



Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro



Vol. nº 188, ago. 2024/dez. 2024

RDM 188

Artigos e Atualidades:

1. Disciplinando a Economia da Informação - Análise do Data Act da UE como uma Estratégia Brasileira para o Desenvolvimento da Internet das Coisas (Carlos Portugal Gouvêa, Michelle Baruhm Diegues).
2. Qual Bem-Estar do Consumidor? Um Objetivo sem Significado (Rodrigo Fialho Borges, Gustavo Manicardi Schneider).
3. A Recuperação Judicial é um Processo Coletivo Estrutural? (Luis Miguel Roa Florentin, Adriano Camargo Gomes).
4. A Guinada Verde do Direito Societário (Maria Eduarda Lessa).
5. Natureza Jurídica do Evento Material Adverso: Alocação de Riscos como Critério para Extinção do Contrato (Pedro Sergio Liberato Souza).
6. Direito Concorrencial em Plataformas Digitais: Ressignificando o Debate entre Fake News e o Antitruste (Stella Maria Margarita La Regina).
7. Personalidade Jurídica: Uma Dimensão Esquecida da Disciplina Jurídica dos Mercados? (Luiz Guilherme Ros, Arthur Sadami).
8. Aplicação da Affectio Societatis na Dissolução em Sentido Amplo nas Sociedades Limitadas e Anônimas: Análise Teórica e Jurisprudencial (Thales Solis Farha).
9. A Sociedade de Propósito Específico e seu Patrimônio de Afetação na Recuperação Judicial (Giulia Ottani Gonçalves).
10. Processo Administrativo Sancionador nos Órgãos Supervisores do Sistema Financeiro Nacional Brasileiro (Thiago da Cunha Brito).
11. A Dualidade dos Interesses Sociais das Estatais e os Limites na Persecução dos Interesses Públicos pelo Estado (Levi Custódio Santos).

ISBN 978-65-6006-166-8



9 786560 061668 >

IDGLOBAL
Instituto de Direito Global



rdm
revista de direito mercantil

EXPERT
EDITORA DIGITAL

Revista de Direito Mercantil

industrial, econômico e financeiro

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
industrial, econômico e financeiro
188

Publicação do Instituto Brasileiro de Direito Comercial
Comparado e Biblioteca Tullio Ascarelli do Departamento de
Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de
São Paulo

Ano LXIII (Nova Série)

Agosto 2024/Dezembro 2024

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL
Industrial, econômico e financeiro
Nova Série – Ano LXIII – n. 188 – ago. 2024/dez. 2024

FUNDADORES:

1ª FASE: WALDEMAR FERREIRA

FASE ATUAL: Profs. Philomeno J. Da Costa E Fábio Konder Comparato

CONSELHO EDITORIAL:

Alexandre Soveral Martins

Carlos Klein Zanini

Jorge Manuel Coutinho de Abreu

Judith Martins-Costa

Paulo de Tarso Domingues

Rui Pereira Dias

Ana de Oliveira Frazão

Gustavo José Mendes Tepedino

José Augusto Engrácia Antunes

Luís Miguel Pestana de Vasconcelos

Ricardo Oliveira Garcia

Sérgio Campinho

COMITÊ DE REDAÇÃO:

Antonio Martín

Calixto Salomão Filho

Eduardo Secchi Munhoz

Francisco Satiro De Souza Junior

José Alexandre Tavares Guerreiro

Juliana Krueger Pela

Mauro Rodrigues Penteado

Marcos Paulo De Almeida Salles

Newton de Lucca

Paulo Fernando Campos Salles De Toledo

Priscila Maria Pereira Corrêa Da Fonseca

Balmes Vega Garcia

Carlos Pagano Botana Portugal Gouvêa

Erasmus Valladão Azevedo E Novaes
França

Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

José Marcelo Martins Proença

Luiz Gastão Paes de Barros Leães

Manoel De Queiroz Pereira Calças

Marcelo Vieira Von Adamek

Paula Andréa Forgioni

Paulo Frontini

Rachel Sztajn

Roberto Augusto Castellanos Pfeiffer
Ruy Camilo Pereira Junior
Thiago Saddi Tannous
Vitor Henrique Pinto Ido

Rodrigo Octávio Broglia Mendes
Sheila Christina Neder Cerezetti
Vinícius Marques De Carvalho

COORDENADORES ASSISTENTES DE EDIÇÃO:

Matheus Chebli De Abreu
Heitor Augusto Pavan Tolentino Pereira

Michelle Baruhm Diegues

ASSESSORIA DE EDIÇÃO DISCENTE:

Ana Carolina Amado Britto
Daniel Fermann
Luma Luz
Mariana Caroline Silva Aguiar
Rafaela Vidal Codogno
Yasmin Haddad D'Alpino

Arthur Martins Nogueira
Luiza Pereira Lessa
Maria Eduarda da Matta Ribeiro Lessa
Pedro Henrique Nobre Dantas Brandão
Sofia Buchala

REVISTA DE DIREITO MERCANTIL

Publicação semestral da Editora Expert LTDA

Rua Carlos Pinto Coelho, CEP 30664790 Minas Gerais, BH – Brasil

Diretores: Luciana de Castro Bastos, Daniel Carvalho

Direção Executiva: Luciana de Castro Bastos

Direção Editorial: Daniel Carvalho

Diagramação e Capa: Editora Expert

Revisão: Do Autor

A regra ortográfica usada foi prerrogativa do autor.



Todos os livros publicados pela Expert Editora Digital estão sob os direitos da Creative Commons 4.0 BY-SA. <https://br.creativecommons.org/>

"A prerrogativa da licença creative commons 4.0, referencias, bem como a obra, são de responsabilidade exclusiva do autor"

AUTORES: Adriano Camargo Gomes, Arthur Sadami, Carlos Portugal Gouvêa, Giulia Ottani Gonçalves, Gustavo Manicardi Schneider, Levi Custódio Santos, Luis Miguel Roa Florentin, Luiz Guilherme Ros, Maria Eduarda Lessa, Michelle Baruhm Diegues, Pedro Sergio Liberato Souza, Rodrigo Fialho Borges, Stella Maria Margarita La Regina, Thales Solis Farha, Thiago da Cunha Brito.

ISBN: 978-65-6006-166-8

Publicado Pela Editora Expert, Belo Horizonte, Abril de 2025

A Revista de Direito Mercantil agradece ao Instituto de Direito Global pelo fomento à publicação deste volume.

Pedidos dessa obra:

experteditora.com.br

contato@editoraexpert.com.br



ÍNDICE E CV DOS AUTORES

Carlos Portugal Gouvêa

Livre-Docente em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da USP (2022). Professor Associado de Direito Comercial da Universidade de São Paulo (USP) e sócio fundador do PGLaw. Doutor em Direito pela Universidade de Harvard (S.J.D., 2008). Bacharel pela Universidade de São Paulo (USP). Lecionou como professor visitante na Harvard Law School e foi pesquisador visitante na Yale Law School e na Wharton Business School da University of Pennsylvania. É credenciado pela Ordem dos Advogados do Brasil e pela New York State Bar Association. É membro vice-presidente da Comissão de Mercado de Capitais e Governança Corporativa da OAB-SP e membro do conselho da Comissão Fulbright do Brasil. Foi membro do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional.

Michelle Baruhm Diegues

Doutoranda em Direito Comercial e bacharel pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Coordenadora do Grupo Direito e Pobreza. Editora da Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. Advogada com experiência nas áreas de Direito Societário e Governança Corporativa.

Rodrigo Fialho Borges

Professor da Graduação e do Mestrado Profissional na FGV Direito SP. Doutor em Direito Comercial e bacharel pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. Pesquisador visitante na University of Pennsylvania Law School (2018-2019). Coordenador do Grupo de Estudos em Fusões e Aquisições (GEM&A) da FGV Direito SP. Sócio no PGLaw.

Gustavo Manicardi Schneider

Mestrando em Direito Comercial e bacharel pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. LL.M. Candidate na Harvard Law School (2024-2025).

Luis Miguel Roa Florentin

Mestre em Direito pela Universidade Federal do Paraná (UFPR). Doutorando em Direito Comercial pela USP. Membro do grupo de pesquisa CNPq/Lattes Processo Civil Comparado (UFPR). Advogado em Curitiba e São Paulo. luis@asantosadvogados.adv.br

Adriano Camargo Gomes

Mestre em Direito pela Universidade de Oxford. Doutor em Direito Processual pela USP. Pós-Doutorando em Direito Processual Civil pela UFPR. Membro do grupo de pesquisa CNPq/Lattes Processo Civil Comparado (UFPR). Advogado em Curitiba e São Paulo. adriano@camargoegomes.com

Maria Eduarda Lessa

Bacharel em Direito na Universidade de São Paulo e pesquisadora no Centro de Governança Corporativa.

Pedro Sergio Liberato Souza

Graduado em Direito pela Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo (FDRP-USP), Laurea Magistrale pela Scuola de Giurisprudenza della Università di Camerino (UNICAM), e é doutorando pela Faculdade de Direito do Largo São Francisco (FD-USP).

Stella Maria Margarita La Regina

Advogada. Bacharel em Direito pela FGV Direito São Paulo.

Luiz Guilherme Ros

Mestre e doutorando pela Universidade de Brasília, sócio em Silva Matos Advogados.

Arthur Sadami

Mestre pela Universidade de São Paulo, pesquisador na Fundação Getúlio Vargas e na Universidade de São Paulo.

Thales Solis Farha

Graduado em Direito pela FGV Direito São Paulo – Escola de Direito de São Paulo. E-mail:thalesfarha@outlook.com.

Giulia Ottani Gonçalves

Advogada, graduada em Direito e pós-graduada em Direito Processual Civil pela Universidade Presbiteriana Mackenzie, pós-graduada em Direito Empresarial pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo e membra da comissão de mediação empresarial da Ordem dos Advogados do Brasil Seção São Paulo (OAB/SP).

Thiago da Cunha Brito

Auditor Federal de Controle Externo do Tribunal de Contas da União. Mestrando em Direito Econômico e Desenvolvimento, pelo Instituto Brasileiro de Ensino, Desenvolvimento e Pesquisa (IDP), Brasília, Brasil. Pós-graduado LLM Direito Penal Econômico (IDP). Graduado em Direito (IDP). Licenciado em Engenharia Informática, pelo Instituto Superior de Engenharia do Porto (ISEP), Portugal. Pós-graduado em Marketing e Gestão Estratégica, pela Universidade do Minho (UMinho), Braga, Portugal.

Levi Custódio Santos

Graduado em direito pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo e certificado em governança corporativa, riscos e compliance pela Saint Paul Escola de Negócios. Foi pesquisador vinculado à Fundação de Amparo à Pesquisa do Estado de São Paulo (FAPESP). Atua como Advogado em Mercado de Capitais e Governança Corporativa no Veirano Advogados.

SUMÁRIO

Disciplinando a Economia da Informação: Análise do Data Act da União Europeia como uma Estratégia Brasileira para o Desenvolvimento da Internet das Coisas 15

Carlos Portugal Gouvêa, Michelle Baruhm Diegues

Qual bem-estar do consumidor? Um objetivo sem significado.. 65

Rodrigo Fialho Borges, Gustavo Manicardi Schneider

A recuperação judicial é um processo coletivo estrutural?..... 107

Luis Miguel Roa Florentin, Adriano Camargo Gomes

A guinada verde do direito societário..... 141

Maria Eduarda Lessa

Natureza jurídica do evento material adverso: Alocação de riscos como critério para extinção do contrato 183

Pedro Sergio Liberato Souza

Direito concorrencial em plataformas digitais: Ressignificando o debate entre *fake news* e o antitruste..... 218

Stella Maria Margarita La Regina

Personalidade jurídica: Uma dimensão esquecida da disciplina jurídica dos mercados? 294

Luiz Guilherme Ros, Arthur Sadami

Incidência da *affectio societatis* na dissolução parcial de sociedades em sentido amplo: Análise teórica e jurisprudencial..... 317

Thales Solis Farha

**A sociedade de propósito específico e seu patrimônio de afetação
na recuperação judicial..... 366**

Giulia Ottani Gonçalves

**Processo administrativo sancionador nos órgãos supervisores do
Sistema Financeiro Nacional brasileiro 394**

Thiago da Cunha Brito

**A dualidade dos interesses sociais das estatais e os limites na
persecução dos interesses públicos pelo estado 435**

Levi Custódio Santos

A GUINADA VERDE DO DIREITO SOCIETÁRIO¹⁷¹

THE GREEN TURN OF CORPORATE LAW

Maria Eduarda Lessa (USP, São Paulo)¹⁷²

Sumário

Nos últimos anos, reguladores têm assumido papel mais proeminente na introdução de regras jurídicas – em vez de *standards* de *soft law* – abordando a sustentabilidade corporativa e as mudanças climáticas em diversas jurisdições. Este artigo cunha o termo “guinada verde” do direito societário para se referir a essa abordagem normativa distinta no campo da sustentabilidade empresarial. A guinada verde – ou quiçá guinada *stakeholderista* – representa um momento crucial na evolução do direito societário e sinaliza uma mudança de um paradigma tradicional de maximização de valor focado em problemas de agência para uma abordagem que incorpora sustentabilidade de longo prazo ao regime jurídico empresarial. Este artigo fornece uma análise dos principais desenvolvimentos em termos de sustentabilidade empresarial na Alemanha, Brasil, Estados Unidos, Índia e Reino Unido. Este estudo também identifica três características específicas da guinada verde: a ascensão do ativismo de investidores a nível regulatório, o processo de criação de normas a partir do intercâmbio a nível nacional e internacional e a transição para um modelo de ESG cogente – em contraposição a um paradigma predominantemente composto por instrumentos de *soft law*.

171 Este artigo consiste em uma tradução de LESSA, Maria Eduarda. The Green Turn of Corporate Law. Working Paper, 2023. Disponível em: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4778061>.

172 Maria Eduarda Lessa é bacharel em Direito na Universidade de São Paulo e pesquisadora no Centro de Governança Corporativa. Ela agradece ao Professor Carlos Portugal Gouvêa e à Professora Mariana Pargendler por sua orientação e apoio. Bruna Zanini, Gabriela Goes, Isabel Lovisi, Michelle Baruhm, Pedro Schilling de Carvalho e os participantes dos seminários Spring 2023 Global Corporate Law Seminar Series e ID Global, especialmente os Professores George S. Georgiev e Daniel Pereira Campos, também forneceram comentários inestimáveis para este artigo.

Palavras-chave: ESG; direito societário; sustentabilidade; mercado de capitais; direito comparado.

Summary

In recent years, regulators have taken on a more prominent role in introducing legal rules – instead of soft law standards – addressing corporate sustainability and climate change across various jurisdictions. This article coins the term “green turn” of corporate law to refer to this distinct normative approach in the field of corporate sustainability. The green turn – or perhaps stakeholder turn – represents a crucial moment in the evolution of corporate law and signals a shift from a traditional value-maximization paradigm focused on agency problems to an approach that incorporates long-term sustainability in corporate legal regime. This article provides an analysis of key developments in corporate sustainability in Brazil, Germany, Brazil, India, the United States, and the United Kingdom. This study also identifies three distinctive features of the green turn: the rise of investor activism at regulatory level, the norm-creation process stemming from national and international level interaction, and the transition to a hard ESG model – in contrast with a paradigm dominated by soft law instruments.

Keywords: ESG; corporate law; sustainability; capital markets; comparative law.

INTRODUÇÃO

Em maio deste ano, a União Europeia (“UE”) adotou a Diretiva de *Due Diligence* em Sustentabilidade Corporativa, um marco que se baseia nas regras anteriores de cadeia de produção da França e da Alemanha e nos padrões internacionais existentes sobre negócios e direitos humanos. Alguns meses antes, a Securities and Exchanges Commission (“SEC”) finalizou as *Rules on Climate-Related Disclosures* nos Estados Unidos, marcando um desenvolvimento regulatório sem

precedentes em termos de sustentabilidade empresarial no país. Anteriormente, o Brasil foi a primeira jurisdição a adotar padrões da *International Sustainability Standards Board* (“ISSB”) de maneira obrigatória para divulgações de sustentabilidade e o Reino Unido impôs requisitos baseados no padrão da *Task Force on Climate-Related Financial Disclosures* (“TCFD”) para empresas listadas. Ao mesmo tempo, a Índia adotou um relatório abrangente de sustentabilidade empresarial para as maiores empresas indianas por capitalização de mercado. Inúmeros países promulgaram ou atualmente consideram propostas para estabelecer taxonomias verdes para criar padrões uniformes de investimento sustentável. Diversas jurisdições agora discutem e reimaginam deveres fiduciários relativos a *stakeholders* – uma discussão impensável há algumas décadas atrás.

Nos últimos anos, reguladores têm assumido papel mais proeminente na introdução de regras jurídicas – em vez de *standards* de *soft law* – abordando a sustentabilidade corporativa e as mudanças climáticas em diversas jurisdições.¹⁷³ Embora existam exemplos importantes de medidas mais incisivas que abordam outras questões

173 De acordo com dados empíricos, os governos e os reguladores financeiros representam uma das forças mais significativas impulsionando a regulamentação do ESG (MSCI. *Who Will Regulate ESG?* Disponível em: <https://www.msci.com/who-will-regulate-esg>. Acesso: 11 jun. 2024.). Um importante debate acadêmico é se o direito societário é o meio apropriado para regular as externalidades corporativas. Embora haja consenso de que “[d]eixadas sem controle, as corporações podem se envolver em comportamentos socialmente prejudiciais”, estudiosos observaram que “[a] questão crucial” é “se o direito societário é o canal adequado para fornecer essa [proteção legal aos stakeholders não contratuais]” (ENRIQUES, Luca et al. *The Basic Governance Structure: Minority Shareholders and Non-Shareholder Constituencies*. In: ARMOUR, John et al. (eds.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017). Vide também PARGENDLER, Mariana. *Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance Beyond Agency Costs*. *Journal of Corporate Law*, v. 45, n. 4, p. 953-972, 2020 (para crítica à abordagem modular do direito societário e propõe uma “análise cuidadosa das externalidades potenciais da governança corporativa, bem como os melhores meios para abordá-las”). Da mesma forma, no contexto da governança corporativa, Portugal Gouvêa argumenta que a governança corporativa não é “uma subárea do direito societário”, mas sim um campo de estudo mais amplo com múltiplas interseções público-privadas, que incluem políticas de ESG (GOUVÊA, Carlos Portugal. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Almedina, 2022, p. 73-74).

de *Environmental, Social and Governance* (“ESG”), destacam-se entre as iniciativas capitaneadas pelo Estado preocupações com sustentabilidade e riscos climáticos.¹⁷⁴ Este artigo cunha o termo “guinada verde” do direito societário para se referir a essa abordagem normativa distinta no campo da sustentabilidade empresarial.¹⁷⁵ A guinada verde – ou quiçá guinada *stakeholderista* – representa um momento crucial na evolução do direito societário e sinaliza uma mudança de um paradigma tradicional de maximização de valor focado em problemas de agência para uma abordagem que incorpora sustentabilidade de longo prazo ao regime jurídico empresarial.¹⁷⁶ A guinada verde captura essa mudança em direção à integração das

174 Reconhecendo que ESG pode ser descrito como um “rótulo altamente flexível” (POLLMAN, Elizabeth. *The Making and Meaning of ESG*, *Institute for Law and Economics Research Paper No. 22-23*, 2022, p. 29) e até mesmo componentes individuais podem assumir diferentes significados e interpretações significativamente amplas, este artigo concentra-se no E do acrônimo e se baseia nas questões ambientais relevantes para as decisões de investimento em ESG listadas pelo Relatório Who Cares Wins para delimitar o escopo das preocupações ambientais abordadas. A lista inclui mudanças climáticas e riscos relacionados, a necessidade de reduzir liberações tóxicas e resíduos, novas regulamentações que expandem os limites da responsabilidade ambiental com relação a produtos e serviços, aumento da pressão da sociedade civil para melhorar o desempenho, transparência e responsabilidade, e mercados emergentes para serviços ambientais e produtos ecologicamente corretos. Vale ressaltar que os fatores listados podem “variar de acordo com as regiões e setores” e são meramente exemplificativos (ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. *Global Compact, Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, 2004, p. 6).

175 Algumas jurisdições têm uma clara distinção entre o direito societário e o direito de valores mobiliários - particularmente os Estados Unidos (PARK, James J. *Reassessing The Distinction Between Corporate And Securities Law*. *UCLA Law Review*, v. 64, p. 116-182, 2017) mas a linha é menos evidente em outros lugares. Reconhecendo as importantes implicações da distinção, este artigo mescla ambos os campos ao abordar as características da mudança para o verde.

176 *Vide*, de modo geral, STOUT, Lynn A. *The shareholder value myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. São Francisco: Berrett-Koehler Publishers, 2012; FRIEDMAN, Milton. *The social responsibility of business is to increase its profits*. *The New York Times*, Nova Iorque, 13 set. 1970 (para visões contrastantes sobre a primazia dos acionistas e o stakeholderismo). A virada verde pode ser situada como parte de um quadro mais amplo de uma “nova teoria de governança corporativa”, caracterizada pela “centralidade do debate sobre ética corporativa, juntamente com a crescente importância de tópicos como governança socioambiental, a relação entre negócios e direitos humanos, e a demanda por políticas de diversidade.” (Portugal Gouvêa, *supra* nota 2, p. 651).

preocupações com sustentabilidade no tecido jurídico do direito societário.

Esse movimento marca tanto uma transformação no cenário regulatório da sustentabilidade empresarial quanto um processo de cristalização das práticas de mercado em matéria de ESG. Este artigo fornece uma análise dos principais desenvolvimentos em termos de sustentabilidade empresarial na Alemanha, Brasil, Estados Unidos, Índia e Reino Unido.¹⁷⁷ As iniciativas regulatórias centrais que se enquadram no conceito de guinada verde incluem divulgações obrigatórias, taxonomias verdes, obrigações de *due diligence* para empresas controladoras, requisitos específicos de sustentabilidade para empresas estatais, bem como os controversos debates sobre os deveres fiduciários de conselheiros.

Este artigo também identifica o papel desempenhado pelos investidores na guinada verde. A pressão de acionistas pelo alinhamento ESG é comumente enquadrada como ativismo ou *stewardship*, que se concentram no engajamento a nível da empresa ou interno.¹⁷⁸ No entanto, a guinada verde tem sido moldada pelo

177 Selecionei cinco jurisdições das 10 principais jurisdições democráticas com maior PIB global (BANCO MUNDIAL. GDP (current US\$). Disponível em: https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?most_recent_value_desc=true) e emissões de GEE (BANCO MUNDIAL. Greenhouse gas emissions (kt of CO2 equivalent). Disponível em: https://data.worldbank.org/indicator/EN.ATM.GHGT.KT.CE?most_recent_value_desc=true.) de acordo com os dados do Banco Mundial, a saber: Estados Unidos, Índia, Japão, Alemanha, Reino Unido, França, Brasil e Canadá. Dessa amostra, extraí todas as jurisdições do Sul Global (Brasil e Índia) e as três principais jurisdições do Norte Global (Estados Unidos, Reino Unido e Alemanha), excluindo o Japão. Devido à importância da regulamentação da UE para a Alemanha (e até recentemente para o Reino Unido), o estudo também inclui desenvolvimentos relevantes da EU.

178 Para formulações ligeiramente diferentes, GORDON, Jeffrey N. *Systematic stewardship*. *Journal of Corporate Law*, v. 47, p. 627-664, 2022 (propõe “*systematic stewardship*” como estratégia de engajamento de gestores de ativos por meio de abordagens específicas às empresas e de portfólio para reduzir o risco sistemático. Curiosamente, entre as medidas para promover o *systematic stewardship*, o autor questiona se “[e]m vez de uma abordagem voluntária de adesão, facilitada pela pressão dos acionistas, deveriam apoiar a divulgação obrigatória, uma abordagem regulatória que padronizaria e compeliaria a divulgação?”); KATELOUZOU, Dionysia. *The rhetoric of activist shareholder stewards*. *New York University Journal of Law and Business*, v. 18, n. 3, p. 627-673, 2022 (observando que alguns investidores têm concepções de

engajamento dos investidores a nível regulatório. Esse padrão distinto de interações no campo da governança corporativa evidencia as limitações do paradigma existente para descrever adequadamente o engajamento de acionistas e investidores com questões de ESG. Este artigo identifica essa forma distinta de engajamento que vem impulsionando a guinada verde como ativismo de investidores a nível regulatório, o qual se refere às tentativas de acionistas e atores centrais do mercado de suscitar ou influenciar a codificação das práticas de sustentabilidade corporativa em regras legais obrigatórias.

Este estudo identifica três características específicas da guinada verde: a ascensão do ativismo de investidores a nível regulatório, o processo de criação de normas a partir do intercâmbio a nível nacional e internacional e a transição para um modelo de ESG *hard* – em contraposição a um paradigma predominantemente composto por instrumentos de *soft law*. Além do ativismo a nível regulatório por parte de investidores, obrigações relativas a sustentabilidade empresarial vem sendo profundamente influenciadas por padrões internacionais como parte de um contexto mais amplo de direito internacional ou transnacional.¹⁷⁹ A guinada verde também descreve

macro-level stewardship que “não se limitam ao engajamento no nível individual das empresas (*micro-level stewardship*)”, mas incluem também “engajamento com governos, reguladores, organizações supranacionais e outros definidores de normas no nível macro (*macro-level stewardship*)”. A autora, no entanto, concentra-se em *micro-level stewardship* “aspirado pela primeira geração do Código de Stewardship do Reino Unido”).

179 De modo geral, PARGENDLER, Mariana. The rise of international corporate law. *Washington University Law Review*, v. 98, n. 6, p. 1765-1820, 2021 (destacando a crescente influência da regulamentação de organizações internacionais sobre o direito societário). Alguns se referem ao fenômeno como a criação de um direito transnacional no ramo de direito societário e governança corporativa (SIEMS, Mathias M. *The methods of comparative corporate law*. In: TOMASIC, Roman (ed.). *Routledge Handbook of Corporate Law*. London: Routledge, 2017); KATELOUZOU, Dionysia; ZUMBANSEN, Peer. The New Geographies of Corporate Governance. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, v. 42, n. 1, p. 51-153, 2020, pp. 69-70; BOWLEY, Tim; HILL, Jennifer G. The global ESG stewardship ecosystem. ECGI Law Working Paper No. 660/2022, 2022, p. 11. Até recentemente, essa questão havia passado despercebida nos estudos comparados de direito, cuja produção havia se concentrado ou na convergência entre sistemas jurídicos ou *path dependency*, ou ainda nas diferenças entre jurisdições de direito civil e *common law*. Vide, por exemplo, GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. (eds.). *Convergence and persistence in*

movimento de codificação que faz parte de tendência mais ampla de ascensão do *hard* ESG – talvez melhor descrita como uma segunda etapa do movimento ESG – que cristaliza práticas de mercado de modo semelhante à evolução das estruturas legais iniciais do direito societário e empresarial. A guinada verde como um processo captura o *implante*, em ordenamentos jurídicos nacionais, de práticas inicialmente elaboradas pelos agentes do mercado e cristalizadas em forma de *soft law*, refletindo uma evolução da práxis mercantil a regras cogentes na seara do ESG.

Esse movimento de codificação de riscos de sustentabilidade e clima tem o potencial de desvendar nós relevantes que têm atravancado tentativas de levar o ESG ao próximo nível. Primeiro, a gama de mecanismos de *accountability* disponíveis pode aumentar o grau de adesão devido aos riscos reputacionais, civis e administrativos associados às obrigações de sustentabilidade. Segundo, é do interesse de empresas e acionistas que reguladores uniformizem as práticas empresariais em determinados aspectos, a fim de reduzir assimetrias de informação e custos de transação. Terceiro, o fortalecimento da regulamentação governamental no panorama atual liderado pelo mercado pode fornecer melhores arranjos institucionais e de governança para lidar com os custos de coordenação decorrentes dos riscos ambientais e climáticos.

Este artigo se organiza da seguinte forma. A Seção I apresenta os três atributos distintivos da guinada verde: a ideia de ativismo de investidores a nível regulatório, a influência do direito societário internacional e a evolução do ESG desde a práxis mercantil às regras cogentes estatais. A Seção II aborda os principais desenvolvimentos no campo das divulgações corporativas e regulamentação de valores mobiliários no Brasil, UE, Alemanha, Índia, Reino Unido e Estados Unidos. Por fim, serão apresentadas as conclusões do estudo.

corporate governance. Cambridge: Cambridge University Press, 2004; SIEMS, Mathias M.; CABRELLI, David, Form Style and Substance in Comparative Company Law. In: SIEMS, Mathias M.; CABRELLI, David (eds.). *Comparative Company Law: A Case-Based Approach*. Oxford: Hart Publishing, 2013 (identificando tendências-chave na literatura de estudos comparativa de direito societário).

I. TRÊS ATRIBUTOS DISTINTIVOS DA GUINADA VERDE

A guinada verde é parte de uma nova governança corporativa orientada não apenas por problemas de agência, mas também por preocupações mais amplas voltadas às partes interessadas. Esta subseção identifica três características distintivas da guinada verde. Primeiro, o ativismo de investidores a nível regulatório como a força motriz por detrás das regras obrigatórias de sustentabilidade corporativa. Este conceito descreve uma forma de engajamento de acionistas particular à guinada verde, que não tem sido capturada pelas noções existentes de *stewardship* ou ativismo a nível da empresa. Segundo, a guinada verde foi moldada por um processo particular de criação de normas por meio do qual padrões internacionais vêm sendo implantados em sistemas jurídicos nacionais. Esta noção destaca o papel central dos marcos jurídicos transnacionais e dos instrumentos de *soft law*. Terceiro, o movimento faz parte de um contexto mais amplo de ascensão do *hard ESG*, que reflete um padrão histórico de consolidação de práticas mercantis em normas legais impostas pelo Estado na evolução do direito empresarial.

I.1 FORÇA MOTRIZ DA GUINADA: ATIVISMO ACIONÁRIO A NÍVEL REGULATÓRIO

Estudos empíricos e literatura prévia evidenciam o papel ativo desempenhado por investidores institucionais, redes de investidores e principais partes interessadas corporativas no processo de codificação de obrigações de sustentabilidade corporativa. Esse engajamento tem sido descrito como pressão ou demandas de investidores – que têm sido amplamente usadas como justificativa para a criação de normas jurídicas e regulações. A pressão exercida por investidores institucionais não é um incidente isolado, mas parte de um quebra-cabeça maior de engajamento sistemático em nível macro. No entanto, nenhum quadro conceitual existente explica totalmente os contornos

dessa forma emergente de engajamento de acionistas, que vai além do *active ownership* a nível interno.

Na década de 1930, Berle e Means proclamaram a separação entre a propriedade dispersa e os poderes concentrados de controle no sistema de governança corporativa.¹⁸⁰ O modelo Berle-Means foi reformulado por Jensen e Meckling em termos de relações principal-agente, e tem sido a bússola dos debates acadêmicos do direito societário desde então.¹⁸¹ O afastamento da propriedade acionária da gestão corporativa está na suposição de passividade dos acionistas devido a problemas de ação coletiva, como altos custos de informação e coordenação.¹⁸² No entanto, ao final do século XX, investidores institucionais se tornaram acionistas significativos em sociedades anônimas, com níveis crescentes de influência sobre a tomada de decisões empresarial nos Estados Unidos e no Reino Unido. A influência dos investidores institucionais sobre a gestão levou alguns estudiosos a identificarem um novo capitalismo de “investidores” ou de “agência” em contraste com o canônico capitalismo gerencial.¹⁸³

Essa mudança colocou o ativismo dos acionistas e, mais recentemente, a *ESG stewardship*, no centro do debate. Especialmente, a literatura tem destacado o papel desempenhado por gestores de ativos ao pressionar pela regulamentação mais rigorosa de obrigações climáticas e sustentabilidade empresarial.¹⁸⁴ O ativismo interno e a

180 BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque: Macmillan, 1932.

181 JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, 1976, p. 305.

182 Berle & Means, *supra* nota 9, p. 120; ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Agency problems and legal strategies*. In: ARMOUR, John et al. (eds.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017 (explicando os custos de coordenação e informação associados aos problemas de ação coletiva de múltiplos princípios).

183 GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffery N. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. *Columbia Law Review*, v. 113, 2013, p. 863; CONARD, Alfred F. Beyond Managerialism: Investor Capitalism? *University of Michigan Journal of Law Reform*, v. 22, 1988, p. 117.

184 Veja-se, por exemplo, COFFEE JR., John C. The future of disclosure: ESG, common ownership, and systematic risk. *Columbia Business Law Review*, v. 2021, 2021, p. 636

ESG stewardship geralmente implicam um comportamento ativo em relação às estruturas de governança internas das empresas.¹⁸⁵ Ambas as noções falham em capturar o crescente engajamento dos investidores com os reguladores para perseguir metas de sustentabilidade mais amplas e ambiciosas.

O ativismo dos acionistas refere-se ao engajamento dos investidores com a tomada de decisões corporativas, monitorando-a para influenciar ou pressionar a gestão.¹⁸⁶ O ativismo tem por base a solução de conflitos de agência inerentes à empresa – podendo assumir a forma de ativismo orientado para desempenho ou intervenção centrada em arranjos de governança corporativa. Em qualquer caso, as noções existentes de ativismo são predominantemente voltadas para a empresa: descrevem o uso da voz dos acionistas no engajamento com a empresa.

A *stewardship* surge como a “responsabilidade dos acionistas como proprietários”¹⁸⁷ – notavelmente calcada nos direitos e deveres de propriedade. *Stewardship* acomoda duas conotações jurídicas diferentes, mas complementares. Pode referir-se a um dever de *soft law* dos acionistas para com a empresa e, no caso de investidores

(propondo uma abordagem de portfólio para abordar riscos sistemáticos que fazem parte de ESG).

185 Tim Bowley & Jennifer G. Hill, *supra* nota 8, p. 33 (argumentando que o *ESG stewardship* tem provocado mudanças no comportamento corporativo em relação, entre outros, aos padrões de divulgação e à remuneração executiva). Para obras relacionadas, vide HILL, Jennifer G. Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes. *Seattle University Law Review*, v. 41, 2018, p. 506 (explorando o surgimento de códigos de *stewardship* para promover o engajamento dos investidores como resposta às deficiências do sistema de governança corporativa).

186 O ativismo tem sido descrito como “a continuum of responses to corporate performance” (GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest*, v. 2, n. 3, 1998, p. 10-13) e como “any action(s) of any shareholder or shareholder group with the purpose of bringing about change within a public company without trying to gain control” (ROSE, Paul; SHARFMAN, Bernard S. Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance. *BYU Law Review*, v. 1015, n. 5, 2015, p. 1017).

187 WALKER, David. A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities. *HM Treasury*, 16 jul. 2009, p. 12.

institucionais, seus proprietários beneficiários.¹⁸⁸ Também pode referir-se a uma conduta ou comportamento esperado por meio do engajamento de acionistas – presumivelmente engajamento em nível interno – com a empresa.¹⁸⁹ Os dois sentidos são complementares. Os acionistas podem cumprir seu dever como *stewards* da empresa mediante formas particulares de engajamento em nível corporativo, como o exercício do direito ao voto.

Até agora, as discussões sobre o engajamento dos acionistas com questões de sustentabilidade e clima têm sido enquadradas quase exclusivamente em termos de *stewardship* e ativismo a nível da empresa ou interno. No entanto, ambas as noções oferecem um diagnóstico limitado do papel desempenhado pelos investidores no surgimento de iniciativas regulatórias em sustentabilidade corporativa. Em tais jurisdições, o aumento do *hard* ESG está entrelaçado com a crescente influência exercida pelos investidores institucionais sobre os reguladores. No *hard* ESG, os investidores exercem influência sobre os legisladores para pressionar pela codificação das práticas e padrões existentes de governança corporativa. Eles o fazem não através da *stewardship* em nível da empresa ou com objetivo de influenciar a administração, mas através do ativismo a nível regulatório.

I.II PROCESSO DE CRIAÇÃO DE NORMAS: IMPLANTES JURÍDICOS DE REGRAS INTERNACIONAIS

A doutrina tem identificado a crescente relevância das organizações internacionais e dos marcos regulatórios transnacionais na formação do direito societário globalmente.¹⁹⁰ A guinada verde

188 FINANCIAL REPORTING COUNCIL. *Consultation on a Stewardship Code for Institutional Investors*, 2010, p. 2.

189 O *stewardship* tem sido descrito como “legitimação para as formas aceitáveis de engajamento acionário que seriam tratadas como *stewardship*” (CHIU, Iris H.Y.; KATELOUZOU, Dionysia. *From shareholder stewardship to shareholder duties: is the time ripe?* In: BIRKMOSE, Hanne (Ed.). *Shareholder's duties*. Alphen aan den Rijn: Wolter's Kluwer, 2016, p. 135).

190 Vide *supra* nota 7.

é marcada pelo impacto dos padrões elaborados por organizações internacionais sobre a criação de regras jurídicas a nível nacional. As iniciativas legislativas e regulatórias que abordam preocupações climáticas e de sustentabilidade em várias jurisdições não são apenas moldadas, mas verdadeiramente um produto das iniciativas de estabelecimento de *standards* por parte das organizações internacionais.

Diretrizes de mercado e elaboradas internacionalmente estão sendo cada vez mais codificadas em instrumentos legais.¹⁹¹ De uma perspectiva comparativa, a guinada verde atesta a eficácia dos implantes jurídicos – para além dos transplantes jurídicos – como um método de criação e proliferação de padrões desenvolvidos em nível internacional e implementados em diversas jurisdições.¹⁹² Conforme conceito brilhantemente introduzido pela professora Mariana Pargendler, implantes jurídicos focam na transferência de dispositivos desenvolvidos em nível internacional para ordens legais nacionais – ao contrário dos transplantes que envolvem empréstimos legais de um sistema para outro. Exemplos notáveis incluem a adoção de padrões internacionais de divulgação de sustentabilidade e a influência dos instrumentos de negócios e direitos humanos sobre a criação de leis públicas.

Jurisdições em todo o mundo têm adotado padrões de divulgações de sustentabilidade desenvolvidos internacionalmente. Enquanto o Reino Unido e os Estados Unidos têm sido mais influenciados pelo TCFD, o Brasil adotou explicitamente o ISSB, a UE implementou uma abordagem mista que combina ISSB e o padrão de Global Reporting Standards (“GRI”), e a Índia tem sido guiada principalmente pelos

191 WATSON, Alan. *Legal Transplants: An Approach to Comparative Law*. Edinburgh: Scottish Academic Press, 1974, p. 21 (definindo transplantes jurídicos como “a transferência de uma regra ou sistema jurídico de um país para outro, ou de um povo para outro”); Pargendler, *supra* nota 14, p. 1775 (contrastando a noção de transplantes jurídicos com implantes jurídicos, os quais são “estruturas jurídicas artificiais” que foram “primeiramente construídas a nível internacional antes de se espalharem por diferentes países ao redor do mundo”).

192 *Id.*

GRI e pelos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da Organização das Nações Unidas.¹⁹³ Da mesma forma, os Princípios Orientadores das Nações Unidas sobre Empresas e Direitos Humanos (“UNGPs”) e as Diretrizes da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico para Empresas Multinacionais têm sido citados nos trabalhos preparatórios de normas jurídicas nacionais que impõem um dever de *due diligence* à empresa controladora de multinacionais.

I.III *HARD ESG*: DE PRÁTICAS MERCANTIS A REGRAS IMPOSTAS PELO ESTADO

A ascensão de modalidades obrigatórias de sustentabilidade corporativa não significa que abordagens voluntárias tenham falhado. A guinada verde identifica o processo como a (natural) consolidação de costumes e práticas mercantis em normas do ordenamento jurídico. Em um primeiro estágio, a criação e o desenvolvimento do ESG são definidos por mecanismos de *soft law*, principalmente estabelecidos por investidores e empresas. Mais recentemente, o movimento experimentou um aumento de alternativas que recorrem à *hard law* para implantar práticas inauguradas e cristalizadas à nível de mercado nas ordens legais nacionais. A proeminência recente da regulação pública de origem a um *segundo estágio* na evolução do movimento ESG – em contraposição à predominância da autocomposição privada observada no primeiro estágio. Esta seção explica o avanço da sustentabilidade empresarial mediante normas cogentes – ou, mais amplamente, do *hard ESG* – como parte de uma tendência histórica maior de desenvolvimento de regras jurídicas no desenrolar do direito comercial a partir da codificação de práticas primeiro desenvolvidas pela práxis dos mercados.

De uma perspectiva histórica, a prática geralmente precedeu a lei no desenvolvimento de regras legais de negócios e comerciais.¹⁹⁴

¹⁹³ Ver Seção III abaixo.

¹⁹⁴ FREMERY, A. *Études de droit commercial ou du droit fondé par la coutume universelle des commerçants*. Paris: Globet, 1833, p. 19 (“[c]’est ainsi que, depuis deux cents ans, le

Autores clássicos argumentaram que as formas legais e noções fundamentais do direito comercial têm suas raízes nas práticas mercantis.¹⁹⁵ Costumes consolidados na prática de mercado foram subsequentemente codificados em regras legais nacionais ao longo da evolução das formas primárias de direito societário.¹⁹⁶ Este tem sido o curso regular de desenvolvimento de grande parte das regras legais que moldam a atividade empresarial: padrões elaborados primeiramente pelos mercados e instituídos como prática comum mais tarde se tornam leis impostas pelo Estado.

A evolução do ESG de *soft law* para *hard law* seguiu um curso semelhante. Desde o relatório *Who Cares Wins* das Nações Unidas, o ESG se disseminou pelos mercados e empresas. Ao longo dos anos, os atores do mercado desenvolveram práticas particulares em relação a divulgações, *due diligence* e classificação de investimentos. Essas práticas surgidas no seio do mercado gradualmente se agregaram em padrões e marcos organizados – tome-se, por exemplo, o ISSB sobre divulgações de sustentabilidade e clima. *Standards* voluntários elaborados e comumente aceitos pelo mercado foram posteriormente incorporados aos sistemas jurídicos nacionais. A guinada verde

véritable droit commercial, ouvre lente et successive de l'unanimité des commerçans, et dont les sources se retrouvent dans les monumens épars de leur coutume, a été divisé et mis en lambeaux par les législateurs des nations diverses, et qu'au lieu d'un droit commercial simple, grand, universel comme le commerce qui l'avait produit, on a eu le droit commercial français, le droit commercial anglais, le droit commercial espagnol.”).

195 TULLIO ASCARELLI. Panorama do Direito Comercial, São Paulo: Saraiva, 1947, p. 24 (“o direito comercial não estava ligado ao direito estatal, mas era baseado exclusivamente no consentimento e nos costumes das partes envolvidas, sucessivamente consolidados nas constituta usus medievais”); GALGANO, Francesco. *Lex Mercatoria*. Il Mulino: Bologna, 2010, p. 9 (“[I]a storia dela lex mercatoria è la storia di un particolare modo di creare diritto, la storia del “particolarismo” che há contraddistinto la regolazione normativa dei rapporti commerciali, rendendola diversa dalla regolazione normativa di ogni altra specie de rapporti sociale. È, in origine, il ius mercatorum o lex mercatoria, ed è tale non solo perché regola l’attività dei mercatores, che nasce dagli statuti delle corporazioni mercantili, dalla consuetudine mercantile, dalla giurisprudenza dela cúria dei mercanti.”)

196 ASCARELLI, Tullio. O Desenvolvimento Histórico do Direito Comercial e o Significado da Unificação do Direito Privado. *Revista de Direito Mercantil*, v. 37, n. 114, p. 237-252, abr./jun., 1999, p. 238-239.

captura esse último estágio: reflete o conhecido padrão evolutivo do direito societário (e, mais amplamente, do direito comercial) desde práticas de mercado a ordenamentos jurídicos estatais em sua forma contemporânea.

A expressão *hard ESG* não é um oxímoro. Os paralelos entre o desenvolvimento histórico do direito comercial e a evolução dos padrões de sustentabilidade empresarial de *soft* a *hard law* destacam as interfaces entre as práticas de mercado e os resultados regulatórios. O movimento de codificação identificado na guinada verde reflete – e, em certas instâncias, reproduz – uma tendência histórica mais ampla de gênese de normas jurídicas societárias e comerciais. Nesse contexto, a codificação observada na guinada verde pode ser enquadrada como parte de um fluxo natural de evolução nos regimes jurídicos empresariais desde práticas de mercado até sua cristalização na forma de normas jurídicas.

II. PRINCIPAIS DESENVOLVIMENTOS REGULATÓRIOS NO DIREITO COMPARADO

Esta Seção mapeia – sem pretender exaurir – os principais desenvolvimentos em termos de obrigações de sustentabilidade empresarial nas seguintes jurisdições: Alemanha, Brasil, Estados Unidos, Índia e Reino Unido.

II.1 ALEMANHA

A Alemanha há muito é diagnosticada como uma jurisdição orientada para a proteção de *stakeholders* pela literatura de direito societário e governança corporativa, uma noção notoriamente ilustrada por seu modelo de co-determinação no conselho de administração.¹⁹⁷ Alguns autores observam, inclusive, que a ampla

197 HOPT, Klaus J. Two Tier Board: Experience, Theories, Reforms. In: HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki et al. *Comparative corporate governance*. Oxford: Clarendon Press,

inclusão de *stakeholders* – particularmente trabalhadores – na estrutura societária alemã a tornaria mais adequada para futuras inovações em prol da promoção de sustentabilidade empresarial.¹⁹⁸ À primeira vista, o modelo alemão de *capitalismo social* pode parecer atraente para implantes pioneiros de sustentabilidade corporativa. No entanto, tais reformas encontraram significativos níveis de resistência, especialmente de associações empresariais, empresas de determinados setores e associações profissionais.

Muito do modelo regulatório alemão sobre sustentabilidade empresarial foi moldado por iniciativas originadas na União Europeia (“UE”), especialmente em termos de divulgações ambientais. Divulgações exigidas primeiro a nível da UE foram transpostas à legislação nacional por meio de emendas ao Código Comercial. Seguindo a Diretiva de Divulgação de Informações Não Financeiras (“Diretiva”), o Código Comercial alemão foi alterado em 2017 para incluir divulgações sociais e ambientais obrigatórias destinadas a complementar o relatório da administração.¹⁹⁹ O relatório não financeiro – que está sujeito a auditoria pelo conselho de supervisão, conforme o Artigo 171 do Aktiengesetz – deve se referir a questões ambientais e sociais, incluindo o respeito aos direitos humanos e o combate à corrupção e suborno (Handelsgesetzbuch (“HGB”),

1998, p. 229 (explicando as raízes da codeterminação na Alemanha); HAARMANN, Wilhelm; SCHINDLER, Clemens Philipp. Germany. In: VAN GERVEN, Dirk; STORM, Paul (eds.). *The European company*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006, p. 253. (sobre a participação dos empregados nas empresas alemãs).

198 RÜHMKORF, Andreas. Stakeholder Value Versus Corporate Sustainability. In: SJÄFJELL, Beate; BRUNER, Christopher M. (eds.). *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019, p. 238 (defendendo que a representação dos empregados no conselho de supervisão, com interesses de longo prazo, poderia fomentar a inclusão de preocupações com o desenvolvimento sustentável dentro da empresa); BOTTENBERG, Konstantin; TUSCHKE, Anja; FLICKINGER, Miriam. Corporate Governance Between Shareholder and Stakeholder Orientation: Lessons from Germany. *Journal of Management Inquiry*, v. 26, n. 2, p. 165-180, 2017, p. 180.

199 Handelsgesetzbuch [HGB], §§ 289b e 315(b), conforme alterado pelo CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz (CSR-RUG), 11 abr. 2017, BGBl. I 2017, p. 802. UWER, Dirk; SHRAMM, Michael. The Transposition of The CSR Directive into German Commercial Law. *P.A. (Persona e Amministrazione)*, n. 1, p. 197-221, 2018.

Artigos 289(c) e 315(c)). Também deve incluir e explicar, na medida em que forem pertinentes, prováveis desenvolvimentos futuros e oportunidades e riscos materiais relacionados ao meio ambiente ((HGB, Artigo 315(3)).

A implementação da Diretiva foi altamente controversa na definição do escopo das divulgações não financeiras obrigatórias. Como grandes empresas alemãs não operavam no mercado de capitais, grupos de interesse disputaram a extensão ou não o dever além dos requisitos estabelecidos na Diretiva.²⁰⁰ A maioria das contribuições públicas endossou uma transposição exata das normas da UE.²⁰¹ O legislador alemão optou por manter os critérios iniciais de aplicação e não estendeu o relatório de informações não financeiras a empresas não listadas ou de médio porte devido ao “ônus” representado pela divulgação obrigatória.²⁰² A decisão foi criticada por deixar de fora empresas importantes com cadeias de suprimentos globais.²⁰³

Enquanto a Alemanha poderia ter aproveitado essa oportunidade para liderar em posição de vanguarda na sustentabilidade empresarial europeia, acabou adotando uma abordagem de simples conformidade com as prescrições da UE. Interessantemente, no entanto, as *CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz* (“CSR-RUG”) ao Código Comercial alemão modificaram ligeiramente a Diretiva da UE em termos de divulgações ambientais. A Diretiva inicialmente previa apenas divulgações de “questões ambientais”, enquanto a versão implementada na Alemanha

200 Rühmkorf, *supra* nota 27, p. 242.

201 Das 16 contribuições públicas no site do Bundesgerichtshof (<https://www.bundesgerichtshof.de/DE/Bibliothek/GesMat/WP18/C/CSR-Rl-UmsG.html?nn=10772256>), 14 apoiaram uma transposição estrita da Diretiva para a legislação alemã – 7 de entidades profissionais, 6 de associações empresariais e 1 de uma empresa de consultoria. Apenas 2 apoiaram a adoção de um conjunto mais amplo de regras – uma ONG e um instituto de proteção ao consumidor.

202 Uwer & Shramm, *supra* nota 28, p. 200 (observando que o escopo limitado “pouparia” tais empresas dos “fardos administrativos e financeiros” incorridos para cumprir com a obrigatoriedade de relatórios).

203 Rühmkorf, *supra* nota 27, p. 242 (observando que “[t]he consequence of the exact implementation of the Directive into German law is that, for example, well-known companies such as the retailer Aldi or the food processing company Dr. Oetker do not have to issue a nonfinancial statement.”).

estabelece uma lista exemplificativa que inclui “emissões de GEE, consumo de água, poluição do ar, uso de energia renovável ou não renovável e proteção da biodiversidade” (HGB, Artigo 289(c)).²⁰⁴

As controvérsias em torno das CSR-RUG ao Código Comercial não estão restritas ao contexto alemão. Todas as jurisdições estudadas, em graus variados e momentos diferentes, enfrentaram algum tipo de resistência a iniciativas relacionadas à divulgação de sustentabilidade. Além das disposições atuais do Código Comercial, as empresas alemãs também devem cumprir os requisitos de divulgação estabelecidos pela Taxonomia Verde da UE, que exige divulgações de faturamento e despesas de capital e operacionais consideradas ambientalmente sustentáveis. Com as novas regras da UE sobre divulgações de sustentabilidade, discussões sobre emendas ao Código Comercial alemão já estão em pauta. Ao menos potencialmente, os requisitos de divulgação de sustentabilidade alemães ganharão contornos substanciais em termos tanto de informações a serem publicizadas quanto de empresas vinculadas aos novos padrões.

Recentemente, a Alemanha também implementou *due diligence* obrigatória em matéria de direitos humanos e meio ambiente. Apesar da “forte crítica” das associações empresariais alemãs, a Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz (“LkSG”) foi promulgada em 2022 com reações “bastante positivas” no geral.²⁰⁵ A LkSG exige *due diligence* em direitos humanos e ambientais para empresas com administração central, principal local de negócios, sede administrativa, sede estatutária ou filial na Alemanha (Artigo 1(1)). A LkSG se aplica a empresas com mais de 1.000 funcionários a partir de 2024. No entanto, a lei vem sendo criticada pela limitada gama de obrigações impostas às empresas, com “consideráveis fraquezas” em termos de real

204 Esta inclusão está associada às sugestões de ONGs ambientais durante o período de consulta pública (vide, por exemplo, Bund für Umwelt und Naturschutz Deutschland, Kommentar zum CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz, 11 abr. 2016).

205 MITTWOCH, Anne-Christin; BREMENKAMP, Fernanda Luisa. The German Supply Chain Act – A sustainable regulatory framework for internationally active market players? *Review European and Comparative Law*, v. 55, n. 4, p. 189-219, 2023, p. 189-190.

fiscalização e controle sobre a cadeia de produção.²⁰⁶ Críticos também apontam o foco excessivo em direitos humanos, sem “proteção equivalente para preocupações ecológicas”.²⁰⁷ Outra fraqueza reside na exclusão da responsabilidade civil da LkSG, limitando os mecanismos de execução a multas administrativas.²⁰⁸

II.II BRASIL

Em 2009, a CVM introduziu o Formulário de Referência – um relatório anual obrigatório para empresas de capital aberto – cujas regras originalmente incluíam divulgações relacionadas ao meio ambiente na medida em que correspondiam aos “efeitos da regulação estatal sobre as atividades do emissor”, como políticas ambientais e os custos incorridos para cumprir as regras existentes.²⁰⁹ Cinco anos depois, a CVM propôs um novo conjunto de regras para atualizar o regulamento existente. O rascunho inicial deu um passo adiante ao adicionar divulgações especificamente relacionadas a riscos e políticas ambientais. No entanto, as diretrizes simplesmente instruíam os

206 Mittwoch & Bremenkamp, *supra* nota 38, p. 200.

207 *Id.*, at 197-198.

208 MAIHOLD, Günther; MÜLLER, Melanie; SAULICH, Christina; SCHÖNEICH, Svenja. Responsibility in supply chains: Germany's due diligence act is a good start. *Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP) Comment*, n. 21, 2021.

209 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (“CVM”). Instrução nº 480 de 7 de dezembro de 2009 [ICVM nº 480], Anexo 24, Item 7.5(b). O Item 10.5 também impôs uma obrigação aos administradores das empresas de comentar sobre normas contábeis relacionadas aos custos ambientais (“[o]s diretores devem indicar e comentar políticas contábeis críticas adotadas pelo emissor, explorando, em especial, estimativas contábeis feitas pela administração sobre questões incertas e relevantes para a descrição da situação financeira e dos resultados, que exijam julgamentos subjetivos ou complexos, tais como: provisões, contingências, reconhecimento da receita, créditos fiscais, ativos de longa duração, vida útil de ativos não-circulantes, planos de pensão, ajustes de conversão em moeda estrangeira, custos de recuperação ambiental, critérios para teste de recuperação de ativos e instrumentos financeiros”). Em 2021, o termo “custos de recuperação ambiental” foi substituído por fatores ESG.

emissores a indicar se divulgavam informações sociais e ambientais, além de detalhes sobre sua elaboração e acessibilidade.²¹⁰

A regra falhou em estabelecer um padrão “comply-or-explain” para divulgações sociais e ambientais, mantendo abordagem desatualizada em perspectiva comparada. Na prática, a regulamentação das divulgações de sustentabilidade permaneceu residual, sem um arcabouço regulatório abrangente para as companhias abertas brasileiras. A proposta de reforma focou na divulgação de operações de aumento de capital e transações entre partes relacionadas – não em questões de transparência – o que pode explicar o escasso progresso na matéria.

Durante a consulta pública lançada pela CVM, várias entidades privadas e institutos de governança corporativa incentivaram o fortalecimento das divulgações de sustentabilidade – a maioria, sem sucesso. A Bolsa de Valores de São Paulo, atualmente B3, propôs a adoção de um padrão mínimo “pratique ou explique” para divulgações ambientais e sociais ao invés do simples “cumpra ou não” proposto pela CVM. Como observado pela Bolsa de Valores, a divulgação de tais informações constitui um “esclarecimento importante aos investidores” sem “custos substanciais associados à produção e disseminação”.²¹¹

A CVM, por sua vez, descartou a sugestão argumentando que, apesar da natureza opcional das divulgações, as informações exigidas pelo projeto de resolução eram suficientes para que investidores avaliassem o compromisso da empresa com tais questões.²¹² Da mesma forma, o fundo de pensão de funcionários do Banco do Brasil propôs tornar as divulgações ambientais obrigatórias com uma regra específica exigindo a elaboração e divulgação de políticas

210 CVM. Instrução nº 552 de 9 de outubro de 2014, que altera a ICVM nº 480, Anexo 24, Itens 4.1(j), 7.5(b) e 7.8.

211 Manifestação da BM&FBOVESPA em CVM, Audiência Pública SDM nº 03/2013 (2013) (“Audiência Pública SDM nº 03/2013”).

212 CVM, Relatório de Análise de Audiência Pública SDM nº 03/2013 (2013) (“Relatório SDM nº 03/2013”), p. 29.

e compromissos de sustentabilidade.²¹³ A CVM rejeitou as sugestões sem um motivo claro.

À época, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (“IBGC”) e o Ponto Focal da Global Reporting Initiative (“GRI”) defenderam a adoção de relatórios socioambientais obrigatórios com base nas diretrizes do GRI para companhias abertas.²¹⁴ O Ponto Focal argumentou que tal regra poderia promover maior transparência – “tão necessárias para o bom funcionamento do mercado” – e fortalecer a proteção dos investidores, uma vez que “riscos socioambientais podem representar grande perda de receita pelas companhias (ex.: BP e acidente no Golfo)”.²¹⁵ Afirmou ainda que as divulgações ambientais já eram uma prática empresarial entre as companhias listadas na Bolsa, observando que “a maior parte das empresas brasileiras (pelo menos 100% das maiores empresas listadas na Bolsa de São Paulo) já trabalham informações socioambientais por demanda de outros agentes do mercado – nacional e internacional”.²¹⁶

A CVM considerou desnecessária a obrigatoriedade do relatório ambiental devido aos mecanismos de divulgação voluntária existentes.²¹⁷ No entanto, a Comissão aceitou a sugestão de incorporar os riscos socioambientais à lista de fatores de risco a serem divulgados por emissores de valores mobiliários, conforme endossado pelo IBGC e pelo Ponto Focal. Curiosamente, a bolsa de valores, redes de investidores e fundos de pensão vinham há anos pressionando o setor público por requisitos audaciosos e inovadores com vistas a aprimorar as divulgações de sustentabilidade empresarial. Apesar das recomendações *avant-garde* recebidas na consulta, as novas regras entraram em vigor com poucas mudanças em comparação ao rascunho inicial submetido ao escrutínio público.

213 Manifestação da Previ na Audiência Pública SDM nº 03/2013.

214 Manifestação do Ponto Focal GRI na Audiência Pública SDM nº 03/2013; Manifestação do IBGC na Audiência Pública SDM nº 03/2013.

215 Manifestação do Ponto Focal GRI na Audiência Pública SDM nº 03/2013.

216 *Id.*

217 CVM, Relatório SDM nº 03/2013, p. 14.

Três anos depois, em 2017, a CVM introduziu um relatório obrigatório para empresas listadas no Segmento A com respeito ao Código Brasileiro de Governança Corporativa (“Código”).²¹⁸ O relatório incluía divulgações “pratique ou explique” relativas às recomendações prescritas pelo Código, como a consideração pelo conselho de administração acerca de impactos ambientais nas estratégias de negócios, o monitoramento pela diretoria, a divulgação das repercussões ambientais das atividades da empresa e a inclusão de aspectos não financeiros na avaliação de desempenho de diretores.²¹⁹ Além de tais inclusões, a Bolsa de Valores de São Paulo mais uma vez defendeu a adoção de divulgações “comply-or-explain” sobre políticas ambientais da empresa.²²⁰ Essa proposta foi novamente rejeitada pela autoridade brasileira sem justificativa explícita.

Em 2021, a CVM deu passos significativos em direção à adoção de um modelo regulatório mais robusto para divulgações de sustentabilidade. A Resolução 59, que buscava reduzir os custos de compliance e melhorar o regime de informações no mercado de valores mobiliários brasileiro, foi um ponto de virada em termos de divulgações ESG para as empresas brasileiras listadas. Após uma audiência pública contenciosa com dezenas de contribuições, a norma introduziu padrões de transparência relativos a riscos climáticos, finalmente adotou o *standard* “comply-or-explain” e expandiu os requisitos existentes para divulgações ambientais. A Resolução acrescentou divulgações opcionais de Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (“ODS”) materiais para a empresa, adoção de matriz de materialidade e observância dos padrões da Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (“TCFD”) ou outras diretrizes de divulgação. Conforme destacado posteriormente pela Comissão,

218 CVM. Instrução nº 586 de 8 de junho de 2017 (“ICVM nº 586”), Artigo 21, XIV, modificando a ICVM nº 480.

219 CVM. ICVM nº 586, Anexo 29-A, Itens 9, 18 e 20, alterando a ICVM nº 480.

220 Manifestação da BM&FBOVESPA em CVM, Audiência Pública SDM nº 10/2016 (2016).

a “agenda [ESG] vem impulsionando o desenvolvimento de uma regulamentação específica, promovida pela CVM”.²²¹

Os debates durante da elaboração da Resolução 59 marcaram uma mudança que levou divulgações obrigatórias de ESG do nicho ao *mainstream* do debate no contexto da regulamentação de mercados de capitais no Brasil. A maioria dos participantes na consulta pública apoiou a iniciativa da Comissão para aumentar os níveis de transparência relativos a questões ESG e complementar as regras existentes.²²² No entanto, as contribuições estavam longe da unanimidade. Alguns participantes criticaram a inclusão das divulgações ESG, descrevendo o rascunho como contrário à “noção de desenvolvimento do mercado por meio da mínima intervenção estatal”.²²³ Particularmente, opositores às divulgações argumentaram que as numerosas obrigações impostas às empresas aumentariam os custos de compliance – em contradição com o propósito original da Resolução 59 – ao mesmo tempo que seriam incapazes de fornecer informações confiáveis para o mercado.²²⁴

Curiosamente, resistência à inserção das divulgações ESG também veio também da Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade (“Secretaria”) do Ministério da Economia. Além dos argumentos mencionados acima, o órgão do Executivo articulou

221 CVM, Relatório de Gestão do Exercício de 2021, p. 39.

222 Vide, e.g., AMEC, ANBIMA, IBGC, LAB, LACLIMA, Mattos Filho Advogados, Previ. Manifestação na CVM, Audiência Pública SDM nº 09/2020 (2020) (“Audiência Pública nº 09/2020”).

223 Vide, e.g., Chediak Advogados, Instituto Livre Mercado, Instituto Mises Brasil, Instituto Liberal. Manifestação na Audiência Pública No. 09/2020. As contribuições do Instituto Livre Mercado, Instituto Mises Brasil e Instituto Liberal também sugeriram a supressão dos riscos ambientais e climáticos da lista de fatores de risco que devem ser divulgados pelas corporações, argumentando que as diferentes categorias trazem “redundâncias” e que a tentativa de as separar “é custosa e sem valor para a decisão de investimento.”

224 Chediak Advogados, Manifestação na Audiência Pública nº 09/2020 (“ao invés de reduzir custos de observância, enxugando as informações de divulgação obrigatória ao seu mínimo necessário, visa expandi-las, ampliando campos já existentes e até mesmo inserindo novos.”). MINISTÉRIO DA ECONOMIA. Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade. Parecer SEI nº 3465/2021/ME [Parecer SEI No. 3465/2021/ME], Mar. 8, 2021, § 8.

que o ESG “surtiu internacionalmente como uma iniciativa do setor privado”, pois é “o agente que moral e legalmente, com raras exceções, pode discriminar e selecionar uma opção, disponível no mercado, à outra”.²²⁵ A Secretaria concluiu afirmando que “exatamente por ser uma solução de mercado, não cabe ao Estado, aqui personificado na figura do regulador, interferir”.²²⁶ Contudo, a iniciativa da CVM pode ser inserida em uma tendência mais ampla de *esverdear* normas societárias e de mercados imobiliários, que é precisamente o tom da resposta da Comissão à Secretaria, explicando que “há não apenas expressiva demanda dos investidores por mais informações sobre o tema, (...) como também existem múltiplas iniciativas desenvolvidas em outras jurisdições para atender a essa demanda”.²²⁷

Em 2023, a CVM instituiu o Plano de Finanças Sustentáveis, visando entender melhor as práticas de divulgação adotadas no mercado, harmonizar as regras brasileiras com as tendências internacionais e criar padrões de relatórios uniformes.²²⁸ Como parte das iniciativas do Plano de Finanças Sustentáveis, a CVM aprovou uma nova regulamentação sobre divulgações ambientais em 2023, estabelecendo divulgações de sustentabilidade voluntárias com base nos padrões do ISSB, que se tornarão obrigatórias até 2026.²²⁹ Com esta regra, o Brasil foi saudado como o primeiro país a adotar standards internacionais obrigatórios de divulgação ESG.²³⁰ Por um lado, o Ministro da Fazenda, Fernando Haddad, elogiou como um “marco regulatório [que] coloca nosso país na dianteira do que tem de mais moderno no mundo”.²³¹

225 Parecer SEI nº 3465/2021/ME, *supra* nota 58, § 11.

226 *Id.*, § 10.

227 CVM, Relatório de Análise de Audiência Pública SDM nº 09/20 (2020), p. 11-12.

228 Portaria CVM/PTE/Nº 10 de 23 de janeiro de 2023, D.O.U. 24 de janeiro de 2023.

229 CVM. Resolução nº 193 de 24 de outubro 2023.

230 KAPOOR, Michael. *Brazil Becomes First Country to Adopt Global ESG Reporting Rules*. Bloomberg Law, 20 out. 2023. Disponível em: <https://news.bloomberglaw.com/esg/brazil-becomes-first-country-to-adopt-global-esg-reporting-rules>.

231 Ministério da Fazenda e CVM juntos no desenvolvimento das finanças sustentáveis no país. GOV. BR, 20 out. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/>

II.III ESTADOS UNIDOS

Pelo menos desde o início dos anos 2000, investidores e sociedade civil demandam orientações específicas da SEC sobre divulgações climáticas. Em resposta, a SEC publicou a *Climate Change Guidance* de 2010 sobre a aplicabilidade da regulação existente às mudanças climáticas.²³² Alguns anos depois, a SEC mais uma vez abordou a possibilidade de expandir os requisitos de divulgação existentes para abranger aspectos ESG. Em 2016, a agência lançou uma audiência pública para promover reforma dos requisitos de divulgação dispostos na Regulação S-K.²³³ Apesar dos apelos de investidores, a Comissão falhou em promover quaisquer emendas significativas em termos de relatórios ambientais.²³⁴ Entre outros, a *Acting Chair Lee* condenou o “silêncio insustentável” da SEC, que ignorou a “campanha sem precedentes e gigantesca para obter divulgações voluntárias relacionadas ao clima por parte das empresas” e, em última análise, “não incluiu, ou mesmo discutiu se incluiria, o tópico crucial de risco climático.”²³⁵

Um ano depois, a SEC mais uma vez solicitou contribuições públicas sobre a possibilidade de instituir divulgações relacionadas

noticias/ministerio-da-fazenda-e-cvm-juntos-no-desenvolvimento-das-financas-sustentaveis-no-pais.

232 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Commission Guidance Regarding Disclosure Related to Climate Change. Securities Act Release No. 9106, Exchange Act Release No. 61,469, 75 Fed. Reg. 6290, 10 fev. 2010.

233 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Business and Financial Disclosure Required by Regulation S-K. Exchange Act Release No. 33-10064; 4-77599, 13 abr. 2016, p. 36.

234 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Modernization of Regulation S-K Items 101, 103, and 105. Exchange Act Release Nos. 33-10825; 34-89670, 26 ago. 2020. Para comentários de investidores e gestores, vide Recommendation from the Investor-as-Owner Subcommittee of the SEC Investor Advisory Committee Relating to ESG Disclosure (14 maio 2020); Petition for Rulemaking and subsequent Comments on Request for rulemaking on environmental, social, and governance (ESG) disclosure, File No. 4-730 (2018-2019). Disponível em: <https://www.sec.gov/comments/4-730/4-730.htm>.

235 LEE, Allison. Regulation S-K and ESG Disclosures: An Unsustainable Silence. U.S. Securities and Exchange Commission, 26 ago. 2020.

ao clima. Esse contexto levou à proposta pelo *Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors* (“Proposta”) em 2022.²³⁶ A SEC buscou padronizar divulgações climáticas de acordo com padrões internacionais, incluindo no relatório informações sobre supervisão de risco climático pelo conselho de administração, riscos climáticos com potencial impacto material, processos de identificação e gestão de riscos, emissões anuais de gases de efeito estufa – inclusive de Escopo 3 – e metas de redução de emissões.

A SEC recebeu um número sem precedentes de contribuições, que estavam longe da unanimidade. As variadas reações à Proposta levaram autores a descrevê-la como um tópico altamente litigioso e político.²³⁷ Embora importantes gestores de ativos, grandes empresas, fundos de pensão, redes de investidores, ONGs e empresas de consultoria tenham manifestado apoio à iniciativa, a Proposta da SEC recebeu forte resistência por parte de câmaras de comércio, associações empresariais, determinados grupos da sociedade civil e partidos políticos. A matéria foi igualmente polarizada na literatura especializada.²³⁸ Nem mesmo a SEC chegou a um consenso sobre a Proposta, como ilustrado pela forte oposição representada pela Diretora Peirce ao que ela descreveu como uma “estrutura verde gigantesca” que irá “lançar uma longa sombra sobre investidores, a economia e essa agência.”²³⁹

Essa divisão não se limita à Proposta da SEC. Ao longo dos últimos anos, fatores ESG se tornaram parte de uma batalha ideológica

236 U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Proposed Rule on the Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors. 87 Fed. Reg. 21334, 11 abr. 2022.

237 GEORGIEV, George S. The SEC’s Climate Disclosure Proposal: Critiquing the Critics. *RUTGERS Law Record*, v. 50, p. 101-130, 2022; HO, Virginia Harper. Climate Disclosure Line-Drawing & Securities Regulation. *UC Davis Law Review*, v. 56, n. 5, p. 1877-1919, 2023.

238 FISCH, Jill E. et al. Letter to the SEC from Thirty Law Professors, 6 jun. 2022; CUNNINGHAM, Lawrence A. et al. Letter to the SEC from Twenty-Two Law and Finance Professors, 25 abr. 2022.

239 PEIRCE, Hester. We are NOT the Securities and Environment Commission – At Least Not Yet. U.S. Securities and Exchange Commission, 21 mar. 2022.

altamente polarizada nos Estados Unidos (e em outros lugares, em menor grau). O movimento anti-ESG surgiu como movimento político significativo profundamente enraizado na doutrina de Friedman. Até o final de 2023, pelo menos 18 estados tinham promulgado legislação buscando restringir os investimentos ESG.²⁴⁰ Os estados geralmente proíbem a consideração de fatores ESG em decisões de investimento envolvendo ativos públicos mantidos publicamente e restringem investimentos e contratos com empresas que boicotam ou discriminam certas indústrias (por exemplo, combustíveis fósseis e tabaco). Por exemplo, a legislação anti-ESG da Flórida vem sendo descrita como um “novo padrão” no país, com as restrições mais abrangentes sobre investimentos locais.²⁴¹ De acordo com a regra, as decisões de investimento devem ser baseadas exclusivamente em “fatores pecuniários”, o que exclui expressamente “interesses sociais, políticos ou ideológicos.”²⁴²

II.IV INDIA

A Índia tem sido aclamada como um exemplo de heterodoxia jurídica pela ampla incorporação das preocupações dos stakeholders

240 Estados que restringem a consideração de critérios ambientais em investimentos pelo sistema de aposentadoria pública e/ou entidades públicas em janeiro de 2024: Arkansas (HB1845 & HB1253), Florida (HB 3), Idaho (S1405), Indiana (HB1008), Kansas (HB 2100), Kentucky (HB 236), Montana (HB228), New Hampshire (HB750), North Carolina (HB 750), North Dakota (HB 1429, referring to “socially responsible investment”), Tennessee (SB0955), Louisiana (HCR110), Utah (SB96), West Virginia (HB2862). Estados que exigem que entidades públicas desinvistam ou se abstenham de contratar com empresas que boicotam ou discriminam certos setores (como empresas de combustíveis fósseis) a partir de janeiro de 2024: Alabama (SB261), Arkansas (HB1307 & HB1845 & HB62), Idaho (HB190 & HB191), Indiana (HB1008), Kansas (HB2100), Kentucky (SB205), Louisiana (HCR70), Montana (HB356), New Hampshire (HB1469), North Dakota (HB 14290 & 2291), Oklahoma (HB2034), Tennessee (SB2649), Texas (SB13 & SB19 & SB833), Utah (SB97 & HB449 & HB 281), West Virginia (SB262) and Wyoming (HB0236).

241 MALONE, Leah; HOLLAND, Emily B. Florida Passes Farthest-Reaching Anti-ESG Law to Date. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 maio 2023.

242 FLORIDA. 2023 Fla. Sess. Law Serv. Ch. 2023-28 (C.S.C.S.H.B. 3).

na legislação nacional.²⁴³ Desde pelo menos a segunda metade do século XX, a lei indiana tem sido profundamente influenciada pela proteção aos grupos externos à empresa (*stakeholders*).²⁴⁴ O Companies Act de 2013 introduziu a primeira codificação dos deveres de diretores na legislação indiana. Um exemplo pioneiro em perspectiva comparativa, o artigo 166(2) estabelece que os diretores devem agir “no melhor interesse da empresa, de seus funcionários, dos acionistas, da comunidade e para a proteção do meio ambiente”.²⁴⁵

Ao introduzir a referência ampla aos stakeholders – algo que não estava em rascunhos anteriores do projeto de lei – o Comitê Permanente de Finanças do Parlamento observou que o Companies Act deve “ter uma visão futurista”, o que implica abordar adequadamente “todas as questões contemporâneas e emergentes”, incluindo “pressões ecológicas e ambientais”.²⁴⁶ A doutrina indiana tem observado que a lei “possivelmente impõe um ônus maior aos diretores em relação às mudanças climáticas” e que o texto do artigo 166(2) “trata as mudanças climáticas (...) como um fim em si mesmo, e não apenas como um risco financeiro”.²⁴⁷

No caso *M.K. Ranjitsinh v. Union of India*, uma disputa acerca dos danos causados à fauna local por cabos de energia suspensos, a Suprema Corte da Índia reconheceu um dever específico dos diretores com relação ao meio ambiente. A Corte interpretou de maneira expansiva a expressão “meio ambiente” no artigo 166(2) para incluir a “inter-relação” entre “água, ar, terra e ser humano, outros

243 PARGENDLER, Mariana. Corporate Law in the Global South: Heterodox Stakeholderism. *Seattle University Law Review*, v. 47, p. 535-579, 2024, p. 539.

244 VAROTTIL, Umakanth. The Stakeholder Approach to Corporate Law: A Historical Perspective from India. In: WELLS, Harwell (Ed.). *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*. Edward Elgar: Northampton, 2018, p. 381.

245 ÍNDIA. Companies Act 2013, § 166(2).

246 ÍNDIA. Standing Committee on Finance. Twenty-first Report, 2009-2010. The Companies Bill, 2009. Ministry of Corporate Affairs, India, 31 ago. 2010, p. 10-11.

247 VAROTTIL, Umakanth. Directors' Liability and Climate Risk: White Paper on India. *Commonwealth Climate and Law Initiative*, 4 out. 2021, p. 25.

seres vivos, plantas, microrganismos e propriedade”.²⁴⁸ A doutrina argumentou que, ao observar que os custos financeiros não podem superar os esforços para mitigar danos ambientais, a Corte acabou por reconhecer que “[...] uma decisão tomada aparentemente no interesse financeiro da empresa e de seus acionistas, mas que seja prejudicial ao meio ambiente, pode violar o artigo 166”.²⁴⁹

Para além dos desenvolvimentos relacionados ao clima – e stakeholders de modo geral – em matéria de deveres fiduciários, a Índia também estabeleceu diretrizes de divulgações de sustentabilidade. As Diretrizes Voluntárias de RSE de 2009 do Ministry of Corporate Affairs (“MCA”) marcaram a primeira iniciativa liderada pelo governo para promover divulgações de sustentabilidade na Índia.²⁵⁰ O documento estabeleceu os elementos centrais das políticas de RSE – dentre os quais estava o respeito pelo meio ambiente – e recomendou a divulgação de informações sobre tais políticas a todos os stakeholders.²⁵¹

Dois anos depois, uma versão atualizada e mais robusta do documento original foi publicada nas National Voluntary Guidelines on Social, Environmental and Economic Responsibilities of Business (“NVGs”), com o objetivo de estimular “as empresas a adotarem a abordagem “triple bottom-line” por meio da qual seu desempenho financeiro pode ser harmonizado com as expectativas da sociedade, do meio ambiente e dos diversos stakeholders com os quais se relaciona de forma sustentável.”²⁵² Com base nos NVGs, o Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) instituiu o primeiro framework

248 SUPREME COURT OF INDIA. Writ Petition (Civil) No. 838 of 2019, Order of April 19, 2021, § 12. A Índia apelou com sucesso para a reformulação da decisão a fim de alterar as diretrizes de implementação (SUPREME COURT OF INDIA. Writ Petition (Civil) No. 838 of 2019, Judgment of Mar. 21, 2024, §§ 71-72).

249 DIVAN, Shyam. Directors’ Obligations to Consider Climate Change-Related Risk in India, Parecer Jurídico, 7 set. 2021, p. 13.

250 ÍNDIA. Ministry of Corporate Affairs, Corporate Social Responsibility Voluntary Guidelines, 2009.

251 *Id.*, p. 12-13.

252 ÍNDIA. Ministry of Corporate Affairs. Corporate Social Responsibility Voluntary Guidelines on Social, Environmental & Economic Responsibilities of Business. 2011, p. 6.

para divulgações empresariais sustentáveis na Índia, o Relatório de Responsabilidade Empresarial (“BRR”), destacando que “as empresas não só devem ser responsáveis, mas também devem ser vistas como social, econômica e ambientalmente responsáveis.”²⁵³

A SEBI tornou o BRR obrigatório em 2012 para as 100 maiores empresas listadas da Índia em termos de capitalização de mercado. Em um comunicado de 2011, a SEBI explicou que “decidiu-se tornar obrigatório que as empresas listadas apresentem Business Responsibility Reports” para “avaliar a realização das responsabilidades ambientais, sociais e de governança das entidades listadas.”²⁵⁴ A Circular que introduziu o BRR observou ainda que as empresas - como “componentes críticos do sistema social” - são “responsáveis não apenas perante seus acionistas do ponto de vista de lucro e rentabilidade, mas também perante a sociedade em geral”.²⁵⁵ Posteriormente, a SEBI expandiu os requisitos de divulgação obrigatória para as 500 e 1.000 maiores empresas listadas em termos de capitalização de mercado, respectivamente, em 2015 e 2019.²⁵⁶

Do ponto de vista comparado, a Índia é pioneira em termos de divulgações de sustentabilidade obrigatórias. Antes de qualquer outra jurisdição analisada, o país já impunha divulgações obrigatórias sobre estratégias e iniciativas para enfrentar as mudanças climáticas e o aquecimento global, avaliação de riscos ambientais potenciais, gestão de resíduos e eficiência energética às maiores empresas de capital aberto. A evolução regulatória na Índia também é distinta de outras jurisdições: enquanto Alemanha, Reino Unido e Brasil passaram

253 SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA. Circular on Business Responsibility Reports. CIR/CFD/DIL/8/2012, 13 ago. 2012.

254 SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA. Press Release No. 145/2011, 24 nov. 2011.

255 SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA. SEBI Bulletin, v. 10, set. 2012, p. 954.

256 SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA. Circular on Format for Business Responsibility Report. CIR/CFD/CMD/10/2015, 4 nov. 2015; SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA. Securities and Exchange Board of India (Listing Obligations and Disclosure Requirements) (Fifth Amendment) Regulations, 2019. SEBI/LAD-NRO/GN/2019/45, 26 dez. 2019.

primeiro por um modelo de *comply-or-explain*, a Índia foi diretamente para relatórios obrigatórios.

Devido aos importantes desenvolvimentos nacionais e internacionais que ocorreram após as NVGs – como a Lei das Empresas de 2013 e o Acordo de Paris – o MCA introduziu em 2019 uma versão revisada do documento – as National Guidelines on Responsible Business Conduct (“NGRBC”).²⁵⁷ Simultaneamente, o MCA instituiu um grupo de trabalho para revisar e atualizar o BRR. Como resultado, em 2021, a SEBI substituiu o BRR pelo Business Responsibility and Sustainability Report (“BRSR”), cuja terminologia “melhor reflete a intenção e o escopo de exigência do relatório.”²⁵⁸

O BRSR traz um modelo atualizado e abrangente para divulgações obrigatórias na Índia. O rascunho preliminar sujeito a consulta pública se assemelha a uma versão ampliada do BRR. No entanto, o BRSR sofreu mudanças substanciais após discussões com empresas, *stakeholders* e organizações internacionais. Durante a consulta pública, participantes sugeriram divulgações “mais granulares” em relação a “uso de recursos, gases de efeito estufa (GEE) e emissões atmosféricas, [e] geração de resíduos.”²⁵⁹ Por outro lado, “poucas empresas” se expressaram no sentido de que padrões de divulgação internacionalmente estabelecidos, incluindo aqueles que já constavam no relatório anual, “não deveriam ser solicitados novamente.”²⁶⁰

A versão final do BRSR continha requisitos mais robustos e granulares de divulgações de sustentabilidade, como emissões de gases de efeito estufa de Escopos 1 e 2, fontes de energia, consumo de combustível, outras emissões de gases poluentes e descrição do manejo e geração de resíduos. Como observado pelo Presidente da SEBI, “os investidores estão demandando mais e mais divulgações sobre

257 ÍNDIA. Ministry of Corporate Affairs, National Guidelines on Responsible Business Conduct, 2019.

258 ÍNDIA. Ministry of Corporate Affairs, Report of the Committee on Business Responsibility Reporting, 2020, p. 30.

259 ÍNDIA. Memorandum to the Securities and Exchange Board of India. Business Responsibility and Sustainability Reporting by listed entities, 2021, § 3.3.

260 *Id.*

aspectos ESG e, com o novo BRSR, estamos totalmente preparados para fornecer tais divulgações.”²⁶¹ Recentemente, a Índia estendeu os principais requisitos do BRSR – incluindo emissões de Escopos 1 e 2 na cadeia de produção, consumo de energia renovável e gestão de resíduos e recursos naturais – para a cadeia produtiva das 250 maiores empresas listadas por capitalização de mercado.²⁶²

II.V REINO UNIDO

O Reino Unido tem uma longa tradição como uma jurisdição orientada para a maximização de lucro para acionistas (*shareholder value maximization*), recorrendo em grande medida a em mecanismos de *soft law* a nível de governança corporativa. Contudo, o Companies Act de 2006 tem sido descrito como um instrumento central de *juridificação* da governança corporativa com a atribuição de “um papel maior” ao Estado no “processo de elaboração de regras (codificação) e no regime de divulgação”.²⁶³ Nesta Seção, serão abordados os desenvolvimentos relativos às divulgações obrigatórias no Reino Unido e ao regime de deveres fiduciários (*enlightened shareholder value*).

O Reino Unido se destaca como uma jurisdição líder no estabelecimento de divulgações obrigatórias em matéria climática. Desde 2013, empresas listadas na bolsa de valores devem divulgar as emissões de gases de efeito estufa de Escopos 1 e 2 nos relatórios da administração. Os relatórios surgem a partir do artigo 85 do *Climate Change Act* de 2008, que exigia a regulamentação das divulgações de emissões de GEE até 2012. Com isso, em 2011, o *Department for Environment, Food and Rural Affairs* (“DEFRA”) solicitou comentários

261 SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA. CCI's Annual Capital Market Conference 2021, Beyond India: Accelerating Growth through Capital Markets. 28 jul. 2021.

262 SECURITIES AND EXCHANGE BOARD OF INDIA. Circular on BRSR Core – Framework for assurance and ESG disclosures for value chain. SEBI/HO/CFD/CFD-SEC-2/P/CIR/2023/122. 12 jul. 2023, p. 6.

263 RILEY, Chris. The Juridification of Corporate Governance. In: DE LACY, John (ed.). *The Reform of United Kingdom Company Law*. Routledge: Nova Iorque, 2002.

públicos sobre se e como as empresas deveriam divulgar suas emissões de GEE. Embora uma alternativa voluntária estivesse disponível na consulta, a maioria dos participantes expressou preferência pela introdução de relatórios obrigatórios para todas as “grandes empresas”²⁶⁴ do Reino Unido – a opção mais abrangente sugerida pelo DEFRA, cujas estimativas indicavam abranger entre 17.000 e 31.000 empresas à época.²⁶⁵

Embora o elevado número de contribuições individuais certamente tenha influenciado os resultados, a maioria das empresas apoiou alguma forma de regulamentação ao invés de simples divulgações voluntárias.²⁶⁶ Por outro lado, a maioria das associações empresariais favoreceu a opção voluntária diante de qualquer tipo de iniciativa regulatória obrigatória.²⁶⁷ Apesar do apoio público, o DEFRA deixou de lado a divulgação obrigatória para todas as grandes empresas devido “ao nível de incerteza em torno dos custos e benefícios esperados”.²⁶⁸ A versão final dos Regulamento de 2013 acabou aderindo à opção de divulgação obrigatória para empresas listadas, com impactos sobre cerca de 1.100 empresas à época.²⁶⁹

Em 2016, o Reino Unido transpôs a Diretiva de Divulgação de Informações Não Financeiras da UE (“Diretiva”) para a legislação nacional. Como requisitos semelhantes já existiam para empresas listadas no Reino Unido, a Diretiva não trouxe mudanças substanciais

264 Conforme definido pelo Companies Act de 2006, §§ 382, 383, 465 e 466.

265 REINO UNIDO. Department for Environment, Food and Rural Affairs. *Measuring and reporting of greenhouse gas emissions by UK companies*, jun. 2012, p. 11-12 (“86% (1730) of respondents supported the mandatory inclusion of some scope 3 emissions. However, this figure is heavily determined by the fact that more than 1600 individuals, prompted by the Christian Aid campaign supported this option. Of other respondents (companies, investors, trade associations and other organisations), only 20% supported the inclusion of at least some scope 3 emissions in regulation”).

266 *Id.*, p. 5

267 *Id.*

268 REINO UNIDO. Explanatory Memorandum to the Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors’ Report Regulations 2013) (2013 n° 1970), 2013, § 8.11.

269 REINO UNIDO. Department for Environment, Food and Rural Affairs. *Measuring and reporting of greenhouse gas emissions by UK companies: a consultation on options*, 2011, p. 12.

em relação aos requisitos de divulgação. O escopo das divulgações obrigatórias no Reino Unido, na verdade, era mais amplo do que o previsto pela UE, abrangendo todas as empresas listadas – sem restrição relativa ao tamanho da respectiva empresa.

Antes da transposição, inclusive, a consulta pública propôs a alternativa de transpor a Diretiva como uma alternativa de-regulatória, restringindo as obrigações existentes.²⁷⁰ Apenas 3 dos 28 participantes se mostraram favoráveis à opção, enquanto a maioria foi “crítica”, pois a “perda de transparência para empresas listadas menores enfraqueceria a posição do Reino Unido como líder em divulgação empresarial”.²⁷¹ Em contraposição à Alemanha, que também transpôs os requisitos da UE no mesmo período, as iniciativas de divulgação de sustentabilidade do Reino Unido podem ser consideradas mais abrangentes e audaciosas. Mas, assim como nos debates alemães, 11 participantes sugeriram expandir o escopo dos requisitos de divulgação para sociedades anônimas fechadas, o que foi rejeitado pelo Reino Unido como um “ônus” mais significativo nas divulgações.²⁷²

Em 2018, o Reino Unido expandiu os requisitos de divulgação existentes com a introdução de um relatório obrigatório de energia e carbono a nível de grupo para empresas listadas, mas também para grandes empresas não listadas em bolsa e *partnerships* de responsabilidade limitada.²⁷³ Além das emissões de Escopos 1 e 2, o modelo do *Streamlined Energy and Carbon Reporting* inclui transparência relacionada ao consumo e eficiência energética, índice de intensidade de emissões e metodologia utilizada no cálculo. O amplo escopo de aplicação é sem precedentes do ponto de vista comparado. Até o momento, todas as demais jurisdições analisadas restringem os requisitos de divulgação para empresas de capital aberto. Por outro

270 REINO UNIDO. Department for Business Innovation & Skills. The Non-Financial Reporting Directive, The Government Response to the consultation on implementation of the Directive, nov. 2016, p. 5-6.

271 *Id.*, p. 6.

272 *Id.*

273 REINO UNIDO. The Companies (Directors' Report) and Limited Liability Partnerships (Energy and Carbon Report) Regulations 2018, (2018 No. 1155).

lado, as divulgações não se estendem às emissões de Escopo 3 – que foram recentemente adotadas pela Corporate Sustainable Reporting Directive da UE. De modo geral, a consulta evidenciou amplo apoio para estender a divulgação de emissões para *partnerships* de responsabilidade limitada (91%), mas os participantes se mostraram divididos em relação às empresas não listadas (52,9%).²⁷⁴

Mais recentemente, a Financial Conduct Authority (“FCA”) estabeleceu divulgações conforme os padrões TCFD para empresas listadas na categoria premium.²⁷⁵ Mais tarde, os requisitos foram expandidos para todas as empresas listadas no Reino Unido.²⁷⁶ Em 2022, o Reino Unido introduziu no relatório estratégico um conjunto mais amplo de requisitos de divulgação de sustentabilidade e climáticos, incluindo riscos, oportunidades, modelo de negócios, estratégias, metas e indicadores de desempenho.²⁷⁷ As opiniões expressas na consulta pública refletiram “amplo apoio” de todos os setores, incluindo associações empresariais, órgãos profissionais e empresas.²⁷⁸ Os novos requisitos são significativamente amplos, com um modelo de divulgação climática que se mantém pioneiro na incorporação de divulgações de sustentabilidade do ponto de vista comparado.

Para além das divulgações de sustentabilidade, o Reino Unido promoveu reformas relativas à extensão de deveres fiduciários de conselheiros. Em comparação com a Índia, o Reino Unido oferece um modelo distinto de codificação dos deveres fiduciários com relação a

274 REINO UNIDO. Department for Business, Energy & Industrial Strategy. Streamlined Energy & Carbon Reporting, Government Response, jul. 2018, p. 16 e 21. Devido à falta de disponibilidade de dados, uma vez que informações pessoais foram removidas das respostas à consulta pública, não foi possível analisar as contribuições de diferentes setores e categorias de participantes.

275 FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Policy Statement PS20/17, dez. 2020.

276 FINANCIAL CONDUCT AUTHORITY. Policy Statement 21/23, dez. 2021.

277 REINO UNIDO. The Companies (Strategic Report) (Climate-related Financial Disclosure) Regulations 2022 (2022 No. 31).

278 REINO UNIDO. Department for Business, Energy & Industrial Strategy. Consultation response: Mandatory climate-related financial disclosures by publicly quoted companies, large private companies, and LLPs, out. 2021, p. 18.

stakeholders. De acordo com o artigo 172(1), os membros do conselho devem agir de boa-fé para a promoção do sucesso da empresa em benefício de seus membros como um todo, considerando, entre outros, o impacto das operações da empresa sobre a comunidade e o meio ambiente.

O artigo 172 “codifica a lei atual” ao consagrar o princípio do “enlightened shareholder value”.²⁷⁹ A ideia por trás do ESV pode ser encontrada na teoria de Michael Jensen, que pregoa a otimização do valor de mercado da empresa a longo prazo por meio da atenção a todas as partes interessadas da empresa (stakeholders) sob o ponto de vista de seu potencial de geração de valor.²⁸⁰ Nos estágios de elaboração, os legisladores optaram expressamente pela abordagem do *enlightened shareholder value* em vez de um enfoque pluralista, enfatizando que a atribuição primária dos diretores é “maximizar o valor para os acionistas da empresa”, enquanto os interesses das partes interessadas devem ser considerados apenas “ao julgar o que estava nos interesses dos acionistas”.²⁸¹ Embora, na prática, a condenação de diretores por violação de deveres fiduciários pareça uma realidade distante, os desenvolvimentos no plano teórico representam um importante ponto de virada (verde) no direito societário.

CONCLUSÃO

Enquanto reguladores e governos geralmente são associados a um papel secundário na dinâmica do movimento ESG, no qual sua intervenção deveria simplesmente facilitar e apoiar as iniciativas dos investidores, esse diagnóstico mudou à luz de desenvolvimentos recentes em todo o mundo. Este artigo introduz o conceito de “virada

279 REINO UNIDO. Companies Act 2013, c. 46, Explanatory Note, § 325.

280 JENSEN, Michael C. Value Maximization, Stakeholder Theory and The Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, v. 12, n. 2, p. 235-256, 2002, p. 246.

281 REINO UNIDO. House Of Commons Trade and Industry Committee. The White Paper on Modernising Company Law Sixth Report of Session 2002–03, HC 439, 1 abr. 2003, p. 7.

verde” para explicar o surgimento de abordagens regulatórias – ao invés de voluntárias – para abordar sustentabilidade empresarial ao redor do mundo. As regras jurídicas do direito societário e a regulação do mercado de capitais não são mais estritamente modulares, mas incorporam cada vez mais externalidades ambientais da atividade empresarial.

O artigo também explica as diferentes dimensões do câmbio normativa impulsionado pela virada verde. Como parte da primeira dimensão, este estudo introduz a noção de ativismo de investidores a nível regulatório – em contraposição ao ativismo tradicional de acionistas ou à noção de *stewardship* – para descrever os mecanismos emergentes de engajamento de investidores que vêm moldando a virada verde. A segunda dimensão se refere ao processo particular de criação de normas promovido por padrões internacionais implementados em jurisdições nacionais. A terceira dimensão está na mudança de mecanismos de *soft law* para *hard law*.

A virada verde não explica o surgimento de alternativas obrigatórias de ESG e sustentabilidade empresarial como resposta ao fracasso das abordagens voluntárias, mas sim como produto de um processo jurídico evolutivo mais amplo: desde normas criadas pelo mercado à subsequente codificação em normas jurídicas sob amparo estatal. O modelo oferecido pela virada verde desafia, ou pelo menos reformula, o delineamento das fronteiras entre regulação e mercados autônomos. Embora as fases iniciais do movimento ESG tenham proporcionado progressos notáveis na integração de riscos ambientais às decisões de investimento, a ascensão do *hard ESG* representa um passo fundamental em direção a estratégias eficazes de governança.

BIBLIOGRAFIA

GOUVÊA, Carlos Portugal. *A Estrutura da Governança Corporativa*. São Paulo: Almedina, 2022.

PARGENDLER, Mariana. Controlling Shareholders in the Twenty-First Century: Complicating Corporate Governance Beyond Agency Costs. *Journal of Corporate Law*, v. 45, n. 4, p. 953-972, 2020.

ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS. Global Compact, *Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World*, 2004.

PARK, James J. Reassessing The Distinction Between Corporate And Securities Law. *UCLA Law Review*, v. 64, p. 116-182, 2017.

STOUT, Lynn A. *The shareholder value myth: how putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. São Francisco: Berrett-Koehler Publishers, 2012.

FRIEDMAN, Milton. *The social responsibility of business is to increase its profits*. The New York Times, Nova Iorque, 13 set. 1970.

GORDON, Jeffrey N. Systematic stewardship. *Journal of Corporate Law*, v. 47, p. 627-664, 2022.

KATELOUZOU, Dionysia. The rhetoric of activist shareholder stewards. *New York University Journal of Law and Business*, v. 18, n. 3, p. 627-673, 2022.

PARGENDLER, Mariana. The rise of international corporate law. *Washington University Law Review*, v. 98, n. 6, p. 1765-1820, 2021.

SIEMS, Mathias M. *The methods of comparative corporate law*. In: TOMASIC, Roman (ed.). *Routledge Handbook of Corporate Law*. London: Routledge, 2017.

KATELOUZOU, Dionysia; ZUMBANSEN, Peer. The New Geographies of Corporate Governance. *University of Pennsylvania Journal of International Law*, v. 42, n. 1, p. 51-153, 2020.

BOWLEY, Tim; HILL, Jennifer G. *The global ESG stewardship ecosystem*. ECGI Law Working Paper No. 660/2022, 2022.

GORDON, Jeffrey N.; ROE, Mark J. (eds.). *Convergence and persistence in corporate governance*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner. *The Modern Corporation and Private Property*. Nova Iorque: Macmillan, 1932.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, p. 305-360, 1976.

ARMOUR, John; HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. *Agency problems and legal strategies*. In: ARMOUR, John et al. (eds.). *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*. Oxford: Oxford University Press, 2017.

GILSON, Ronald J.; GORDON, Jeffery N. The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights. *Columbia Law Review*, v. 113, p. 863-928, 2013.

CONARD, Alfred F. Beyond Managerialism: Investor Capitalism? *University of Michigan Journal of Law Reform*, v. 22, n. 1, p. 117-178, 1988.

COFFEE JR., John C. The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk. *Columbia Business Law Review*, v. 2021, p. 602-650, 2021.

HILL, Jennifer G. Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes. *Seattle University Law Review*, v. 41, p. 497-524, 2018.

GILLAN, Stuart L.; STARKS, Laura T. A Survey of Shareholder Activism: Motivation and Empirical Evidence. *Contemporary Finance Digest*, v. 2, n. 3, p. 10-34, 1988.

ROSE, Paul; SHARFMAN, Bernard S. Shareholder Activism as a Corrective Mechanism in Corporate Governance. *BYU Law Review*, v. 2014, n. 5, p. 1017-1052, 2015.

WALKER, David. *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities*. HM Treasury, 16 jul. 2009.

CHIU, Iris H.-Y.; KATELOUZOU, Dionysia. *From Shareholder Stewardship to Shareholder Duties: Is The Time Ripe?* In: BIRKMOSE, Hanne (ed.). *Shareholder's Duties*, 2016.

WATSON, Alan. *Legal Transplants: An Approach to Comparative Law*. Edimburgo: Scottish Academic Press, 1974.

FRÉMERY, A. *Études de droit commercial ou du droit fondé par la coutume universelle des commerçants*. Paris: Globet, 1833.

TULLIO ASCARELLI. *Panorama do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 1947.

GALGANO, Francesco. *Lex Mercatoria*. Il Mulino: Bologna, 2010.

ASCARELLI, Tullio. O Desenvolvimento Histórico do Direito Comercial e o Significado da Unificação do Direito Privado. *Revista de Direito Mercantil*, v. 37, n. 114, p. 237-252, abr./jun., 1999.

HOPT, Klaus J. The German Two Tier Board: Experience, Theories, Reforms. In: HOPT, Klaus J.; KANDA, Hideki et al. *Comparative corporate governance*. Oxford: Clarendon Press, 1998.

HAARMANN, Wilhelm; SCHINDLER, Clemens Philipp. Germany. In: VAN GERVEN, Dirk; STORM, Paul (eds.). *The European company*. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

RÜHMKORF, Andreas. Stakeholder Value Versus Corporate Sustainability. In: SJÅFJELL, Beate; BRUNER, Christopher M. (eds.). *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*. Cambridge: Cambridge University Press, 2019.

BOTTENBERG, Konstantin; TUSCHKE, Anja; FLICKINGER, Miriam. Corporate Governance Between Shareholder and Stakeholder Orientation: Lessons From Germany. *Journal of Management Inquiry*, v. 26, n. 2, p. 165-180, 2017.

UWER, Dirk; SHRAMM, Michael. The Transposition of The CSR Directive Into German Commercial Law. *P.A. (Persona e Amministrazione)*, n. 1, p. 197-221, 2018.

MITTWOCH, Anne-Christin; BREMENKAMP, Fernanda Luisa. The German Supply Chain Act – A sustainable regulatory framework for internationally active market players? *Review European and Comparative Law*, v. 55, n. 4, p. 189-219, 2023.

MAIHOLD, Günther; MÜLLER, Melanie; SAULICH, Christina; SCHÖNEICH, Svenja. Responsibility in supply chains: Germany's due diligence act is a good start. *Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP) Comment*, n. 21, 2021.

GEORGIEV, George S. The SEC's Climate Disclosure Proposal: Critiquing the Critics. *RUTGERS Law Record*, v. 50, p. 101-130, 2022.

HO, Virginia Harper. Climate Disclosure Line-Drawing & Securities Regulation. *UC Davis Law Review*, v. 56, n. 5, p. 1877-1919, 2023.

MALONE, Leah; HOLLAND, Emily B. Florida Passes Farthest-Reaching Anti-ESG Law to Date. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 27 maio 2023.

PARGENDLER, Mariana. Corporate Law in the Global South: Heterodox Stakeholderism. *Seattle University Law Review*, v. 47, p. 535-579, 2024.

VAROTTIL, Umakanth. The Stakeholder Approach to Corporate Law: A Historical Perspective from India. In: WELLS, Harwell (ed.). *Research Handbook on the History of Corporate and Company Law*. Edward Elgar: Northampton, 2018.

VAROTTIL, Umakanth. Directors' Liability and Climate Risk: White Paper on India. *Commonwealth Climate and Law Initiative*, 4 out. 2021.

DIVAN, Shyam. Directors' Obligations to Consider Climate Change-Related Risk in India, *Parecer Jurídico*, 7 set. 2021.

RILEY, Chris. The Juridification of Corporate Governance. In: DE LACY, John (ed.). *The Reform of United Kingdom Company Law*. Routledge: Nova Iorque, 2002.

JENSEN, Michael C. Value Maximization, Stakeholder Theory and The Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly*, v. 12, n. 2, p. 235-256, 2002.