

Intenções e Gestos

Na Carta Dynamo 112 tratamos da questão climática tentando identificar as razões pelas quais um tema que se tornou urgente, despertando tanto interesse/discussão, não conseguiu avançar a pauta de resoluções efetivas na velocidade desejada. Apontamos dois ingredientes fundamentais: (i) trata-se de fenômeno regido pelas leis de sistemas complexos – não-linear, gradual e cumulativo, difícil de ser enxergado a olho nu, até colapsar em forma de eventos extremos perceptíveis; (ii) envolve um problema de ação coletiva, que se dá em diversas escalas de tempo, onde os incentivos/interesses individuais e sociais estão desalinhados, caracterizando tipicamente uma situação de “tragédia dos comuns”, com escalas e dificuldades bem particulares.

Conhecendo o tamanho do desafio, o IPCC¹, principal autoridade científica no assunto, há mais de três décadas vem procurando alertar os formuladores de políticas públicas e os interessados em geral acerca das consequências do aquecimento global sobre a vida do planeta. Simulando cenários plausíveis de emissões de gases de efeito estufa, o IPCC demonstra que restringir o aquecimento global em até 1,5°C acima dos níveis pré-industriais, algo perfeitamente possível dentro das leis químicas e físicas, seria fundamental para preservar os ecossistemas mais frágeis e as populações mais vulneráveis, reconhecendo ainda que a jornada exigiria “transições sem precedentes em todos os aspectos da sociedade” (IPCC, 2018). Neste mesmo documento de 2018, intitulado “Special Report on a Global Warming of 1.5°C”, a fim de balizar trajetórias aceitáveis de mitigações, surgiu pela primeira vez a expressão *net zero*, quando as emissões antropogênicas remanescentes deverão ser compensadas por esquemas de captura/absorção, estabelecendo assim sua neutralidade.

A meta do IPCC de contenção do aumento do aquecimento em até 1,5°C tornou-se a principal referência de ajuste de condutas e propósitos para quem queira demonstrar sintonia com este movimento de concertação. Tal qual o novelo de lã nas mãos de Teseu no episódio

mitológico, a trajetória de contingenciamento das emissões projeta o *net zero* em 2050 como referência para o caminho de saída do labirinto climático.

Desde então, as engrenagens “renováveis” das economias passaram a se movimentar em ritmo mais acelerado. Como amostra ilustrativa de evidências²: 90% dos países revisaram seus compromissos (NDCs) refletindo uma redução de 5Gt em relação à primeira rodada; as campanhas globais recebem cada vez mais adesões (a *Race to Zero* da ONU abriga 13,5 mil membros, entre os quais 10,2 mil companhias, a *The Climate Clean Air Coalition*, ligada à UNEP, conta com 160 países); governos lançaram expressivos programas de incentivo (o mais relevante, o *Inflation Reduction Act* dos Estados Unidos) e alocaram no agregado US\$ 1,34 trilhão de recursos em energia limpas desde a pandemia; os investimentos globais em energias renováveis ultrapassam desde 2018 o segmento de combustíveis fósseis e o estoque de pessoal empregado é maior desde 2020; em 2023, progressos na instalação de painéis fotovoltaicos e na produção de veículos elétricos estão ocorrendo em compasso com a trajetória *net zero* em 2050; mesmo com um crescimento agregado do PIB de 1,7%, as emissões nas economias avançadas caíram 4,5%, algo inédito para um período não-recessivo, o que mostra uma trajetória estrutural de redução das emissões.

Por outro lado, os mais céticos também encontram vestígios que alimentam suas visões mais cautelosas, tendo em vista a dimensão do esforço do que ainda precisa ser entregue. Aqui também colecionamos evidências: as emissões globais relacionadas ao setor de energia continuaram crescendo 1,1% em 2023, o que projeta uma trajetória de 2,4°C de aquecimento global com impactos severos sobre o planeta até o final do século; mesmo incorporando as últimas atualizações, a projeção das NDCs consolidadas hoje aponta para uma queda de apenas 2% das emissões em 2030 (base 2019), quando o IPCC estima que a redução deveria ser de 43%; a necessidade de redução

1 O Intergovernmental Panel on Climate Change é o órgão das Nações Unidas criado em 1988 responsável por produzir avaliações e relatórios científicos sobre as questões climáticas, considerado por muitos a maior referência técnica no assunto.

2 Como de costume, a fim de tornar o texto mais conciso, optamos pelas citações mais curtas. As referências bibliográficas completas podem ser encontradas em nosso site. As informações recolhidas neste parágrafo e no seguinte foram baseadas nos seguintes documentos: IEA, 2023a, 2023b, 2023c e Smil, 2024.

de emissões globais até 2030 equivale praticamente às emissões atuais conjuntas dos Estados Unidos e China; os países desenvolvidos precisam reduzir suas emissões em 80% até 2035 e os emergentes em 60%; como a demanda por energia segue aumentando, a participação dos fósseis na oferta global de energia que por décadas situou-se em torno de 80% cairá para “apenas” 73% em 2030³.

E assim, o pêndulo da transição energética continua oscilando entre aqueles que veem progressos importantes e aqueles que enxergam lentidão preocupante. Seguimos acompanhando com interesse este macro ambiente de atuação dos países e de resultados agregados que sintetizam direções importantes nas trajetórias de descarbonização. Neste momento, porém, preferimos avançar em outra direção, concentrando atenção onde costumamos transitar: entre as companhias. Decidimos dar uma espiada lá fora a fim de examinar como as forças da transição energética, para além da mera narrativa, estão afetando documentos e a prática societária em algumas companhias mais expostas ao tema. Escolhemos uma amostra de empresas nos segmentos de O&G (petróleo e gás) e *utilities* nos Estados Unidos e na Europa, basicamente.

Sob diversos ângulos, reconhecemos que nossa amostra não é homogênea, ao contrário, são companhias com bases de ativos, estratégias corporativas e perfis societários variados, incorporadas em diferentes jurisdições e submetidas a regimes regulatórios também distintos. Mas não pretendemos aqui entrar no mérito específico de suas operações, estratégias, nem mesmo *valuations*. Nosso interesse se volta apenas para a dimensão das discussões societárias e nosso critério exclusivo de seleção se deu pelo fato de serem empresas relevantes atuando em segmentos de negócios envolvendo a produção de combustíveis fósseis e/ou a produção/distribuição de energia a partir destes combustíveis, cuja utilização está no centro das controvérsias sobre o aquecimento do planeta. Ou seja, companhias profundamente inseridas no tema da transição energética.

Sob esta ótica particular, em meio à diversidade da nossa coleção, observamos padrões comuns de conduta entre acionistas e administradores, conferindo nitidamente uma linha de unidade a esta interação. Vamos destacar os principais elementos destas evidências e no final tentamos sintetizá-las concluindo que também nesta dimensão

3 A China é a maior expressão nacional desta ambiguidade que caracteriza os movimentos de transição. Em 2023, o país contribuiu com 60% das adições globais de painéis fotovoltaicos, energia eólica e carros elétricos, ao mesmo tempo em que foi o novamente o recordista de crescimento de emissões, registrando uma emissão per capita 15% superior às das nações desenvolvidas.

específica das companhias analisadas o problema da ação coletiva continua prevalente.

Na Carta seguinte, saímos do ambiente específico das empresas de energia e trazemos algumas forças de mudanças que observamos em outras regiões da sociedade. Vamos discutir alguns obstáculos que dificultam a expressão dessas preferências sociais e algumas propostas de reformas para superá-los. Ao final, atualizamos algumas reflexões sobre a temática ambiental e a polêmica ESG.

Antes de iniciarmos, uma breve advertência: a leitura que teremos pela frente não promete ser das mais fáceis. Vamos percorrer assuntos e documentos técnicos, além de acompanhar discussões um tanto quanto áridas. Entretanto, vemos mérito no método. Só assim, acreditamos, poderemos abrir caminho pela névoa da retórica superficial das boas intenções até atingirmos a substância verdadeira das resoluções pragmáticas.

Começamos pelas americanas. Exxon Mobil, Chevron, ConocoPhillips, Occidental, Valero, Marathon e Phillips 66. Exxon e Chevron são as duas “majors” petrolíferas. A Conoco é a terceira, um pouco menor porque separou os ativos de distribuição (Phillips 66), deixando de ser totalmente verticalizada. A Occidental não está entre as *majors* produtoras, mas, entre as americanas, se destaca na jornada de descarbonização. A Valero é a maior refinadora, e a Marathon se posiciona mais no *downstream*, tendo ativos de refino, logística e distribuição.

Tanto os *Articles of Incorporation* quanto os *Bylaws* das companhias americanas tendem a ser bastante parcimoniosos e inespecíficos quando tratam do objeto social⁴. São passagens curtas e genéricas que conferem ampla latitude de atuação para as companhias, permitindo-as engajar em “qualquer” tipo de atividade.

Chevron, ConocoPhillips, Occidental, Valero, Marathon e Phillips 66, incorporadas em Delaware, possuem a mesma redação, com o seguinte texto padrão:

O objeto-social da Corporação é se envolver em **qualquer** ato ou atividade legal para a qual as

4 As companhias americanas possuem dois documentos de governo. O *Articles of Incorporation*, também denominado *Articles of Organization*, *Certificate of Incorporation* ou *Certificate of Formation*, formaliza o ato constituinte da personalidade jurídica da sociedade junto ao Estado de incorporação, estabelecendo as regras gerais da companhia. Já os *Bylaws* dispõem as regras internas de operação, orientando políticas e procedimentos das principais instâncias de governança da companhia. No nosso regime, o Estatuto Social consolida os dois documentos, servindo tanto como ato integrante da constituição da companhia como contrato que regula a vida da sociedade.

corporações possam ser constituídas de acordo com a Lei Geral das Sociedades de Delaware⁵.

Já a Exxon, incorporada em New Jersey em 1882, apresenta a seguinte redação em seu estatuto:

Os objetos-sociais para os quais a corporação está organizada são o envolvimento em **qualquer** ou **todas** as atividades dentro dos objetos-sociais para os quais as corporações agora ou em qualquer momento futuro possam ser organizadas sob a Lei de Sociedades Anônimas de Nova Jersey.

Os *Bylaws* e os *Articles of Incorporation* tratam de forma bastante detalhada dos direitos das ações, das regras de voto e participação nas assembleias e dos poderes/deveres dos administradores, mas preferem este enunciado geral quando falam do “objeto-social” da companhia. Até onde apuramos, as principais razões para isso seriam: (i) oferecer maior flexibilidade de atuação possível; (ii) evitar riscos ou disputas legais sobre a interpretação do escopo das atividades; e (iii) facilitar a aderência das estruturas de governança das companhias a um padrão de jurisdição amplamente conhecido (predominantemente, Delaware).

No caso da Exxon, além daquele primeiro parágrafo geral, o *Certificate of Incorporation* chega a enumerar atividades que a companhia pode perseguir, que vão desde qualquer tipo de negócio em mineração, manufatura e trading, transportar bens e mercadorias “por terra e água”, comprar terras e fazer diversos tipos de construções (prédios, navios, portos), operar telégrafo e telefonia, entre outros. Nenhuma menção à palavra “energia”, nem mesmo “petróleo”. Curioso, o documento sofreu modificações (a última em 2001), mas pelo visto não houve qualquer preocupação em atualizar as atividades, ao que tudo indica, listadas lá atrás na época da Incorporação em 1882.

As companhias incorporadas em Delaware nem chegam a enumerar as atividades, ficando restritas apenas àquele parágrafo genérico mencionado acima. Ou seja, uma primeira simples constatação é que os estatutos sociais das companhias americanas permanecem completamente impassíveis em relação a qualquer atualização de finalidade de objeto-social. Se nem mesmo o negócio de energia está contemplado nos estatutos, nada a ser dito sobre uma eventual atualização deste objeto, é claro.

Um dos aspectos mais polêmicos e ao mesmo tempo desafiadores da pauta climática diz respeito ao tratamento das informações sobre os níveis de abrangência das emissões das empresas, denominadas Escopos

1, 2 e 3, taxonomia definida desde a primeira edição do *GHG Protocol* publicado em 2001 (WRI & WBCSI, 2001). Lembrando, Escopo 1 diz respeito às emissões sob responsabilidade direta das instalações/companhias, resultantes de suas próprias atividades. Escopo 2 consiste nas emissões indiretas provenientes do uso das instalações da rede elétrica. Escopo 3 considera as emissões indiretas não controladas pela empresa, produzidas ao longo de toda a cadeia de valor, compreendendo o “ciclo de vida” do produto/serviço.

As emissões Escopo 3 são de longe as mais relevantes, estima-se 11x superior às Escopo 1. Em algumas companhias, representam mais de 70%, por vezes, quase a totalidade das emissões consolidadas. Dada sua relevância, amplitude e dificuldade, o Escopo 3 concentra grande parte da discussão. Pelo fato de envolver toda a cadeia produtiva, desde a extração das matérias-primas até a destinação final do produto, inúmeros desafios surgem nessa jornada. Além da definição do horizonte de vida do produto, questões sobre a granularidade das informações, a demarcação dos limites a serem considerados e a falta de controle são usualmente apontados como obstáculos. Adicionalmente, são diversas as metodologias voluntárias de adesão – Protocolo GHG, GRI, TCFD, SBTi, CDP, EcoVadis, etc. A falta de padrão e as ênfases diferentes geram liberalidade para as companhias e dificultam o trabalho de comparação para os investidores.

Quando se atravessa o limiar da própria empresa, as dificuldades para identificar fronteiras e responsabilidades ficam muito menos nítidas. Um problema inerente ao âmbito de Escopo 3 é o da dupla contagem: por exemplo, em tese, as emissões de um veículo por seu usuário final deverão ser reportadas pela companhia petrolífera, pela refinaria, pela distribuidora de combustível, pela locadora de automóveis, pela companhia transportadora e até pela empresa empregadora no caso de um funcionário se deslocando para o trabalho, implicando em múltiplas contagens.

A questão ainda está mal resolvida, inclusive entre aqueles que têm por ofício determinar regras claras para balizar a atuação dos agentes no mercado. Em março de 2022, a SEC propôs regras de *disclosure* relacionadas ao tema do clima, seguindo os passos da Diretiva de Divulgação de Sustentabilidade Corporativa (CSRD em inglês) no âmbito da União Europeia. O pacote abrangia informações sobre riscos climáticos, materialidade de impacto nos negócios, métricas financeiras a serem incluídas nas demonstrações, além da divulgação de informações sobre as emissões dos gases de efeito-estufa Escopos 1, 2 e, adicionalmente, Escopo 3 desde que as emissões fossem materiais ou se a companhia estabelecesse compromissos/metras. Ao longo de dois anos, a proposta recebeu

5 Ao longo de todo o texto, traduzimos livremente os documentos e os grifos são nossos.

cerca de 24 mil comentários dos participantes. A versão final da regra foi publicada recentemente, em março de 2024, limitando os critérios de divulgação inicialmente propostos, prevendo obrigatoriedade para Escopos 1 e 2 apenas quando materiais, além da eliminação completa do Escopo 3, tornando as exigências nos Estados Unidos mais brandas do que as da Comunidade Europeia.

A repercussão do assunto escapou do âmbito técnico do mercado de capitais. Sendo rotulado como debate ESG, se viu envolvido em discussões ideológicas/político-partidárias. Nessa arena bipolar, uns acusaram a SEC de extrapolar sua autoridade e competência, causando dano irreparável às companhias; outros acusaram o Regulador de “aguar” de forma “arbitrária” a regulação, perdendo uma oportunidade seguir a “vanguarda” europeia, deixando de oferecer informações importantes para a tomada de decisão de acionistas conscientes. Em resposta aos comentários públicos, a SEC enfatizou seu foco na proteção do investidor e seu papel de prover-lhes acesso a informações comparáveis e consistentes, ao invés de adotar uma postura mais prescritiva buscando influenciar decisões das companhias sobre como gerenciar os riscos climáticos. Alguns acreditam que a SEC se viu de mãos atadas por limitações de seu próprio “escopo”: diferente da Comunidade Europeia, o regulador americano não tem autoridade para obrigar as empresas privadas, algo que estaria implícito caso as exigências Escopo 3 fossem mantidas. Tanto foi a controvérsia que apenas nove dias após a publicação da regulamentação uma corte federal de apelação impôs suspensão temporária, enquanto se aguarda revisão judicial das novas regras. O assunto permanece em aberto na principal instância de orientação de condutas do maior mercado de capitais do planeta.

De forma paradoxal até, precisamente por se situar em um limiar de indefinições e ambiguidades, o Escopo 3 surge como um bom critério de demarcação para o investidor aferir o nível de conformidade ou resistência das companhias em relação às ambições climáticas. Argumentos que amparam divulgar e perseguir, ou não, métricas Escopo 3 tendem a situar o nível de engajamento ou desconfiança das companhias. Por outro lado, tantas dificuldades atrapalham um bom monitoramento e a efetiva mensuração dessas métricas, o que oferece oportunidades para anúncios de compromissos pouco críveis. Sabemos que precisamos olhar para essas metas com rigor crítico, em se tratando de uma região pródiga para declarações tipo *greenwashing*, conforme denúncias de má conduta que já ganharam espaço na mídia envolvendo grandes corporações.

Após examinar os estatutos e feita essa rápida digressão sobre o Escopo 3, passemos agora a conferir a

dinâmica da governança e das discussões climáticas no âmbito das assembleias e demais documentos societários.

É longa a história de questionamentos dos acionistas nas Assembleias Gerais (AGs) das companhias de O&G sobre os impactos ambientais de suas atividades, principalmente de prospecção e exploração. Em nossa investigação, identificamos que especificamente as questões climáticas frequentam a pauta de propostas dos acionistas há pelo menos duas décadas. Na AG da Exxon de 2002, um acionista, citando o relatório do IPCC do ano anterior, se manifestava nos seguintes termos: *“Evidência crescente indica que o aquecimento global causado, em parte, pela queima de combustível fóssil...”*. Na Chevron, registros de moção urgindo a companhia a aumentar sua exposição a energias renováveis surgem a partir de 2003. Desde então, as questões climáticas não mais deixaram de frequentar a pauta de propostas dos acionistas destas companhias. Cobranças em relação aos compromissos Escopo 3 alcançaram as AGs a partir de 2019, não por coincidência na primeira safra de assembleias após o relatório especial do IPCC alertando sobre os perigos de um aquecimento do planeta acima de 1,5°C. A partir daí, acionistas vêm instando os administradores no sentido de que sejam estabelecidos compromissos Escopo 3 alinhados com o Acordo de Paris, sob o argumento de que se trata de uma iniciativa de gerenciamento de risco e de proteção do patrimônio corporativo, tendo em vista as eventuais obrigações, litígios e intervenções advindas da exposição climática.

Os administradores se defendem: *“A maioria das emissões Escopo 3 da Chevron resultam do uso de produtos pelos consumidores, não das atividades controladas pela companhia (...) A proposta levaria a Chevron a adotar metas de reduções absolutas de emissões Escopo 3, o que exige um encolhimento do negócio da Chevron. Nosso Conselho não acredita que este compromisso... seja do interesse dos acionistas, nem da responsabilidade da Chevron”* (Chevron, 2023).

A Exxon continua se recusando a assumir compromissos Escopo 3: *“Não definimos metas de Escopo 3 (...) Utilizar o GHG Protocol para compreender como as atividades da sociedade geram emissões é apropriado e útil; utilizá-lo para medir e gerenciar as emissões da empresa ou do setor é falho e contraproducente. O que também ignora a crescente demanda por energia, não permitindo qualquer comparação de formas alternativas para satisfazer essa demanda”*.

Na AG de 2021, a Exxon foi alvo de ativismo, quando um pequeno investidor, o fundo Engine 1, inaugurou uma campanha bem-sucedida argumentando que a Exxon carecia de conselheiros com experiência específica em transição energética e que a companhia vinha alocando capital de forma equivocada em exploração de

hidrocarbonetos de baixo retorno financeiro, ignorando os riscos futuros de uma economia de baixo carbono. O Fundo, com apenas 0,02% do capital, aglutinou votos de diversos outros investidores institucionais – fundos passivos e de pensão – conseguindo emplacar três conselheiros, um episódio inédito. A partir de então, a Exxon se comprometeu com redução de 20/30% das emissões até 2030 e *net zero* em 2050, para escopos 1 e 2, prometeu passar um pente fino nos investimentos em hidrocarbonetos, além de anunciar projetos de captura de carbono, hidrogênio e biocombustíveis.

É comum encontrarmos o argumento entre as *majors* de que sem uma redução efetiva de demanda, uma redução da oferta promovida pelas companhias estabelecidas provocaria simplesmente um deslocamento da produção global para os domínios de players menos transparentes, fenômeno conhecido na taxonomia ambiental por “vazamento” (*leakage*). E assim, a Conoco se posiciona: *“Metas de Escopo 3 não endereçam demanda e não limitam produção global, por isso não são efetivas para reduzir as emissões globais. Nossa responsabilidade com os acionistas é de competir ativamente na transição de demanda oferecendo uma produção resiliente, de baixo-custo e baixa-intensidade de emissões alinhada com Paris, ao mesmo tempo em perseguimos as oportunidades adequadas para transição. Essa abordagem oferece valor de longo prazo para os acionistas e ampara uma transição ordenada evitando choques drásticos nos preços de energia”*.

Um expediente comum a todas as companhias é a tendência de os administradores recomendarem votos contra às moções de terceiros levadas à votação nas assembleias. Invariavelmente, eles conseguem adesão da maioria dos acionistas e, assim, as propostas de reforma de governança ou de aprofundamento dos compromissos ambientais têm sido rechaçadas. Como ilustração, no caso da Chevron, são exemplos de matérias relacionadas às questões climáticas conduzidas para apreciação nas últimas três assembleias: elaboração de estudo sobre os impactos da redução da demanda de plástico; recálculo da linha de base para referência dos avanços na redução das emissões excluindo os desinvestimentos do período; adoção de metas de médio e longo prazos de redução de emissões Escopos 1, 2 e 3; confecção de documento demonstrando como as premissas no cenário *net zero* da IEA afeta os demonstrativos financeiros e a base de ativos da companhia. Diante de tais solicitações, o conselho da Chevron reafirmou que suas metas de redução de intensidade de carbono foram cuidadosamente estabelecidas, alinhadas com as diretrizes estratégicas da companhia, ao mesmo tempo em que são compatíveis com a manutenção do crescimento no negócio de O&G. Ou seja, o conselho não viu necessidade de atender aos requerimentos

e recomendou os acionistas votarem em todos os casos contra as propostas.

Até recentemente, as propostas dos acionistas continham um teor exclusivo de ativismo “pró-ambiental”, provocando as companhias para acelerarem compromissos de descarbonização. Mas em 2023, um acionista pessoa física conclamou a Chevron a rescindir o compromisso assumido de 2021, quando a *“Companhia adotou uma resolução ativista equivocada insistindo na descarbonização através de uma agenda politizada de redução de emissões Escopo 3”*, o que, na visão deste acionista, contrastaria com o *“propósito legal”* da Chevron que *“é vender produtos de petróleo e tomar decisões operacionais que maximizem um retorno sobre os investimentos dos acionistas objetivamente determinado e financeiramente mensurável”*.

Neste exercício (2024), as moções questionando os administradores por assumirem compromissos climáticos *“irreais”* se tornaram mais frequentes. E assim, na última AG da Conoco (maio de 2024), um acionista, tratando a questão climática como *“alarmismo exagerado”*, solicitou que o conselho revisitasse as diretrizes de remuneração dos executivos, eliminando os incentivos atrelados à redução dos gases de efeito estufa e *“outros objetivos cientificamente dúbios”*. Pleito idêntico foi trazido à AG da Exxon por outro acionista que entende que os cenários climáticos *“catastróficos”* são meras *“previsões apocalípticas”* e que as métricas de transição energética por serem *“não-científicas geram uma quebra de dever fiduciário”*. Segundo entendimento do autor da moção, *“a ExxonMobil é uma companhia de O&G e deve focar no que ela faz melhor. A companhia não pode se dar o luxo de ficar para trás por conta de incentivos equivocados de remuneração de executivos”*. Na mesma direção, o recuo recente da SEC na regulação sobre o Escopo 3 mencionado anteriormente não passou ileso e já repercutiu na última AG da Chevron (2024), onde um acionista questionou a companhia ter assumido uma meta Escopo 3. Argumentando que os compromissos voluntários de redução de pegada de carbono expõem a companhia a *“um risco de enforcemet da SEC sem proporcionar um benefício claro ao clima ou outros valores”*, o acionista solicitou elaboração de um documento analisando a situação. Também nestas situações, os administradores não reconheceram mérito nos pleitos dos acionistas. Argumentam que os processos internos de planejamento estratégico e de gestão de risco são tais que permitem à companhia ao mesmo tempo *“entregar de forma segura maiores retornos e menor intensidade de emissão de carbono”*. Sendo assim, recomendaram voto contra as moções. Os acionistas assim o fizeram, confirmando o poder dos administradores nas companhias americanas e sua capacidade de agregar votos, mesmo

quando a substância dos argumentos se situe em sentidos divergentes⁶.

No embate de narrativas, um expediente usual empregado pelos administradores consiste em tentar desconstruir a legitimidade dos requerentes. Assim, vemos os administradores lembrando que algumas propostas são formuladas por acionistas detentores de um número muito reduzido de ações, reconhecidos por uma identidade “ativista” afastada de qualquer interesse genuíno ou comprometimento pelo destino de longo prazo da companhia. Essa estratégia de desconstrução foi levada ao extremo em janeiro deste exercício quando a Exxon entrou com processo nas cortes contra a Arjuna Capital e a Follow This, “duas partes” que segundo a companhia se mascararam no papel de investidores com interesses legítimos para atuar como “Cavalo de Tróia”, forçando a completa paralisação dos investimentos na produção de hidrocarbonetos. A Exxon argumentou que, ano após ano, os mesmos proponentes submetem moções já amplamente derrotadas nas assembleias anteriores e isso implica em uma recorrência de custos arcados pela grande maioria dos acionistas que já se manifestaram contra.

Saindo do universo das *majors*, vemos um espectro mais amplo de posições. A Occidental tem se esforçado para construir uma reputação mais *environmental-friendly*. A “Oxy” anunciou meta declarada de *net zero* Escopos 1 e 2 para 2040 (ambição em 2035) e *net zero* Escopos 1, 2 e 3 para 2050, alinhada com as companhias europeias. E talvez também por isso, diferentemente das demais, até onde pudemos ver, a companhia recebeu uma única moção de acionistas na última AG, solicitando maior transparência nas atividades de lobby corporativo. Ou seja, um pleito não especificamente endereçado ao tema do clima.

Já a Valero, maior refinador independente do mundo com 15 refinarias de petróleo, além de grande produtor mundial de diesel renovável e etanol, anunciou meta de se tornar *net zero* escopos 1 e 2 em 2030, mas não tem meta Escopo 3. Essa ausência foi alvo de questionamento de um acionista na AG de 2023 e a resposta da companhia foi dizer que não tem domínio sobre os clientes e que neste momento qualquer compromisso Escopo 3 significa ter que desligar refinaria. A Valero se defendeu também argumentando que hoje é líder na indústria em projetos *low-carbon*, apresenta a menor intensidade Escopo 3 do

segmento e acredita que há outras maneiras de buscar alinhamento com Paris, que não pelo desligamento das refinarias. Os acionistas votaram a favor do *management*.

A Marathon possui 13 refinarias, produz diversos produtos petroquímicos, tem ativos logísticos (*midstream*) e ainda distribui produtos em 6 mil postos de abastecimento com a sua bandeira. A companhia possui meta de redução de emissões Escopos 1 e 2 de 30% até 2030 e 15% Escopos 1, 2 e 3 até 2050. Curiosamente, apesar das metas de descarbonização mais tímidas, nenhum acionista apresentou moção sobre o assunto na última AG.

A Phillips 66 resulta do *spin off* da ConocoPhillips em 2012 ficando com os ativos de refino, logística, distribuição e produtos petroquímicos. A companhia possui doze refinarias, 72 mil milhas de pipelines, mais de 50 terminais e 7,2 mil postos de abastecimento sob três marcas. As ambições de descarbonização são das menos agressivas. As metas de redução de emissões são de intensidade e não absolutas: 30% Escopos 1 e 2, 15% Escopo 3 até 2030 e 50% Escopos 1 e 2 até 2050. Nas duas últimas AGs, acionistas lembraram que a CPChem, co-subsidiária da Phillips e da Chevron, é um dos grandes produtores mundiais de polímeros usados na fabricação de plásticos de uso único, os maiores responsáveis pela poluição das águas do planeta, e alertou para o fato de que a companhia vem expandindo rapidamente a produção de plásticos virgens a partir de combustíveis fósseis. Os acionistas solicitaram que a Phillips 66 produzisse um relatório explicando os impactos (i) de uma redução expressiva de demanda de plásticos virgens sobre a posição financeira da empresa; (ii) de uma mudança do modelo de negócios para produção de plásticos com tecnologias já disponíveis e custo-efetivas. Aqui também, o conselho por decisão unânime recomendou que os acionistas votassem contra a moção.

Com os boards mais despertos depois do episódio da AG da Exxon, as companhias estão produzindo diversos relatórios: “*Advancing Climate Solution*” (Exxon), “*Plan for the Net-Zero Energy Transition*” (Conoco), “*Advancing Energy Progress*” (Chevron), “*Leading the Way in Carbon Management*” (Occidental), “*ESG Report*” (Valero), “*Perspectives on Climate-Related Scenarios*” (Marathon), “*Sustainability Report*” (Phillips 66), onde elas descrevem seus argumentos, metas, compromissos e estratégias de descarbonização. Estas estratégias são apresentadas como parte do “*business performance*” nas assembleias, como prestação de contas e argumentação para pedir apoio para (re)eleição do Conselho. Ou seja, não estão sendo votadas como resoluções separadas.

O fato de estarem dentro do pacote de avaliação do *management* e não como item específico de pauta de votação serve também ao propósito de conferir proteção

6 Pretendemos tratar com mais profundidade as raízes dessa supremacia sugestiva dos Administradores nas assembleias em outra Carta, fenômeno que tem a haver com o papel das empresas de aconselhamento de voto e com o crescimento das estratégias passivas de investimento, provocando fraturas explícitas no desenho de governança e representatividade societária nos Estados Unidos.

legal para os administradores, caso as metas e compromissos ambientais não sejam atingidos. Entende-se que uma eventual acusação de responsabilidade por quebra do dever fiduciário, *damage reputation* ou mesmo violação da *corporate law* do estado de incorporação pelo não atingimento dos compromissos assumidos seria um litígio pouco promissor.

De forma resumida, no caso das companhias americanas, as principais conclusões são as seguintes:

1. Não há nenhum sinal de atualização dos objetos sociais nos estatutos, que seguem inertes, repousados na longa tradição do direito societário americano;
2. Os conselhos têm sido refratários às moções levadas às assembleias, seja pelos acionistas “ativistas” ou mais recentemente pelos “conservadores”. Em ambos os casos, a maioria da base tem optado por apoiar o *establishment*, votando contra os proponentes das iniciativas;
3. As companhias têm mostrado uma sensibilidade “pragmática” em relação à transição energética. Os administradores buscam tomar as rédeas das iniciativas apresentando planos/estratégias ambientais;
4. A maneira como os planos/estratégias vêm sendo apresentados na AGs tornam os *directors* menos expostos a constrangimentos e responsabilidades legais.

Saudi Aramco

As Companhias Nacionais de Petróleo (NOIs) são empresas estatais em um setor sensível que geralmente evocam narrativas em torno da “soberania nacional” e “segurança energética”, dificultando assim a execução da transparência e da governança nos mesmos padrões das companhias privadas. Por isso, como grupo, preferimos deixá-las de fora da nossa amostra, com exceção da Saudi Aramco, a estatal da Arábia Saudita, pela sua relevância, maior empresa de energia do mundo, totalmente verticalizada, do poço ao posto. No IPO em 2020, o governo saudita vendeu 1,5% da Saudi Aramco que foi avaliada em U\$ 1,7 tri. Atualmente, o Estado Saudita detém 90,2% da companhia.

Em 2021, A Aramco publicou o primeiro Relatório de Sustentabilidade descrevendo sua estratégia de transição. Hoje, a companhia tem metas de reduzir em 50% emissões Escopos 1 e 2 até 2035 e *net zero* em 2050, com zero *flaring* até 2030, o que foi recebido com ceticismo pelos ambientalistas. Também foram anunciados investimentos relevantes na transição: projetam expansão da produção de gás em até mais de 50%, capex em hidrogênio e captura de carbono (CCUS), além da criação de

um fundo venture capital de sustentabilidade de US\$ 1,5 bilhão. Em janeiro deste exercício, a companhia afirmou que vai alocar mais US\$ 4 bilhões neste fundo.

Segundo os estatutos, o objetivo principal da Aramco é engajar em atividades relacionadas à “*indústria energética, incluindo hidrocarbonetos, químicos e indústrias complementares*”. Assim como as demais, não há nada sobre transição energética nos *bylaws*. O Estado saudita tem algumas prerrogativas diferenciadas, por exemplo: (i) poder de determinar limites máximos de produção da companhia, (o fez recentemente limitando a produção em 12 milhões bbl/d); (ii) direito de comprar os acionistas remanescentes, caso o Estado faça uma oferta pública e 75% dos acionistas aceitem.

Foi ainda criado um comitê, que se reúne trimestralmente para deliberar sobre as questões de sustentabilidade, sendo responsável pela preparação de um relatório de acompanhamento. Recentemente, a empresa anunciou a suspensão dos planos de expansão da capacidade petrolífera devido à transição energética, acrescentando que o Reino saudita tem capacidade ociosa suficiente para amortecer o mercado petrolífero em caso de conflitos ou desastres naturais. Nas palavras do ministro saudita: “*Estamos em transição. E a transição significa que até a nossa empresa petrolífera, que costumava ser uma empresa petrolífera, se tornou uma empresa de hidrocarbonetos. Agora está se tornando uma empresa de energia*”.

Neste momento, mudamos de geografia, passando a olhar companhias europeias: as tradicionais no O&G:

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

Período	Dynamo Cougar	Ibovespa*
120 meses	226,7%	121,9%
60 meses	38,6%	34,5%
36 meses	-10,6%	14,5%
24 meses	27,8%	24,2%
12 meses	16,2%	17,5%
No ano (2024)	4,9%	1,4%
No mês (Agosto)	6,5%	6,5%

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

Shell, BP, Equinor, Total, ENI e Repsol, e também algumas *utilities* do setor de energia: Engie, E.ON e Iberdrola.

Shell

A RDS (Royal Dutch Shell) atualmente é uma companhia inglesa. O estatuto segue o “padrão-americano”. Ou seja, nada diz sobre o objeto social, basicamente regulando os direitos das ações, votos e regras de participação nas assembleias, poderes e deveres dos *directors*.

No caso da Shell, o próprio conselho tomou as rédeas das iniciativas de descarbonização e na Assembleia Geral de 2021 submeteu, de forma pioneira, para apreciação dos acionistas um Plano de Transição Energética. Nas palavras do Chairman, o voto dos acionistas teria um caráter “*puramente consultivo*”, “*não vinculante*” (“*purely advisory*”, “*non binding*”), cabendo a responsabilidade da execução ao Conselho e ao Comitê Executivo. Votaram a favor do Plano na AG 88,7% dos presentes. Interessante observar que a meta de redução de emissões para 2030 era de “apenas” –20%. Ainda naquele ano de 2021, a Corte holandesa “ordenou” que a Shell buscase –45%. O Conselho atualizou o Plano e na AG do ano seguinte submeteu a meta de –50%, atendendo a Corte e bem mais alinhado com os *peers* europeus. Novamente, a resolução foi amplamente apoiada pelos acionistas presentes.

Mais recentemente, a Shell recuou na velocidade de queda da intensidade de emissões e retirou a meta intermediária de 2035 alegando maior incerteza na trajetória da transição. Coincidência ou não, o anúncio chegou após decisão judicial favorável à companhia em disputa levada à corte inglesa por uma ONG. No caso *ClientEarth x Shell*, a impetrante alegou omissão dos administradores da Shell em relação à estratégia de gestão de risco climático. Nos autos, o juiz afirma que o argumento da proponente “*ignora o fato que a gestão de um negócio do tamanho e da complexidade da Shell requer que os Administradores levem em consideração uma série de considerações concorrentes, cujo adequado equilíbrio consiste em uma clássica decisão de gestão, estando a corte mal equipada para interferir*” (RCJEW, 2023). O magistrado ainda aproveitou para esvaziar os efeitos das determinações impostas pela corte holandesa, afirmando que a natureza e extensão das responsabilidades dos Administradores da Shell são governadas pelas leis inglesas, onde a companhia está incorporada.

BP

Os estatutos da BP também são completamente silenciosos sobre o objeto-social da companhia, incorporada em England & Wales em 1909.

Em 2020, o conselho estabeleceu um rumo diferente para a BP, definindo “*um novo propósito, uma nova ambição, uma nova estratégia, um novo desenho financeiro, uma nova estrutura de sustentabilidade e uma nova equipe de liderança*”. Apesar das nobres intenções, dois anos depois, a BP decidiu desacelerar os compromissos com a transição estabelecendo metas um pouco mais tímidas: queda de 20%/30% (antes 35%/40%) Escopos 1, 2 e 3 em 2030 e meta de produção de óleo & gás em 2030 apenas 25% menor do que em 2019, não mais buscando 40% de redução como antes. A companhia manteve a meta *net zero* (Escopos 1, 2 e 3) em 2050 e afirmou que os novos objetivos continuavam sendo consistentes com os objetivos de Paris.

Tal qual a Shell, o conselho da BP submeteu o plano em AG para voto apenas-consultivo não-vinculante, recebendo praticamente igual apoio de 88,5% dos presentes. Ambientalistas e representantes do partido Trabalhista acusaram a companhia de conluio com investidores e com o governo interessados exclusivamente em dividendos e impostos, se aproveitando da crise energética para lucrar às custas do meio ambiente e da população. É fato que o discurso recente da companhia tem sido mais “pragmático”, suavizando a curva de queda na produção de petróleo, a fim de focar em geração de caixa e melhorar o retorno para os acionistas, inclusive através do aumento do volume de recompra de ações. Os detalhes do progresso ambiental são fornecidos no Relatório Ambiental, no Relatório de Sustentabilidade e no documento “*Net Zero Ambition Progress Update*”.

No começo deste ano, a estratégia de descarbonização da BP foi provocada por um fundo inglês (Bluebell). Definindo-se como um “ambientalista apaixonado”, o fundo questionou a trajetória *net zero* “irrealista” da companhia, que estaria destruindo valor dos acionistas e colocando em risco a contribuição da BP para uma transição ordenada. No final do dia, a essência do argumento reside em um apelo para uma maior disciplina de capital e cuidado na execução dos projetos. Ao que nos parece, colocar na conta do clima a responsabilidade pela *underperformance* da BP parece não ser completamente justo, já que a Equinor, por exemplo, vem sendo mais agressiva na transição e tem obtido retornos consistentes nos investimentos em renováveis. Indisciplina financeira e execução ruim não deveriam condenar o esforço na direção do *net zero*.

Equinor

A Equinor (ex-Statoil, estatal ‘petrolífera’ norueguesa) é uma das companhias mais comprometidas com a transição. Tem meta *net zero* Escopo 3 em 2050 e

projeção agressiva de construção de parques renováveis. A pressão dos ativistas na Noruega tem sido intensa. Só como exemplo, na AG de 2023, entre outras propostas, ativistas propuseram que a companhia não mais usasse pás eólicas fabricadas com fibra de carbono e pediram para a Equinor eliminar qualquer atividade de prospecção de hidrocarbonetos até 2025. O conselho recomendou voto contrário e foi apoiado.

A Equinor publica vários documentos que expõem argumentos, estratégias e compromissos com a transição, tentando mostrar que os valores e aspirações da companhia estão encaixadas com um mundo baixo-carbono e mostrando que suas ambições estão amparadas cientificamente. Tudo isso dá fôlego para eles seguirem investindo também na produção de hidrocarbonetos. Os principais documentos são o *Equinor Book*, o *Energy Transition Plan 2022* (que foi submetido e aprovado em AG) e o *Integrated Annual Report* também sujeito à aprovação em AG.

A AG de 2023 também endossou uma alteração na “cláusula-objeto” do *Articles of Association*, conforme abaixo:

– Versão anterior, desde maio 2018:

O objeto da Equinor ASA é se dedicar à exploração, produção, transporte, refino e comercialização de **petróleo e produtos derivados de petróleo** e outras formas de energia, bem como outros negócios. As atividades também poderão ser realizadas através da participação ou cooperação com outras empresas.

– Nova versão, maio 2023:

O objetivo da Equinor ASA é desenvolver, produzir e comercializar **diversas formas de energia** e produtos e serviços derivados, bem como outros negócios. As atividades também poderão ser realizadas através da participação ou cooperação com outras empresas.

Basicamente, a companhia suprimiu a especificidade do petróleo deixando “energia” em geral. Não deixa de ser simbólico, já que a Equinor continua estatal (o governo norueguês detém 67%) e lembrando que o O&G é a origem da receita do fundo soberano (Norges Bank), tão importante para a prosperidade da sociedade norueguesa. Talvez isso explique o estatuto ter sido atualizado apenas recentemente.

Total Energies

A Total era até recentemente a petrolífera francesa. Em 2020, formalmente tornou-se uma companhia da Comunidade Europeia. Do ponto de vista societário/estatutário parece que não houve qualquer mudança. A justificativa foi mais comercial, a fim de facilitar o *doing business* na Europa.

O *Articles of Association* da companhia descreve seu propósito:

Artigo 3º – Finalidade

O objeto da Empresa é, direta ou indiretamente, em todos os países:

1º – Realizar todas as atividades relativas à produção e distribuição de **todas as formas de energia**, incluindo eletricidade proveniente de energias renováveis:

2º – Pesquisar e extrair jazidas mineiras, especialmente **hidrocarbonetos** sob todas as formas, e realizar a fabricação, refino, transporte, processamento e comercialização dos referidos materiais, bem como dos seus derivados e subprodutos;

Além de conduzir atividades relativas ao setor químico, de borracha e quaisquer outras operações relacionadas ou similares aos segmentos acima.

O estatuto, portanto, mantém a lembrança do DNA de petróleo, sem fazer menção específica à transição energética, preferindo flexibilidade de uma redação geral: *todas as formas de energia*.

A Total também formaliza sua estratégia de descarbonização em documentos – “*Company Strategy 2022*” e “*Sustainability & Climate – Progress Report 2023*” – que receberam ampla votação favorável dos acionistas em uma “resolução consultiva” na AG. Na mesma assembleia, os acionistas acompanharam o conselho e rejeitaram a proposta que entendia que a companhia deveria anunciar compromissos Escopo 3 mais ousados.

ENI

A ENI é controlada pelo governo italiano que detém 32,3% de participação. A trajetória de transição energética da companhia começou em 2014. Aqui também parece não ter havido uma preocupação de atualizar o estatuto social, onde os hidrocarbonetos permanecem no primeiro parágrafo do propósito corporativo, conforme abaixo:

Parte II – Objeto Social

ARTIGO 4º 4.1 O objeto social é o exercício direto e/ou indireto, através de participações em sociedades ou outras entidades, de atividades no domínio dos **hidrocarbonetos e gases naturais**, tais como a exploração e desenvolvimento de jazidas de hidrocarbonetos, a construção e operação de oleodutos para transportar os mesmos, processar, transformar, armazenar, utilizar e comercializar hidrocarbonetos e gases naturais, observados os termos das concessões previstas na lei.

O objeto social inclui ainda o exercício direto e/ou indireto, através de participações em sociedades ou outros empreendimentos, de atividades nos domínios da

química, dos combustíveis nucleares, da energia geotérmica, de outras fontes de energia renováveis e da energia em geral... E ainda menciona outras atividades nos segmentos de distribuição de água, proteção ambiental, tratamento sanitário, atividades financeiras, bancárias e imobiliárias.

A ENI estabeleceu as seguintes metas de descarbonização: *net zero* no *upstream* Escopos 1 e 2 em 2030; *net zero* em todos os demais negócios Escopos 1 e 2 em 2035; e *net zero* escopos 1, 2 e 3 em 2050. A companhia reportou que projeta investir no período 2023-26 € 13,8 bilhões em atividades baixo-e-zero-carbono, que deverão consumir em 2030 70% do capex total da empresa. “Para nós ser carbono neutro é um objetivo e não apenas uma ambição”.

A estratégia de descarbonização até 2050, nomeada como “*Plenitude*”, começa com solar, eólica, “valorização do gás/LNG como “ponte””, e mais à frente vislumbra conversão de refinarias em biorrefinarias, projetos de captura e armazenamento de carbono, hidrogênio azul e verde e energia nuclear (“fusão magnética”). Diferente das outras companhias, não conseguimos encontrar ativismo ambiental nas AGs da ENI. Só não sabemos se isso se deve ao fato de os acionistas estarem efetivamente mais pacificados, em *plenitude*, ou pelo expediente no país, mantido desde a pandemia, de facultar a realização de assembleias a portas fechadas, sem transmissão, onde apenas os representantes legais podem comparecer fisicamente e as propostas dos acionistas precisam ser enviadas com antecedência mínima de três dias...

Repsol

A Repsol era uma petrolífera estatal espanhola até ser privatizada nos anos 90. Hoje é uma *true corporation*. Blackrock, Norges Bank, JP Morgan e Vanguard são os maiores acionistas.

Como as demais, segue tentando equilibrar o portfólio de hidrocarbonetos enquanto avança na transição. Projeta 20 GW de capacidade renovável em 2030, saindo de 2,3 GW no ano passado. Precisa acelerar bastante. Tem compromisso de redução de emissões de -30% em 2030 e *net zero* em 2050, Escopo 3. A companhia tem uma pegada de inovação e aposta em diversas tecnologias. Está construindo uma planta de biocombustível, outra de biometanol, de hidrogênio (eletrolizadores), uma planta piloto de combustíveis sintéticos a partir do CO₂, e na área química uma planta de plásticos recicláveis e outra com polímeros reciclados.

Apesar de se definir como uma “companhia *multi-energética*”, e com o lema desde 2008 de “*inventar o futuro*”, os estatutos continuam refletindo o passado.

No item “objeto social”, lê-se:

2.1. A Companhia é constituída com os seguintes objetos sociais:

I. Pesquisa, exploração, importação, armazenamento, refino, **petroquímica** e outras operações industriais, transporte, distribuição, venda, exportação e comercialização de **hidrocarbonetos** de qualquer natureza e seus subprodutos e resíduos.

II. Pesquisa e desenvolvimento de fontes de energia alternativas aos **hidrocarbonetos** e sua exploração, produção, importação, armazenamento, distribuição, transporte, venda, exportação e comercialização.

Em seguida, são enumeradas a possibilidade de explorar atividades nos segmentos imobiliário, serviços nos postos de abastecimento e prestação de serviços financeiros e de gestão para as subsidiárias. Nada sobre outras formas de energia, nem muito menos transição energética.

A exemplo das demais companhias, a Repsol costuma apresentar a atualização do plano de descarbonização em AG, no contexto geral de prestação de contas. Na assembleia de 2023, neste aspecto, apenas uma manifestação do Greenpeace acusando a companhia de estar muito lenta nesta trajetória.

Enel

A Enel, antiga companhia nacional de energia elétrica da Itália, privatizada em 1999, ainda tem hoje o estado italiano como maior acionista. Com 23,6% de participação, o ministério das finanças italiano elege a maioria dos membros do conselho. A Enel é a maior *utility* de geração/electricidade da Europa e 2º maior do mundo com 88 mil MWs instalados (68% renováveis), além de cerca de dois milhões de kms de ativos de distribuição (redes).

A companhia ambiciona descontinuar o uso de carvão até 2027 e a cadeia de gás natural até 2040, quando projeta atingir 100% de produção renovável, além do *net zero* em 2050. A estratégia de descarbonização e os compromissos para contribuir com uma “transição justa” são descritos nos documentos “*ESG focus for Investors*” e “*Strategic Plan 2023-2026*”. Foram apresentados no *Investor Day*, mas não constam das minutas da AG.

Segundo o estatuto, o propósito corporativo da Enel pode ser exercido através das seguintes atividades operacionais:

a) no setor **elétrico**, incluindo as atividades de produção, importação e exportação, distribuição e

comercialização, bem como de transmissão nos limites da legislação vigente;

- b) na **indústria energética em geral**, incluindo **combustíveis**, e no domínio da proteção ambiental, bem como no sector da água;

Também estão descritos negócios relacionados às indústrias de comunicação, tecnologia da informação, *multimedia*, além de setores cujos negócios se baseiam em ambientes de rede, como eletricidade, água, gás, aquecimento e telecomunicações.

Ou seja, aqui também o estatuto não foi atualizado para acomodar os propósitos *aggiornados* de sustentabilidade. Não vimos demandas climáticas de acionistas chegando nas AGs. Novamente, não sabemos se isso em parte decorre da falta de estímulos derivada das regras de participação. Na AG de 2023, a companhia foi questionada no aspecto de governança, quando um fundo inglês classificou o processo de indicação dos membros do conselho como não transparente e “tóxico”. Apesar de um certo “constrangimento” imposto ao *establishment*, o fundo não conseguiu aglutinar adeptos e perdeu a disputa para o principal acionista.

Engie

A Engie, uma gigante francesa que resultou da fusão entre a Gaz de France e da Suez, é uma das companhias mais ativas na transição. O propósito e compromisso com a transição foram explicitados no estatuto, definindo a “razão de ser” da companhia, no contexto de um novo marco legal, explicado abaixo. Em seguida, os objetivos se ramificam, mostrando o DNA da companhia no gás (GDF), na água (Suez) e agora na eletricidade. Vale lembrar que a Engie nunca foi produtora de óleo, apenas de gás e, portanto, já estava no lado mais limpo dos hidrocarbonetos, embarcada na transição, e talvez por isso estampar o propósito no estatuto seria mais tranquilo e natural.

A chamada lei PACTE (Plano de Ação para o Crescimento e Transformação das Companhias) aprovada pelo parlamento francês em 2019 consistiu na primeira iniciativa legislativa visando estimular as companhias a adotar compromissos corporativos com propósitos mais abrangentes. A lei alterou o código civil francês recomendando que as companhias passassem a considerar não apenas os interesses dos acionistas, mas também “interesses corporativos”, notadamente “aspectos sociais e ambientais” relacionados às suas atividades.

Na versão mais forte, a normativa faculta as companhias francesas de tornarem-se “empresas comprometidas” (*société à mission*). A fim de adquirir tal status,

entre outras resoluções, as companhias precisam descrever em seus estatutos os métodos que serão empregados para atingir estes objetivos, além de criar um comitê com acesso irrestrito aos documentos corporativos e com amplos poderes investigativos. Entre as grandes empresas francesas, a Danone foi a primeira a assumir tais compromissos. Em junho de 2020, acionistas formando um quórum de 99% apoiaram a campanha do então CEO e decidiram inaugurar o novo *standard* societário, sob o propósito de “levar saúde através da alimentação a um maior número possível de pessoas” e embebido no plano de ação “Danone: Um Planeta. Uma Saúde”. Ocorre que pouco tempo depois, fundos ativistas começaram a questionar o desempenho desfavorável da companhia perdendo relevância entre rivais históricos como Nestlé e Unilever. A campanha dos investidores levou à demissão do CEO e ao anúncio de ajustes operacionais como extinção de dois milhões de postos de trabalho mundo afora. O novo CEO anunciou um plano visando “renovar” a competitividade da companhia, enxugando o portfólio de produtos e geografias. Sem negociar com os objetivos de sustentabilidade, a Danone segue sendo uma *société à mission*.

Na versão mais branda, a peça regulatória sugeriu de forma não-mandatária que as companhias incluíssem sua razão de ser (*raison d’être*) nos estatutos. Quando declarada no estatuto, aí sim a companhia se torna legalmente obrigada a cumprir com a visão. Talvez por isso, a maior parte das empresas francesas tenha optado por deixar a declaração fora do estatuto social. E mesmo quando estão presentes, aparecem sob a forma de uma redação genérica, incapaz de sugerir compromisso expressamente vinculante. Este parece ser o caso da Engie.

Engie – Estatuto

2.1 Propósito (“*raison d’être*”)

O objetivo da ENGIE é atuar para acelerar a transição para uma economia neutra em carbono, através de soluções de baixo consumo energético e mais respeitadoras do ambiente. Este propósito aproxima a empresa, os seus colaboradores, clientes e acionistas e concilia o desempenho econômico e o impacto positivo nas pessoas e no planeta. A atuação da ENGIE é avaliada na sua totalidade e ao longo do tempo.

A seguir, após a definição do propósito, o estatuto percorre uma extensa lista de atividades-objeto.

2.2 Objetivo

O objetivo da companhia é a gestão e o desenvolvimento dos seus ativos atuais e futuros, tangíveis e intangíveis, na França e no exterior, por todos os meios e, especialmente, para:

- prospectar, produzir, processar, importar, exportar, comprar, transportar, armazenar, distribuir, fornecer e comercializar **gás** de qualquer espécie e sob todas

as formas, **eletricidade** e **todas as outras formas de energia**;

- realizar a comercialização de qualquer energia, nomeadamente **gás natural e eletricidade**;
- fornecer serviços, a todos os tipos de clientes, relacionados direta ou indiretamente com as atividades acima mencionadas, e particularmente serviços para **facilitar a transição energética**;

Também são listadas outras atividades envolvendo engenharia, setor imobiliário, seguro, distribuição de água e tratamento sanitário.

A Engie se autoimpôs o compromisso de chegar ao *net zero* em 2045. Tem plano de investimento e metas específicas para perseguir a transição em sete fontes diversas: eólica, solar, hidro, geotérmica, biomassa, biogás e hidrogênio e se comprometeu com o *phase out* completo do carvão em 2025 na Europa e 2027 no resto do mundo. Na AG de 2023, uma proposta de 16 acionistas para alterar o estatuto e dar mais voz aos acionistas na questão climática foi rejeitada, seguindo recomendação do conselho.

E.ON

A E.ON é uma *corporation* resultante da fusão de duas ex-estatais alemãs privatizadas no final dos anos 80 que se juntaram em 2000 para formar a nova companhia. Ainda em 2010, a E.ON apresentou sua estratégia com o slogan “Energia Melhor & Mais Limpa”. Em 2014, foi anunciado a intenção de separar os ativos de energia “convencional” e focar em fontes renováveis, redes e soluções energéticas para os clientes. O *spin-off* ocorreu em 2016 criando a Uniper. Em 2018, a E.ON saiu completamente do capital da Uniper vendendo suas ações para a finlandesa Fortum. Após a fusão com a também alemã RWE em 2018, hoje a E.ON é a maior operadora de redes e infraestrutura de energia na Europa.

O “Propósito Corporativo da Companhia” está assim enunciado:

§ 2. O objeto social da Companhia é a prestação de serviços de **fornecimento de energia (principalmente eletricidade e gás)** e de **água**, bem como a prestação de serviços de tratamento de resíduos. As atividades da Companhia podem abranger a geração e/ou produção, transmissão e/ou transporte, aquisição, distribuição e comercialização. Instalações de todos os tipos podem ser construídas, adquiridas e operadas, serviços e cooperações de todos os tipos podem ser realizados.

Dois outros incisos completam o espectro de atuações estabelecendo que a companhia também pode ter negócios e participações societárias particularmente nas

indústrias listadas no parágrafo acima. Com uma lista de possibilidades tão abrangentes, a companhia, que hoje basicamente opera redes de distribuição, um *business* de RAB (base de ativos regulados), não se preocupou em atualizar ou especificar o estatuto.

A E.ON parece que se orgulha de sua pegada ambientalmente-amiga e gosta de frases de efeito:

“Somos a Companhia da transição energética verde”. “Agimos – ao invés de apenas fazer promessas. Somos líderes, abrimos caminho – e não apenas seguidores”. “Quando você investe na E.ON, você está investindo na descarbonização. Você está investindo no suprimento seguro de energia para Europa”.

O esforço de comunicação só não consegue consolidar unanimidade. Na AG de 2022, um investidor questionou a lentidão da E.ON em se livrar dos ativos-legendados. O fundo de pensão da companhia ainda teria 15% do gasoduto Nord Stream (Rússia-Alemanha) e a empresa teria participação em um consórcio internacional proprietário de plantas de enriquecimento de urânio. Além disso, o investidor também se manifestou contra o fato de a E.ON estar forçando a privatização de operadoras locais de energia, retirando o direito das municipalidades e de seus cidadãos de controlarem um serviço essencial... A moção não reverberou em votos, e a Assembleia acompanhou o *management* votando contra as iniciativas.

Iberdrola

Terceira maior empresa de energia elétrica do mundo por valor de mercado e a primeira da Europa sem participação do Estado, a Iberdrola é uma *full corporation*, tendo entre os principais acionistas: Qatar Investment Authority, BlackRock, Vanguard e Norges Bank.

A companhia é a líder mundial em energias renováveis, com 42 mil MW instalados. O Plano estratégico de Ação climática promete € 17 bi em capex renovável até 2025, redução de emissões escopos 1,2 e 3 de 65% até 2030 e o *net zero* em 2040.

A Iberdrola dispõe de alguns expedientes de governança não usuais. O estatuto menciona que a companhia reconhece e busca obter um “dividendo social” pela contribuição de valor de suas atividades em prol de todos os *stakeholders*, alinhado com os ODSs (Objetivos de Desenvolvimento Sustentável) da ONU. Em outro item também incomum, está previsto que o conselho pode tomar medidas para encorajar participação na AG, incluindo pagamento de incentivos financeiros (“*bônus de participação*” ou “*dividendo de engajamento*”) sujeito a um atingimento de quórum mínimo. Não temos lembrança de ter visto em outro estatuto um incentivo desta natureza. Talvez seja um reflexo exagerado dos tempos em que

fundos soberanos e investidores passivos com baixo interesse participativo despontam como principais acionistas em *corporations*. Para quem enxerga a participação societária em sua essência como um microcosmo do exercício democrático, o desenho de um estímulo pecuniário além de insólito pode ser interpretado como um quase-insulto.

Nos estatutos, a redação da cláusula de objeto-social não foge ao padrão genérico das demais: a companhia pode se envolver em um amplo espectro de atividades, particularmente tudo o que diz respeito à eletricidade e gás.

A novidade vem a seguir, no artigo 6, “*Interesse Corporativo*”:

A Companhia concebe o interesse social como o interesse comum de todas as pessoas que possuem ações de uma empresa independente e focada na criação sustentável de valor através do exercício das atividades incluídas no seu objeto social, tendo em conta os demais Stakeholders relacionados com a sua atividade empresarial e sua realidade institucional, de acordo com o Propósito e Valores do Grupo Iberdrola e os compromissos assumidos em seu Código de Ética.

É no documento **Propósito e Valores do Grupo Iberdrola** que aparece onze vezes nos estatutos onde a reside a peculiaridade da Iberdrola. Lá encontra-se definido o propósito da companhia: “*continuar construindo juntos a cada dia um modelo energético mais saudável e acessível, baseado na eletricidade*”. Este propósito, “*focado no bem-estar das pessoas e na preservação do planeta*”, reflete a estratégia da companhia na busca por perseguir, junto com “*todos os seus Stakeholders*”, os seguintes objetivos:

a. *Uma transição energética real e global, baseada na descarbonização e na eletrificação do sector energético, e em geral da economia como um todo, que contribua para a concretização dos ODS, nomeadamente no que diz respeito à reação às alterações climáticas, e à geração de novas oportunidades para o desenvolvimento ambiental, social e económico.*

b. *Um modelo energético mais elétrico, que abandone a utilização de combustíveis fósseis e generalize as fontes de energia renováveis, o armazenamento eficiente de energia, as redes inteligentes e a digitalização.*

c. *Um modelo energético mais saudável para as pessoas, cuja saúde e bem-estar a curto prazo dependem da qualidade ambiental do seu ambiente;*

Em seguida, o texto reforça a ambição de tentar ajudar a criar uma sociedade que favoreça equidade e sustentabilidade.

Ou seja, como vimos, geralmente os estatutos das companhias são bastante parcimoniosos ou mesmo

silenciosos sobre a transição. Os valores e propósitos ficam “soltos”, em documentos não-vinculantes, descrevendo princípios e boas intenções. Os compromissos da administração são apresentados no material das AGs, mas não como matérias específicas de votação. Ao trazer o Propósito para dentro do Estatuto, a Iberdrola inovou, incorporou no estatuto mensagens mais explícitas a respeito da transição, como a ambição de perseguir um modelo que “*abandone a utilização de combustíveis fósseis*” e, desta forma, parece ter conferido um status mais vinculante para seus compromissos.

Acontece que quem formula o documento **Propósito e Valores** é o conselho, conforme atribuição conferida pelo estatuto. Ou seja, mesmo esse melhor caso ainda não parece ser o ideal. Melhor seria se os acionistas reunidos em assembleia, de forma espontânea e não “induzida”, pudessem definir os propósitos e valores da sociedade.

Interrompemos aqui nossa travessia pelos documentos e discussões societárias a respeito da questão climática examinados neste conjunto de companhias no setor de energia. Reconhecemos que nosso poder de síntese ficou comprometido já que tivemos que percorrer um vasto material produzido pelas companhias em resposta a um volume crescente de propostas encaminhadas para discussão nas assembleias. A diligência nas argumentações demonstra o empenho dos administradores de defender resultado sem comprometer reputação.

A impassividade das cláusulas-objeto dos estatutos sociais e o resultado da expressão das vontades na contagem democrática dos votos revelam a evidência de que apesar de toda retórica, uma atitude pragmática continua prevalecendo entre administradores e acionistas. O problema do clima atinge em cheio a atividade-núcleo das companhias de energia, explicitando o *trade off* envolvido na decisão dos agentes de contribuir marginalmente para um bem global futuro e renunciar a um interesse particular no presente. Trata-se do dilema clássico da ação coletiva, agravado neste caso pela sua extensão global e ampla escala de tempo: o benefício coletivo diluído e distante, o custo individual integral e agora.

Na Carta seguinte, pretendemos identificar elementos institucionais que contribuem para sedimentar tais comportamentos, aproveitando para descrever propostas de reforma que hoje circulam nos debates acadêmicos. Deixaremos o ambiente específico das empresas de energia com essas evidências empíricas tão marcantes para trazer algumas forças de mudanças que observamos em outras regiões da sociedade, que podem eventualmente movimentar a estabilidade desses resultados. Ao final,

DYNAMO COUGAR x IBOVESPA

(Rentabilidade em US\$*)

Período	DYNAMO COUGAR		IBOVESPA**	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	-1,4%	914,5%
2013	-7,3%	17.456,8%	-26,3%	647,9%
2014	-6,0%	16.401,5%	-14,4%	540,4%
2015	-23,3%	12.560,8%	-41,0%	277,6%
2016	42,4%	17.926,4%	66,5%	528,6%
2017	25,8%	22.574,0%	25,0%	685,6%
2018	-8,9%	20.567,8%	-1,8%	671,5%
2019	53,2%	31.570,4%	26,5%	875,9%
2020	-2,2%	30.886,1%	-20,2%	679,0%
2021	-23,0%	23.762,3%	-18,0%	538,9%
2022	-7,8%	21.899,9%	12,0%	615,4%
2023	32,1%	28.965,0%	31,8%	842,8%
2024***	-10,2%	25.998,0%	-13,2%	717,9%

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

atualizamos algumas reflexões sobre a temática ambiental e a polêmica ESG, apresentando reflexões que balizam nossa atuação na Dynamo nestas questões que entendemos ser de fundamental relevância.

Rio de Janeiro, 18 de Setembro de 2024.

Informações adicionais:

- **Data de Início:** 01/09/1993
- **Objetivo:** Proporcionar aos cotistas valorização real de suas cotas a médio e longo prazo, mediante aplicação de, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido em cotas do Dynamo Cougar Master Fundo de Investimento em Ações ("Fundo Master")
- **Público-alvo:** Investidores qualificados
- **Status:** Fechado para aplicações
- **Carência para resgate:** 12 meses de carência ou taxa de liquidez de 3% para resgates dentro deste período*
- **Cota de Resgate:** D+12 (corridos)*
- **Pagamento do Resgate:** D+2 (úteis) da conversão da cota*
- **Tributação aplicável:** Renda variável
- **Classificação Anbima:** Ações Livre
- **Taxa de administração:** 1,90% ao ano no Fundo + 0,10% ao ano no Fundo Master
- **Taxa de Performance:** 15% do que exceder IPCA + IMAB*
- **Patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 (doze) meses:** R\$ 5.988,0 milhões.

(*) Veja descrição detalhada no regulamento.

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

www.dynamo.com.br

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

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

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