos, ilegais ou *ultra vires*. Portanto, é essencial que as decisões do administrador revelem um propósito de racionalidade negocial.

Tal racionalidade não estará presente, por exemplo, na hipótese da decisão estar associada ao desperdício consciente de recursos, não sendo possível a um homem de negócios ordinário concluir que a sociedade empresária teria chances de receber uma contraprestação adequada.

É importante frisar que a irracionalidade deve ser absoluta e jamais confundida com a razoabilidade da decisão tomada.

Em *In Re infoUSA, Inc. Shareholders Litigation*, 953 A.2d 963 (2007), a *Court of Chancery* de Delaware ilustra de maneira didática os limites da irracionalidade que impediriam a aplicação da regra, consignando que “[t]he rule does not require the Court to bless the conclusion of a director that is self-evidently nonsense on stilts, nor does it protect a board that looks into the sun and names it the moon.”

Quanto à prática de atos fraudulentos, ilegais ou *ultra vires*, esses vão de encontro aos próprios elementos da regra e, portanto, não exigem maiores considerações.

#### 2.4.1.1.1 A ocorrência de uma decisão negocial

A ocorrência de uma decisão negocial é o primeiro requisito a ser verificado na aplicação da *business judgment rule*. Sua exigência decorre da constatação de existência do próprio objeto da regra, qual seja a tomada de uma decisão no exercício da administração de uma sociedade empresária.

Mas o que, afinal, pode ser considerada uma decisão negocial?

Não há na jurisprudência uma definição universalmente aplicável ao termo. Isso porque a verificação da natureza negocial de uma decisão deve ocorrer de forma casuística, considerando os elementos específicos de cada situação. Essa

abordagem visa evitar interferências indevidas no processo de tomada decisória dos administradores, assegurando que a análise judicial respeite a discricionariedade dos no exercício de suas funções.

Há atos, que pela sua própria natureza não suscitam maiores discussões, tais como a assinatura de contratos, a compra e venda de ativos, a delegação de tarefas e até mesmo o recrutamento de mão-de-obra. Outros, no entanto, exigem uma análise menos trivial do Poder Judiciário, como, por exemplo, nos casos de omissão ou decisão de não agir.

Especificamente no caso de condutas omissivas, conforme decidido em *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984),

(...) it should be noted that the business judgment rule operates only in the context of director action. Technically speaking, it has no role where directors have either abdicated their functions, or absent a conscious decision, failed to act.[7] But it also follows that under applicable principles, a conscious decision to refrain from acting may nonetheless be a valid exercise of business judgment and enjoy the protections of the rule.

Assim, muito embora separadas por uma linha tênue, é fundamental distinguir a omissão da decisão de não agir.

As omissões, por não resultarem de um processo deliberativo, não configuram decisões negociais e, conseqüentemente, não estão protegidas pela *business judgment rule*. Adicionalmente, por representarem ausência de atuação, podem indicar violação do dever de diligência. Em contraste, a decisão de não agir decorre de um juízo informado, como resultado do qual administradores optam de maneira consciente por não tomar determinada medida. Ao revés da omissão, a decisão de não agir é produto do exercício do dever de diligência dos administradores.

#### 2.4.1.1.2 O desinteresse e independência do administrador

O requisito do desinteresse e independência decorre do próprio dever de lealdade, que é previsto na quase totalidade das jurisdições que tratam dos deveres fiduciários de administradores de sociedades empresárias.

No Brasil a exigência de que ao administrador atue com independência e de modo desinteressado está positivada no artigo 156, da Lei das S.A., que veda ao

administrador “intervir em qualquer operação social em que tiver interesse conflitante com o da companhia, bem como na deliberação que a respeito tomarem os demais administradores”.

Como registrado em *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984), para que seja comprovada a atuação desinteressada, “*directors can neither appear on both sides of a transaction nor expect to derive any personal financial benefit from it in the sense of self-dealing*”. Em outras palavras, não será considerada desinteressada a decisão negocial na qual o administrador for contraparte ou aufera qualquer benefício que não decorra de sua relação fiduciária com a sociedade.

Já a independência diz respeito à obrigação do administrador de basear seu juízo decisório exclusivamente em méritos sociais e desconsiderar qualquer outra variável que não tenha por fundamento os interesses da companhia.

A esse respeito, convém destacar os fundamentos de *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984):

Independence means that a director's decision is based on the corporate merits of the subject before the board rather than extraneous considerations or influences. While directors may confer, debate, and resolve their differences through compromise, or by reasonable reliance upon the expertise of their colleagues and other qualified persons, the end result, nonetheless, must be that each director has brought his or her own informed business judgment to bear with specificity upon the corporate merits of the issues without regard for or succumbing to influences which convert an otherwise valid business decision into a faithless act.

O administrador perderá independência, portanto, sempre que for dominado ou influenciado por alguém que se beneficiará com a sua atuação, de modo que seu poder decisório seja comprometido a tal ponto que ele não mais se encontre isento para atuar nas respectivas matérias.

É importante frisar, contudo, que não é necessário que o acusador comprove que o administrador tenha privilegiado seus próprios interesses ou de terceiros alheios à companhia para que consiga derrubar a presunção de atuação desinteressada e independente.

Basta que comprove a sua potencialidade e bote em dúvida o cumprimento do dever de lealdade, hipótese na qual o ônus probatório será invertido e incumbirá ao administrador demonstrar que, apesar do conflito em potencial, o processo decisório transcorreu de forma hígida e sem prejuízos à companhia.

#### 2.4.1.1.3 A atuação diligente

Assim como o primeiro requisito da *business judgment rule*, a atuação diligente apresenta algum grau de contingência hermenêutica. No entanto, no caso específico da regra da decisão negocial, a diligência esperada do administrador limita-se à atuação de maneira informada.

Assim, para que o acusador consiga superar esse requisito, deve demonstrar que o administrador deixou de reunir as informações necessárias para a tomada da decisão negocial.

Não se espera, contudo, que o administrador seja onisciente e consiga avaliar todo o conhecimento existente sobre a matéria. Basta que ele busque as informações relevantes e aquelas razoavelmente acessíveis. Tal solução, se por um lado mitiga o espectro contingente da diligência esperada, por outro cria outra zona cinzenta. Afinal, não há como estabelecer, *a priori* e de modo universal, a quantidade de informação necessária para embasar uma decisão negocial fundamentada.

Assim, a própria definição do nível de informação necessária para a tomada consciente da decisão constitui, em si, uma decisão negocial.

É certo que se pode buscar o desenvolvimento de fórmulas para determinar, de forma procedimental, a quantidade adequada de informações a serem reunidas. No entanto, tais soluções apresentam limitações, pois sua aplicação exigiria que os juízes fossem especialistas na tomada de decisões comerciais — o que, evidentemente, não são.

De acordo com SILVA<sup>73</sup>, o conceito de *gross negligence* poderia ser utilizado como balizador desta medida. No entanto, tal conceito igualmente prescinde de objetividade.

Assim, a aferição da atuação diligente do administrador deve ocorrer a partir da análise das circunstâncias específicas de cada caso. Em vez de adotar critérios

---

<sup>73</sup> SILVA, Alexandre Couto. Responsabilidade dos Administradores de S.A.: Business Judgment Rule. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 200.

objetivos ou fórmulas procedimentais, o interprete do direito deverá avaliar se as informações razoavelmente relevantes e acessíveis para a tomada da decisão negocial foram reunidas e consideradas pelo administrador.

#### 2.4.1.1.4 A boa-fé

Conforme leciona BRIGAGÃO<sup>74</sup>, para que a presunção da boa-fé seja afastada, o acusador preverá demonstrar que, ao tomar determinada decisão negocial, o administrador não atuou buscando o benefício da sociedade empresária.

Ainda de acordo com o autor, o entendimento da doutrina norte-americana é contundente no sentido de não bastar a mera menção à má-fé para afastamento da presunção. É necessário que o acusador fundamente de maneira robusta os motivos pelos quais acredita que o administrador não agiu em prol dos interesses da sociedade empresária.

Diferente do requisito do desinteresse e independência, este requisito não busca evitar que o administrador utilize sua prerrogativas para privilegiar os interesses de outrem. A presunção boa-fé procura garantir que o administrador não oriente sua atuação com indiferença em relação aos resultados.

Dessa forma, assim como os elementos da existência de uma decisão negocial e da atuação diligente, a boa-fé deve ser verificada casuisticamente.

No entanto, a superação deste requisito é controversa, na medida em que, em alguns casos, seu exame esbarra na avaliação dos próprios méritos da decisão analisada, indo de encontro aos fundamentos da *business judgment rule*.

Além disso, parte da jurisprudência verifica a boa-fé com base na razoabilidade da decisão, de modo que a diferença entre a verificação da razoabilidade da decisão e a análise de seu mérito pode não se mostrar muito clara no caso concreto.

---

<sup>74</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 144.

Como aponta BRIGAGÃO<sup>75</sup>, é possível identificar que julgadores costumam reputar como tomadas de má-fé as decisões negociais eivadas de dolo, falha procedimental escandalosa ou indiferença consciente quanto aos interesses sociais. No entanto, tais elementos podem ser avaliados com base em outros requisitos da regra e, até mesmo, com base nas hipóteses de sua não aplicação.

Por esse motivo, diferente dos demais requisitos da regra, não há um consenso jurisprudencial a respeito da boa-fé com um dos elementos da *business judgment rule*, havendo decisões dispensam a sua superação para responsabilização de administradores por danos causados à companhia.

#### 2.4.1.2. Correspondência da regra na lei brasileira

Muito embora tenha origem na experiência jurisprudencial dos países de tradição da *common law*, a aplicabilidade da *business judgment rule* no ordenamento jurídico brasileiro é possível graças à conjugação de alguns dos mecanismos oferecidos na lei societária pátria.

Para SILVA<sup>76</sup>, a *business judgment rule* encontra correspondência no artigo 159, §6º da Lei das S.A., de acordo com o qual “[o] juiz poderá reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador, se convencido de que este agiu de boa-fé e visando ao interesse da companhia”.

A associação da regra de decisão comercial com o referido dispositivo é compreensível, haja vista a referência textual à atuação de boa-fé e à atuação no interesse da companhia como pressupostos de exclusão da responsabilidade do administrador.

---

<sup>75</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 144.

<sup>76</sup> SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S.A.: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 200.

No entanto, o entendimento sustentado por outra parcela da doutrina, da qual comunga BRIGAGÃO<sup>77</sup>, aponta que, embora o referido dispositivo compartilhe alguns elementos da *business judgment rule*, ele não abrange todas as suas propriedades.

Isto porque, como salientado, a *business judgment rule* determina que administradores não podem ser responsabilizados por prejuízos causados à companhia quando sua atuação: (i) envolver a tomada de uma decisão negocial; (ii) for desinteressada e independente; (iii) for diligente; e (iv) for pautada na boa-fé.

Destarte, releva cotejar analiticamente os elementos presentes no artigo 159, §6º da Lei das S.A. com os requisitos de aplicabilidade da *business judgment rule*.

Com relação ao requisito da boa-fé, é possível notar que o artigo 159, §6º da Lei das S.A., refere-se expressamente a ela como requisito de exclusão de responsabilidade do administrador.

O requisito de desinteresse e independência do administrador pode ser encontrado na parte final do dispositivo, que estabelece a atuação no interesse da companhia como pressuposto para exclusão da responsabilidade do administrador.

Como aponta BRIGAGÃO<sup>78</sup>, a atuação no interesse da companhia a que o artigo 159, §6º da Lei das S.A. se refere é disciplinada no artigo 154 da Lei, que determina que o administrador deve exercer suas atribuições de modo a lograr exclusivamente os interesses sociais.

Sendo assim, o elemento da atuação desinteressada estaria verificado na medida em que, caso o administrador atue visando interesses próprios, não atenderia ao disposto no artigo 154, da Lei das S.A. Ainda, no que tange à independência, o §1º do mesmo dispositivo impede que o administrador atue no interesse de um grupo determinado de acionistas, devendo observar tão somente o interesse social como pilar de suas ações.

Em relação aos requisitos da atuação diligente e da ocorrência de uma decisão negocial, presentes na *business judgment rule*, não é possível encontrar uma correspondência no artigo 159, §6º da Lei das S.A.

---

<sup>77</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 165.

<sup>78</sup> *Ibidem*, p. 169.

Disso decorrem algumas considerações de ordem prática envolvendo o referido dispositivo.

Chama atenção sobretudo o fato de não ser exigida a atuação diligente do administrador. Sendo assim, ainda que este tenha agido em violação aos seus deveres fiduciários – como na hipótese de o prejuízo à companhia derivar de conduta negligente –, poderá o juiz reconhecer a exclusão de responsabilidade, caso o administrador tenha agido de boa-fé e no interesse da companhia. Esse fato, *per se*, seria suficiente para inviabilizar a correspondência da *business judgment rule* da norma positivada no artigo 159, §6º da Lei das S.A.

No entanto, BRIGAGÃO<sup>79</sup> também chama atenção para a escolha do imperativo adotado pelo legislador ao determinar que o “o juiz *poderá* reconhecer a exclusão da responsabilidade do administrador”.

A este respeito, é certo que a *business judgment rule* não confere mera liberalidade ao julgador para excluir a responsabilidade do administrador. O propósito da regra é justamente garantir que, caso o processo decisório tenha sido correto, o mérito das decisões negociais não possa ser avaliado.

Ao contrário do que prevê o artigo 159, §6º da Lei das S.A., a regra da decisão negocial *determina* – e não *autoriza* – que o intérprete reconheça a exclusão de responsabilidade do administrador.

Disso decorre que, embora o artigo 159, §6º, da Lei das S.A., contenha um mecanismo de exclusão de responsabilidade dos administradores, trata-se de sistemática diversa da *business judgment rule*.

No entanto, isto não significa que a regra da decisão negocial não encontre correspondência na Lei das S.A. BRIGAGÃO<sup>80</sup> sustenta os mesmos efeitos da regra podem ser alcançados através da conjugação de alguns dos dispositivos contidos na Seção IV, do Capítulo XII, da Lei das S.A.

---

<sup>79</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 173.

<sup>80</sup> *Ibidem*, p. 177.

Com relação ao requisito da existência de uma decisão negocial, BRIGAGÃO<sup>81</sup> aponta que, nos termos do artigo 153 da Lei das S.A., do administrador é exigida uma atuação diligente na condução dos negócios sociais. Daí decorre que, assim como na regra da decisão negocial, o administrador que causar prejuízos à companhia pela sua falta de atuação (o que não se confunde com a decisão de não agir) estará necessariamente violando de seus deveres fiduciários, sendo, portanto, passível de responsabilização.

Em segundo lugar, como constatado, a atuação desinteressada encontra correspondência no *caput* e no §1º, do artigo 154, da Lei das S.A., que impede que o administrador atue no interesse de um grupo específico de acionistas e o obriga a pautar suas decisões tão somente na defesa dos interesses da companhia.

Em seguida, o requisito da diligência, com base no qual a regra da decisão negocial exige a tomada de decisões informadas, está contemplada no artigo 153, da Lei das S.A. Com efeito, conforme aponta PARENTE<sup>82</sup>, o dever de diligência se decompõe em cinco outros deveres, nomeadamente (i) o dever de se qualificar para o exercício do cargo; (ii) o dever de bem administrar; (iii) o dever de se informar; (iv) o dever de investigar; e (v) o dever de vigiar.

Para os efeitos da *business judgment rule*, no entanto, importam tão somente o dever de se informar, que obriga administradores buscarem informações necessárias para desempenhar seu múnus, e o dever de investigar, de acordo com o qual os administradores devem analisar criticamente as informações que lhe forem fornecidas, a fim de identificar riscos e tomar as devidas providências para mitigá-los.

Por fim, o requisito da boa-fé está contemplado, segundo BRIGAGÃO<sup>83</sup>, nos artigos 155 e 158, da Lei das S.A.

O artigo 155 estabelece o escopo do dever de lealdade devido pelos administradores à companhia. Com base nele, entre outros padrões de conduta, é exigida do administrador a atuação de boa-fé na condução dos negócios sociais.

---

<sup>81</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 179.

<sup>82</sup> PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005. p. 101.

<sup>83</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *Op. cit.*, p. 183.

O artigo 158, por sua vez, determina que o administrador é responsável pelos prejuízos que causar à companhia dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo ou com violação da lei ou do estatuto. Sendo assim, tal qual como ocorre na *business judgment rule*, caso o administrador atue com culpa ou dolo ou caso viole a lei ou o estatuto, este não contará com a proteção contra a sua responsabilização pessoal.

Dessa forma, apesar da inexistência de uma norma positivada equivalente à *business judgment rule*, a mesma proteção conferida por ela pela jurisprudência de países onde impera o modelo da *common law* pode ser encontrada no ordenamento brasileiro com base na conjugação de dispositivos oferecidos pela Lei das S.A.

Prova disso é que a regra da decisão negocial tem sido progressivamente incorporada pela jurisprudência para fundamentar decisões em instâncias superiores do Poder Judiciário<sup>84</sup>, de autarquias, como a CVM<sup>85</sup>, e até de órgãos de controle, como o Tribunal de Contas da União<sup>86</sup>.

#### 2.4.1.3. Aplicação da *business judgment rule* à tomada de decisões ambientais e socialmente responsáveis que representem custos financeiros não recuperáveis ou causem danos à companhia

Após definidas as bases da atuação fiduciária dos administradores e o regime de sua responsabilização por danos à companhia, impõe-se analisar em que medida podem ser civilmente responsabilizados e ter suas decisões negociais revistas quando estas resultarem em prejuízos à companhia ou em custos financeiros não

---

<sup>84</sup> BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 2128098 - SP (2024/0074077-5). Relator: Ricardo Villas Bôas Cueva. Julgado em 13 nov. 2024.

<sup>85</sup> BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2013/11703. Relator: Gustavo Tavares Borba. Julgado em 31 jul. 2018.

<sup>86</sup> BRASIL. Tribunal de Contas da União. Processo nº 003.502/2016-3. Relator: Antônio Anastasia. Julgado em 25 out. 2023.

recuperáveis, mas tiverem sido fundamentadas em imperativos ambientais e sociais relevantes.

Para esta pergunta, no entanto, não há uma resposta imediata ou definitiva. Isto porque a conclusão a que se chegará dependerá do juízo do intérprete do Direito sobre, entre outras variáveis, a vontade social e os interesses a serem validamente considerados na sua formação.

Para que possa haver a responsabilização civil do administrador, é necessário que haja dano a ser reparável, conduta ilícita reprovável e nexo causal entre o prejuízo e a conduta ilícita praticada. Será considerada reprovável a conduta do administrador sempre que houver a violação de deveres fiduciários a ele impostos.

Assim, para que o administrador possa ser civilmente responsabilizado pelos danos experimentados pela companhia, o acusador deverá comprovar que a sua atuação não se deu em consonância com os deveres e responsabilidades previstos na Seção IV do Capítulo XII da Lei das S.A.

Como visto, um indicativo razoável de verificação do cumprimento de deveres fiduciários pode ser alcançado com base na *business judgment rule*.

Nesse sentido, o que a regra procura proteger é a higidez do processo decisório dos administradores à luz dos padrões de conduta deles esperado.

Nestes termos, convém analisar, sob a *business judgment rule*, a hipótese em que determinado administrador causa prejuízos à companhia como decorrência da tomada de decisão negocial fundamentada em imperativos ambiental ou socialmente relevantes.

Para tanto, assumiremos que o único desvio padrão em sua conduta será o fundamento com base no qual o administrador tomou a decisão negocial.

Em primeiro lugar, é necessário estabelecer se a hipótese em análise se adequa a uma das situações em que a aplicação da regra da decisão negocial é excluída.

Com efeito, BRIGAGÃO<sup>87</sup> aponta que a *business judgment rule* não pode ser aplicada a decisões irracionais ou que envolvam o desperdício de ativos, tampouco a atos fraudulentos, ilegais ou *ultra vires*.

O fato de determinada decisão negocial ter sido tomada com fundamento em imperativos ambiental e socialmente relevantes não parece permitir presumir, *per se*, a irracionalidade, desperdício de ativos, fraude ou atuação *ultra vires*. Como salienta BRIGAGÃO<sup>88</sup>, os atos considerados irracionais são aqueles cuja torpeza da fundamentação os faria equivaler ao desperdício deliberado de bens sociais.

Como visto anteriormente, a utilização dos bens sociais para lograr fins ambiental e socialmente relevantes não é considerada, por si só, desperdício de ativos. Mesmo nos casos em que determinado ato não tenha como propósito gerar retorno financeiro para a companhia, a própria lei societária permite no parágrafo §4º, do artigo 154, que “o conselho de administração ou a diretoria podem autorizar a prática de atos gratuitos razoáveis em benefício dos empregados ou da comunidade de que participe a empresa, tendo em vista suas responsabilidades sociais”.

Isto porque, apesar de o principal interesse social ser a geração de lucro, não se pode ignorar que a ponderação de interesses dos *stakeholders* que se relacionam ou são afetados pelo exercício da empresa pode representar providência intermediária necessária da geração de esse lucro.

Ademais, para que possa haver fraude para os fins de inaplicação da regra da decisão negocial, é necessário que o administrador pratique algum ato em violação da lei, como por exemplo, a promessa ou concessão de vantagens indevidas a servidores públicos para a obtenção de vantagem, ainda que no interesse da companhia.

Os atos *ultra vires*, por seu turno, presumem que o administrador tenha atuado para além das suas prerrogativas legais ou estatutárias. Assim, sob esta exceção, para que a decisão negocial fundamentada em imperativo ambiental e socialmente relevantes possa ser desafiada, será necessário que extrapole os limites de

---

<sup>87</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 125.

<sup>88</sup> *Ibidem*, p. 126.

competência do administrador. Nesse caso, contudo, o fundamento com base no qual a decisão será desafiada não seria a sua motivação, mas tão somente o fato de o administrador ter ultrapassado os limites impostos pela lei ou estatuto.

Superada a verificação da incompatibilidade dos motivos que ensejam a não aplicação da *business judgment rule*, releva constatar se a decisão negocial fundamentada em imperativos ambiental e socialmente responsáveis encontra respaldo na regra da decisão negocial.

Com relação ao primeiro requisito, qual seja a existência de uma decisão negocial, fato é que, conforme debatido no presente trabalho, não há um conceito determinado para o termo. Sendo assim, ainda que a doutrina e jurisprudência tenham estabelecido alguns paradigmas positivos, a análise deverá ser casuística. De toda sorte, é certo que a assinatura de contratos, a compra e venda de ativos, a delegação de tarefas e até mesmo a disposição de bens do ativo social representam a tomada de decisões negociais. Caso qualquer desses atos tenha sido praticado com vistas a alcançar determinado objetivo ambiental ou socialmente relevantes, restará preenchido o primeiro requisito de aplicação da regra.

Na sequência, convém examinar se o fato de a decisão negocial ter sido tomada com fundamento em imperativos ambiental e socialmente relevantes é capaz de, isoladamente, representar uma quebra da diligência esperada do administrador.

Considerando que, para os fins de aplicação da *business judgment rule*, a atuação diligente é verificada sempre que a decisão houver sido tomada em bases informadas, não é razoável igualmente assumir que a fundamentação em imperativos ambiental e socialmente relevantes seja suficiente para afastar a proteção do administrador. Para tanto, seria necessário comprovar que a decisão em análise tenha sido tomada sem o nível necessário de informação. Novamente, o fundamento para afastar a *business judgment rule* não seriam os imperativos ambiental e socialmente responsáveis, mas exclusivamente o fato de o administrador ter tomado a decisão sem estar imbuído do grau necessário de informação.

Com relação à boa-fé, BRIGAGÃO<sup>89</sup> lembra tratar-se de elemento controverso da *business judgment rule*. Isto porque, além de alguns julgados desconsiderarem a boa-fé na aplicação do teste, a sua verificação pode exigir a avaliação de mérito das decisões tomadas pelos administradores.

Seja como for, assumindo que a boa-fé constitui elemento de aplicação da regra da decisão negocial, esta somente poderá ser superada caso a decisão negocial seja maculada por dolo, falha procedimental escandalosa ou indiferença consciente quanto aos interesses sociais.

Exceto pela hipótese da indiferença quanto aos interesses sociais – cuja análise será realizada conjuntamente com o requisito do desinteresse e independência – a atuação segundo imperativos ambiental e socialmente relevantes não parece ser suficiente para impedir a constatação da boa-fé do administrador.

A uma, pois a atuação segundo tais imperativos não constitui presunção de intenção categórica de causar prejuízos à companhia. A duas, pois a falha procedimental escandalosa presume a ausência de elementos tais como a reunião necessária de informações, abarcada pelo requisito da diligência, já objeto de análise.

Por fim, a pedra de toque para a verificação da aplicabilidade da *business judgment rule* à tomada de decisões negociais fundamentadas em imperativos ambiental e socialmente relevantes repousa na identificação do desinteresse e independência de julgamento do administrador.

Como visto, no âmbito do ordenamento pátrio, o atendimento a este requisito presume a atuação no interesse da companhia, consoante as balizas determinadas no artigo 154 da Lei das S.A., que estabelece as finalidades das atribuições do administrador.

Assim, a atuação desinteressada e independente ocorrerá sempre que o administrador cumulativamente pautar suas decisões tão somente na defesa dos interesses sociais – satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa – e não privilegiar interesses outros que não os da companhia.

---

<sup>89</sup> BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017. p. 143.

Disso podem ocorrer conclusões diversas a depender, entre outras variáveis, da corrente da teoria normativa da ética empresarial à qual o intérprete se filia, bem como as balizas do fenômeno da propriedade existentes em determinado recorte temporal.

Com relação à corrente da teoria normativa da ética empresarial, como aduzido na primeira seção do presente trabalho, as duas mais discutidas são o capitalismo fiduciário, capitaneado por FRIEDMAN (segundo o qual a única função social da empresa é maximizar a geração de valor para o acionista), e o capitalismo de *stakeholder*, defendido por FREEMAN (de acordo com o qual o exercício da empresa deve considerar não apenas os interesses dos detentores dos meios de produção, mas igualmente os interesses daqueles afetados pelo desempenho de suas atividades).

Caso se assuma o capitalismo fiduciário como teoria normativa válida, decorre-se que a utilização de variáveis ambiental e socialmente relevantes somente poderia servir de fundamento para a tomada de decisões negociais pelo administrador caso estas representassem potencial retorno monetário para os acionistas, ou ao menos um custo recuperável.

Isto porque, nesta hipótese, o interesse social seria tão somente um mimetizador da soma das vontades individuais dos acionistas, estes considerados como únicos bastiões do interesse social. Tal conclusão coaduna com a visão contratualista da sociedade empresária.

Ainda que se assuma ser esta a premissa válida, há de se considerar que inobstante a formação da vontade social dispensar a consideração dos interesses dos demais *stakeholders* afetados pelo exercício da empresa, há outro obstáculo de mais árdua transposição. Isto porque, como acertadamente contemplado pelo legislador, a parte final do caput do artigo 154, da Lei das S.A., fornece um balizador para o desempenho das atribuições do administrador sob os moldes contemporâneos do exercício da propriedade. Nos termos do referido dispositivo, “[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”.

Disso decorre que, para que a regra da decisão negocial possa ser aplicada, é necessário que o administrador não tenha atuado em violação à lei. Desta maneira, tendo o artigo 154 da Lei das S.A. estabelecido determinadas balizas à atuação do

administrador, ainda que este considere o interesse social tão somente como o produto da soma das vontades individuais dos acionistas, estará limitado pelos imperativos de satisfação das exigências do bem público e da função social da empresa.

Isso não significa, contudo, que tais imperativos deverão suplantar o interesse dos acionistas no momento de identificação do interesse social legítimo da companhia, mas tão somente que quando o administrador planejar sua conduta, deverá considerá-los como variável de cálculo.

Assim, de acordo com a teoria normativa da ética empresarial do capitalismo fiduciário, muito embora se defenda que os administradores não devam considerar na tomada de suas decisões imperativos ambiental e socialmente relevantes, a menos que representem um investimento ou custo recuperável, fato é que, por imposição legal, tais variáveis obrigatoriamente deverão ser consideradas, ainda que desempenhando papel decisório diagonal.

Por outro lado, caso se tome como premissa a teoria normativa da ética empresarial do capitalismo de *stakeholder*, a conclusão é ainda mais trivial. Isto porque os próprios fundamentos da teoria já tomam por base que os interesses dos demais *stakeholders* afetados pelo exercício da empresa têm papel relevante na formação da vontade social. Desta maneira, não se faz necessário lançar mão das balizas de exercício contemporâneo do fenômeno da propriedade.

Para os que se filiam à corrente da *stakeholder theory*, a concepção do interesse social é afetada por linhas institucionalistas, as quais corroboram o entendimento de que o interesse social é formado pelo equilíbrio de interesses daqueles agentes interessados ou afetados pelo desempenho das atividades sociais.

Desta maneira, ao fundamentar uma decisão negocial em imperativos ambiental e socialmente relevantes, o administrador estaria seguindo o procedimento correto para identificação da vontade com base na qual deve pautar seus atos.

Afinal, o meio ambiente e a comunidade na qual determinada companhia atua necessariamente serão afetados pelo exercício de suas atividades e, como consectário lógico, participarão do espectro de atores cuja vontade deve ser considerada na determinação do interesse social. Isto não significa, contudo, que estes serão o centro do processo decisório dos rumos sociais, já que o princípio liberal garante a disposição da propriedade por seus titulares, desde que respeitados os limites impostos pelo ordenamento jurídico.

Destarte, com base nas referidas digressões, parece razoável assumir que, seja em virtude dos contornos impostos ao exercício da propriedade, seja com lastro no próprio procedimento de formação da vontade social, a fundamentação de atos de gestão por administradores de companhias em imperativos ambiental e socialmente relevantes não constitui critério suficiente para sua responsabilização nas hipóteses em que a firma experimentar prejuízos ou suportar custos não recuperáveis como decorrência sua.

## CONCLUSÃO

Como demonstrado, ainda que produto de um processo atualmente em curso, a responsabilidade social corporativa exerce influência em diferentes graus sobre o exercício da empresa.

Desde a segunda metade do século XIX, quando a discussão a seu respeito começou a tomar forma, até o final do século XX, quando passou a ostentar propriedades menos volúveis, a atuação da empresa de modo social e ambientalmente responsável iniciou por caminhar juntamente com a discussão das próprias bases do modelo capitalista contemporâneo.

Evidência disso é o fato de a maior discussão no plano da ética normativa empresarial ser travada entre as teorias do capitalismo fiduciário, que considera a geração de retorno financeiro para o acionista como a única função social da empresa, e do capitalismo de *stakeholder*, que, ao seu revés, identifica a empresa como o produto do equilíbrio de interesses daqueles que são afetados pelo desenvolvimento de suas atividades. Tal constatação, longe de ser um evento hermético do direito empresarial, apenas acompanhou a evolução de bases dos fenômenos sociais decorrentes de eventos geopolíticos havidos no século XX.

Apesar de ainda ser objeto de debate, fato é que o exercício da propriedade – e, como decorrência, da empresa como expressão do uso dos meios de produção – amparado pelas balizas da função e do interesse social não é mais uma variável que administradores podem optar por desconsiderar.

Corroborando esta constatação, a Lei das S.A. recepcionou, nos dispositivos que estabelecem os deveres do acionista controlador e as finalidades das atribuições dos administradores, obrigações para com os empregados da sociedade empresária e a comunidade em que atua, bem como a satisfação às exigências do bem público e da função social da empresa.

Lastreando-se em tais premissas, procedeu-se à análise do cumprimento das responsabilidades fiduciárias de administradores quando da tomada de decisões negociais fundamentadas em imperativos social e ambientalmente relevantes e que causem prejuízos ou representem custos não recuperáveis para a empresa.

Considerando que o sistema de governança e responsabilização civil de administradores visa mitigar os custos de agência, garantindo o alinhamento de

interesses entre agentes e principais, o fato de os administradores deverem lealdade e diligência à sociedade empresária – e não aos seus acionistas – parece ser determinante para o estabelecimento de sua responsabilidade e modo de atuação nestas situações. Isto porque, sob o viés da teoria institucionalista do interesse social, que coaduna com a teoria normativa da ética empresarial da *stakeholder theory*, a vontade social deve considerar, além dos desígnios dos próprios acionistas, os interesses dos demais *stakeholders* afetados pelo exercício da empresa. Portanto, ao tomarem medidas de gestão balizadas em imperativos sociais e ambientais, administradores não estariam violando seus deveres fiduciários, ainda que causem prejuízos à firma ou incorram em custos não recuperáveis.

Por outro lado, caso, no entanto, se assuma que a única responsabilidade da empresa é a geração de valor para os acionistas, sob a sistemática fiduciária estabelecida na legislação societária brasileira os administradores igualmente deverão considerar aspectos social e ambientalmente relevantes como variável decisória em virtude das balizas impostas pela função social da empresa e pelo interesse público.

Destarte, muito embora, sob o princípio liberal, os interesses dos acionistas ainda devam ser o principal referencial de tomada decisória dos administradores, caso estes alicerces sua atuação em fundamentos social e ambientalmente relevantes, não incorrerão, *per se*, na quebra de deveres fiduciários para com a sociedade empresária, tampouco poderão ser isoladamente com base nisto responsabilizados.

## REFERÊNCIAS

ALVES, José Carlos Moreira. Direito Romano. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

BLACK, Lewis S. Why Corporations Choose Delaware. Delaware Department of State Division of Corporations. Delaware. 2007.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/LEIS/L6404consol.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm) Acesso em 01 set. 2016.

BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. *A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule*. São Paulo: Quartier Latin, 2017.

BULLOCK, Jeffrey. Delaware Division of Corporations 2010 Annual Report. Delaware Secretary of State. Delaware: 2010.

CAMPOS, Luiz Antônio Sampaio de. *Direito das Companhias* / coordenação Alfredo Lamy Filho, José Luiz Bulhões Pedreira. – 2. Ed., atual e ref. – Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CARROL, Archie B. *A History of Corporate Social Responsibility: concepts and Practices*. In *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*. Oxford: Oxford University Press, 2008.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas. 1º volume: artigos 1º a 74º. São Paulo: Saraiva, 2013.

CARVALHOSA, Modesto. *Sociedades anônimas* / Modesto Carvalhosa, Luiz Fernando Martins Kuyven. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. – (Coleção tratado de direito empresarial; v. 3).

DAVIES, Paul L.; WORTHINGTON, Sarah. *Gower's Principles of Modern Company Law*. Reino Unido: Sweet & Maxwell. 2016. 10ª Edição.

DUGUIT, Leon. *Les Transformations Générales du Droit Privé Depuis le Code Napoléon*. Paris: Alcan, 1912.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ESTY, Daniel C.; Cort, Todd. *Values at Work: Sustainable Investing and ESG Reporting*. New Haven: Palgrave Macmillan, 2020.

EVAN, W. M., e FREEMAN, R. E. 'A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism' *in* T. Beauchamp and N. Bowie (eds.), *Ethical Theory and Business*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 75-93.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Conflito de Interesses nas Assembléias de S.A.*, Malheiros, São. Paulo, 1993.

FRAZÃO, Ana. *Função Social da Empresa: repercussões sobre a responsabilidade civil de controladores e administradores de S/As*. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FREDERICK, W.C. 'The growing concern over business responsibility', *California Management Review*, Vol. 2, 1960. p.54–61.

FREEMAN, R. E. *Strategic Management. A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman, 1984.

FRIEDMAN, Milton. 1962. *Capitalism and Freedom*. Chicago: University of Chicago Press.

FRIEDMAN, Milton. *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*. *New York Times Magazine*, 13 September 1970, 122-12.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. Journal of Financial Economics. v. 3, n. 4, Oct. 1976.

JONES, T. M. 1980. *Corporate Social Responsibility Revisited, Redefined*. California Management Review, 22 (2): 59-67.

LOPES, Ana Frazão de Azevedo. *Empresa e propriedade: função social e abuso do poder econômico*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

MELÉ, Domènec. *Corporate Social Responsibility Theories*. in The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility. Oxford: Oxford University Press. 2008.

PARENTE, Flávia. *O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARENTE, Norma Jonssen. *Mercado de Capitais / Norma Jonssen Parente; coordenação Modesto Carvalhosa*. – São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016. (Coleção tratado de direito empresarial. v. 6).

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições do Direito Civil*. Rio de Janeiro, Editora Forense, 2009.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S.A.: Business Judgment Rule*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

SMITH, Adam. *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. Livro5, Capítulo 1, Parte 3, Art. 1. 1776.

STRUCHINER, Noel. *Novas fronteiras da teoria do direito: da filosofia moral à psicologia experimental / organização Noel Struchiner, Rodrigo de Souza Tavares*. - 1. ed. - Rio de Janeiro: PoD: PUC-Rio, 2014.

WALTON, C.C. *Corporate social responsibilities*, Wadsworth, Belmont, California, 1967.