



Da regulação governamental a autorregulação por instrumentos societários

From government regulation to self-regulation by corporate instruments

Alexander Giugni Maia Soares¹

Resumo:

O objeto deste artigo é o estudo da autorregulação e a possibilidade de sua adoção no Brasil. O Brasil é tradicionalmente um Estado intervencionista, tanto na iniciativa privada quanto na ordem pública, o que denota uma boa resistência dos publicistas em aceitar a regulação feita por particulares, ao invés de ser pelas agências reguladoras. Ocorre que por meio da autorregulação, verificamos um ganho de eficiência na edição de normas reguladoras. Verificaremos que há aberturas legislativas no Brasil para a regulação ser feita por instrumentos societários.

Abstract:

The object of this article is the study of self-regulation and the possibility of its adoption in Brazil. Brazil is traditionally an interventionist State, both in the private sector and in the public order, which denotes a good resistance from publicists in accepting regulation made by individuals, rather than by regulatory agencies. It so happens that through self-regulation aiming to regulate certain markets, we have seen a gain in efficiency in the issue of regulatory rules. We will verify that there are legislative openings in Brazil for regulation to be carried out by corporate instruments.

¹ Alexander Giugni Maia Soares é advogado empresarial e sócio do Alex Maia Advogados. Atuou como assistente de ensino e de pesquisa nos cursos de Direito de pós-graduação (LL.M.) na FGV Direito Rio no período entre 2019 a 2021. É mestrando em Direito da Regulação na FGV Direito Rio. Especialista em Processo Civil e Contratos pela PUC-RIO e em Direito Societário e Mercado de Capitais pela FGV Direito Rio, é advogado formado pela Universidade Estácio de Sá, UNESA. contato@alexmaia.adv.br



Palavras-chave: governança corporativa; regulação; autorregulação; instrumentos societários; ASG **Keywords:** corporate governance; regulation; self-regulation; corporate instruments; ESG

1 Introdução

O objeto deste artigo é o estudo da autorregulação (*self-regulation*) e a possibilidade de sua adoção no Brasil. O problema de pesquisa se evidencia por sermos tradicionalmente um Estado intervencionista, tanto na iniciativa privada quanto na ordem pública, o que denota uma boa resistência dos publicistas em aceitar a regulação feita por particulares, ao invés de ser pelas agências reguladoras.

Entretanto este caminho é irreversível.

O modelo de estado provedor e intervencionista se mostrou falido e entrou em crise: subdesenvolvimento, inflação, precariedade do serviço público, inchaço da máquina pública e a insuficiência arrecadatória do Estado para fazer frente às suas obrigações.

Concomitante a isso, adveio a globalização e a constante revolução tecnológica, o que evidenciou ainda mais a incapacidade do estado em legislar e regular todas as matérias. O estado é burocrata, é lento, enquanto o avanço tecnológico é fugaz e irretroativo. Se o Estado intervencionista já não dá conta em acompanhar os movimentos sociais, quiçá acompanhar os movimentos tecnológicos e globalizados.

Por essa razão, cresceu pelo mundo o estudo da autorregulação, que transfere para o particular a emissão de normas e regulamentos visando regular determinados mercados, o que se daria com menores custos de transação e com maior tecnicidade, eis que o burocrata não tem os incentivos e o conhecimento necessário para emanar normas eficientes, ao passo que a iniciativa privada possui a *expertise* e a agilidade necessária para não gerar o atraso das na regulação das matérias e, tampouco, impedir o desenvolvimento socioeconômico dos setores.

Assim, o presente artigo se apresenta dividido em 5 capítulos, sendo o primeiro a presente introdução.

No capítulo 2 “O desafio da autorregulação no Brasil: a derrocada do estado intervencionista”, vamos tratar da crise do estado intervencionista e as consequências que o inchaço da máquina pública trouxe ao Estado brasileiro, o que foi agravado com o advento da globalização e a revolução tecnológica e científica. O Estado que antes pretendia atender a todas





as necessidades do seu povo passa a reconhecer a sua incapacidade para tanto e se preocupa em transferir ao particular as atividades econômicas e passa a regular o que é sensível aos seus objetivos sociais.

No capítulo 3 “Definindo a autorregulação”, vamos abordar a definição do que é autorregulação, tratando conceitualmente o que é “auto”, o que é “regulação” e o que é “autorregulação”, onde se demonstrará que apesar da indefinição conceitual do termo, há relativo consenso do seu conteúdo geral, sobretudo pelas citações ao estudo de Julia Black. Neste capítulo, serão trazidos alguns exemplos de organizações que praticam a *self-regulation* como a IOSCO, CVM e as *Self-Regulation Associations*.

No capítulo 4 “Porque adotar a autorregulação” vamos demonstrar os motivos trazidos pela academia para a sua implementação. Será demonstrado que ela traz ao mercado redução dos custos de informação, transação e negociação., além de ser uma técnica regulatória com maior eficiência e especialização. Neste capítulo, traremos como exemplo de autorregulação as *enforcers-firm*, que são os grandes players sendo utilizados pelo governo para regular e fiscalizar determinados setores da economia., onde ao invés de se regular todo o mercado, regula-se os detentores de monopólio e impõe-se a eles a responsabilidade de fiscalizar seus fornecedores e clientes, tal como ocorre com casos práticos relacionados ao Facebook, Citibank e Pfizer, por exemplo.

No último capítulo, o quinto, “A regulação por instrumentos societários”, vamos abordar uma das modalidades de autorregulação que vem crescendo no mundo e, cada vez mais há de ser adotada no Brasil. Iremos demonstrar a abertura legislativa que autoriza a sua utilização, como pode ser verificado na hipótese de empresas privadas na qual o governo mantém um voto de qualidade (*Golden share*). Por outro lado, o RIS também pode ser implementado por meio da governança, como é percebido no crescimento e implementação da ESG tanto no setor financeiros como em outros setores da economia, pois o consumidor está cada vez mais interessado em adquirir produtos e serviços que estejam alinhados com as melhores práticas sustentáveis.

2 O desafio da autorregulação no Brasil: a derrocada do estado intervencionista?



O Brasil é tradicionalmente um Estado calcado na intervenção estatal direta, tanto na prestação dos serviços públicos quanto nas atividades econômicas, modelo que foi seguido até a década de 80 (GUERRA, 2014, p. 359)².

Nesse modelo de Estado, chamado de “bem-estar social”, o poder é concentrado nas mãos do poder público e ele detém a última palavra no que tange às edições de normas/leis e, também, em decisões jurídico/administrativas.

Por outro lado, o Estado também atua na iniciativa privada, em uma atuação tipicamente privada, nascendo desta atuação o conceito de “Estado empresário” (por meio de estatização de empresas, acaba por participar, com capital privado, de empresas mistas e cria empresas com capital público), e de Estado distribuidor (para realizar a justiça social, distribui bens econômicos e sociais (MEDAUAR, 2016, p. 88-89).

Ou seja, pode-se dizer que praticamente toda atividade humana encontrava o seu correspondente na Administração Pública o seu ponto de apoio em algum poder público legalmente reconhecido (ARAGÃO, 2005, p. 182).

Com o inchaço do Estado e o avanço da globalização, iniciou uma onda de descontrole fiscal, redução nas taxas de crescimento econômico, crescimento do desemprego e aumento de inflação, o que evidenciou a incapacidade de o Estado suportar a enorme carga a ele dirigida, iniciando crise do Estado Intervencionista (PEREIRA, 1997, p. 10).

A globalização, trouxe a interdisciplinaridade das matérias e o aumento dos fluxos/demandas para o Estado, devido a revolução científica e tecnológica, o que Jacques Chevallier (2009, p. 32) define como fluxos que os Estados “são incapazes de controlar, de canalizar e, se necessário, conter”.

Ou seja, o Estado que antes atendia a todas as necessidades do seu povo e, também, punia seus cidadãos passou a não ter capacidade de enfrentar e acompanhar na mesma velocidade as mudanças da sociedade moderna e globalizada (MOREIRA, 2014, p. 108), emergindo disso a necessidade de modernização do Estado e da sua forma de atuação³.

² Até o início da onda de privatizações, que começou na década de 90, o Brasil possuía aproximadamente 600 empresas estatais (GUERRA, 2014, p. 359), o que denota a intervenção do Estado nas atividades econômicas em sentido estrito.

³ “o Brasil, inserido no padrão neoliberal, optou pela participação no amplo processo econômico globalizante, com a adoção de um programa de redução do papel do Estado na exploração de atividades econômicas e prestação direta de serviços públicos” (GUERRA, 2014, p. 360).



Esta modernização aconteceu por meio da diminuição da participação do Estado nas atividades econômicas, com a respectiva transferência destas atividades ao particular, posicionando-se como regulador⁴ destas atividades, fixando regras, fiscalizando as atividades e impondo sanções pelo descumprimento das diretrizes/determinações fixadas (MEDAUAR, 2016, p. 98).

Entretanto, em que pese a evolução do Estado intervencionista para o Estado Regulador, com o advento das novas tecnologias e a velocidade da informação que corre no mundo digital, o Estado não é mais capaz de regular as atividades de forma exclusiva, pois a burocracia estatal é incapaz de acompanhar a velocidade da informação, sendo necessário, portanto, a participação do particular na regulação, ou seja, na edição de normas, na intervenção, na fiscalização e na aplicação de sanções.

Este conceito desafia a noção tradicional de Estado. Para ultrapassá-lo, é necessário o estudo da descentralização regulatória, que é a transferência da atuação regulatória do Estado para o particular. Uma das formas dessa descentralização é a “*self-regulation*” (BLACK, 2015, p. 106) (autorregulação), que passaremos a tratar nos tópicos abaixo.

3 Definindo a autorregulação

No Brasil a autorregulação desafia o a noção tradicional de Estado como única e legítima fonte de produção de normas e aplicação de sanções (única fonte do direito), sendo, portanto, um conceito disruptivo (LIMA JÚNIOR; SILVA, 2020, p. 10).

Há uma característica que compõe e ajuda na definição de autorregulação: via de regra a *self-regulation* é composta de dois processos: um endógeno (definição de metas pela própria empresa) e outro exógeno (publicação de relatórios para os reguladores e regulados/público) (FREEMAN, 2000, p. 833).

Egon Moreira Bockmann (CAMILO JUNIOR apud MOREIRA, 2014, p. 114) é claro ao defender o conceito disruptivo de regulação ao afirmar que, “o direito da regulação

⁴ “A regulação se distingue dos modos clássicos de intervenção do Estado na economia: ela consiste em supervisionar o jogo econômico, estabelecendo certas regras e intervindo de maneira permanente para amortecer as tensões, compor os conflitos, assegurar a manutenção de um equilíbrio do conjunto; pela regulação, o Estado se não põe mais como ator mas como árbitro do processo econômico, limitando-se a enquadrar a atuação dos operadores e se esforçando para harmonizar as suas ações. A implantação dessa função pressupõe a reunião de diversas condições: uma posição de exterioridade relativamente ao jogo econômico; uma capacidade de arbitragem entre os interesses em jogo; uma ação contínua a fim de proceder aos ajustes necessários” (CHEVALLIER, 2009, p. 27).

econômica pode ter origem nos mais variados diplomas legais (Constituição, lei, regulamentos administrativos, código de condutas, códigos de boas práticas, contratos) bem como decorre da vontade dos agentes econômicos envolvidos”.

Para buscar uma definição de autorregulação (*self-regulation*) é importante acrescentar elementos importantes trazidos por Julia Black (BLACK, 1996, p. 26): i) o que se entende por “auto” (“*self*”); ii) o que se entende por “regulação” (“*regulation*”) e; iii) o que se entende por “autorregulação” (“*self-regulation*”) estritamente falando.

Segundo Julia Black, auto/*self* pode ser usado em dois sentidos, podendo ser individual ou coletiva. A individual é a usada para descrever a regulamentação da própria conduta. A coletiva é a regulamentação por um grupo coletivo, visando a regular a conduta de seus membros ou mesmo de outros personagens que com ele se relacionam. Por outro lado, Black define a regulação/*regulation* de duas formas: a tradicional, de comando e controle e a regulação de mercado, onde cada indivíduo controla o seu próprio comportamento. No que tange ao termo “autorregulação” em si, o mesmo pode ser usado para abordar um relacionamento com o Estado ou um arranjo corporativo (particular).

Apesar da ampla produção acadêmica sobre o tema, não existe uma definição universalmente aceita e fechada de autorregulação, como se verifica na produção acadêmica estrangeira (COGLIANESE; MENDELSON, 2010, p. 2).

Mesmo assim é possível, com segurança, definir a autorregulação como, em sua essência, um processo de governança coletiva (BLACK, 1996, p. 27), sendo esta a essência da palavra “auto/*self*”. O instituto pode ser definido pela atuação de um grupo de empresas ou organismos (nacionais ou internacionais), que agem em conjunto no desempenho de uma função reguladora, definindo regras, padrões e punições para si mesma e para qualquer terceiro que aceitem e venham a aderir a sua legitimidade para tanto (BLACK, 1996, p. 3)⁵.

⁵ Esta também é a definição de self-regulation de Coglianese: “*Self-regulation refers to any system of regulation in which the regulatory target—either at the individual-firm level or sometimes through an industry association that represents targets—imposes commands and consequences upon itself. Rather than the usual organisational distance that exists when an outside government agency regulates a private sector firm, self-regulation refers to the close connection between the regulator and the target. Freeman (2000) may well be correct that, in practice, self-regulation rarely makes use of performance standards, but selfregulation actually could make use of any of the types of commands described above. A firm can regulate itself by imposing on its managers, plants, or employees commands that specify either ends or means—and even those that call for management activity such as mandatory planning. What distinguishes self-regulation from other regulatory approaches, then, is not the command or even the consequences, but rather the unity of the regulator and the target. When the regulator issues commands that apply to itself, rather than when the regulator is an outside entity such as a government agency, we can describe the regulatory approach as one of self-regulation. We consider na action to be self-*



Um exemplo é a IOSCO (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, Annual Report 2020) (Organização Internacional da Comissão de Valores Mobiliários), organização internacional que o Brasil é afiliado por meio da CVM (Comissão de Valores Mobiliários) (INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS, Annual Report 2020), e que, portanto, se submete às suas regras internacionais de governança e padrões do mercado mobiliário e financeiro, influenciando e padronizando a regulação de centenas de países, tanto no setor público quanto no privado.

É o que se chama de transgovernamentalismo, com o objetivo de unificar a regulação pelo mundo, reduzindo o custo de informação e de conformidade destes mercados (LIMA JÚNIOR; SILVA, 2020, p. 12).

Julia Black divide a autorregulação em 4 modalidades: i) obrigatória (quando um grupo – indústria ou classe profissional – é designado pelo governo para formular e fazer cumprir as normas dentro de uma estrutura pré-definida); ii) sancionada (quando o próprio grupo de interesse formula a regulação e, após, é submetida a aprovação do Estado); iii) coagida (ocorre quando o grupo de interesse formula e impõe um regramento em resposta a algum ato do governo que, na ausência de regras, acabará por editar tais normas) e; iv) voluntária (quando inexistente envolvimento direto ou indireto do Estado na edição ou obrigatoriedade da regulação) (BLACK, 1996, p. 27).

Importante para o funcionamento da autorregulação são os órgãos denominados como *self regulatory associations (SRA)* por serem os responsáveis por definirem suas próprias regras, impondo as condições de adesão e de expulsão de seus membros/participantes e por serem responsáveis pela intermediação entre o indivíduo e o Estado, retirando a verticalização da atuação estatal, que deixa de ser hierárquica e passa a ser horizontalizada, pois o Estado não consegue mais regular tudo, seja na política, na economia, na religião ou mesmo no direito (BLACK, 1996, p. 27). As SRAs fazem a mediação horizontal entre o Estado, o mercado e a população. Na prática, é possível verificar a autorregulação atuando fortemente como mecanismo de controle e governança nas áreas de publicidade, serviços financeiros e órgãos de classe profissional (OGUS, 1995, p. 97).

regulatory even if it is motivated by implicit threats from outside regulators, provided that the outside threats are not intentional efforts to encourage self-regulation”.



4 Porquê adotar a autorregulação

A autorregulação se justifica no interesse público e calcada em três fundamentos: i) a atividade econômica sofre com alguma falha de mercado; ii) os instrumentos do direito tradicional são inadequados ou muito custosos para corrigir a falha de mercado apresentada e; iii) a autorregulação é um melhor método de se resolver o problema do que os meios tradicionais, por ser uma via mais barata.

As vantagens encontradas na autorregulação, em detrimento da regulação tradicional, são: i) maior capacidade técnica e maior especialização, gerando maior possibilidade de inovação em determinado setor; ii) os custos de negociação, monitoramento e fiscalização são reduzidos ; iii) como os custos com o processo de formulação de normas são menos formais que as normas editadas pelo Estado, é mais barato e ágil a alteração das normas; iv) os custos da regulamentação são internalizados pelo setor envolvido, dispensando o recolhimento de tributo para sua emissão, manutenção e funcionamento (OGUS, 1995, p. 98).

Como a forma tradicional de regulação tem retirado muito tempo e dinheiro dos governos, e as respostas às necessidades da população são emanadas tardiamente, cresce o estudo e a necessidade de se adotar a autorregulação, que se apresenta ser mais eficiente e especializada (BALDWIN; CAVE; LODGE, *Understanding Regulation*, p. 139).

Some-se ao tempo, a qualidade da norma: o nível de discriminação das normas elaboradas pelos particulares é, geralmente, muito mais elaborado àquelas emanadas pelo poder público. Afinal quando o Estado impõe o que deve ser feito pelo particular essa regra acaba por tolher a criatividade dos agentes privados para atuar em determinado setor da economia (por medo de punição), o que não é desejável para o desenvolvimento econômico, financeiro e tecnológico de setores da economia (COGLIANESE; MENDELSON, 2010, p. 4).

Com tal natureza, os particulares possuem muito mais conhecimento sobre suas operações e tecnologias, mais propensos a encontrar a regra economicamente mais viável para uma determinada questão do setor, bem como maior propensão ao cumprimento da norma do que a elaborada e imposta por não participantes do mercado.

Ademais, quando o Estado não possui recursos suficientes e necessários a regulação de algum tema proposto é comum que sejam emanadas normas sem a qualidade necessária para a eficiência do setor da economia atingido pelo tema, incidindo, assim, o regulador na emissão de uma norma arbitrária e limitadora. É o que normalmente ocorre quando se verifica uma falha



de mercado muito complexa ou quando determinada indústria é muito dinâmica, como por exemplo o mercado financeiro e aplicativos (COGLIANESE; MENDELSON, 2010, p. 5)⁶.

Essa é uma preocupação recorrente no estudo da regulação: a falta de habilidade e informação dos burocratas estatais em se manterem atualizados com o que ocorre no setor privado. É o que se passa, por exemplo, com as *enforcers-firm*: uma empresa privada que é utilizada pelo governo para regular determinado setor da economia, usando deste terceiro privado para se alcançar o objetivo da regulação, por ter o privado melhores condições de obter as informações e, também, melhor condições de fiscalização de um determinado setor da economia. O privado é usado pelo governo para monitorar e fiscalizar outros agentes privados, como ocorre, por exemplo, com gigantes como Facebook, Citibank, Pfizer, que são obrigados por lei a fiscalizarem seus fornecedores e provedores de serviços, visando beneficiar os seus consumidores (VAN LOO, 2020, p. 37).

No que tange ao menor custo na adoção da autorregulação, segundo Ogus esta solução atende ao Teorema de Coase (COASE, 1960, p. 1-44), por ocorrer a alocação eficiente dos recursos por meio das transações de mercado e não por meio da lei, pois estas últimas são excessivamente altas em determinados mercados (OGUS, 1995, p. 100; (OGUS, 1995, p. 100)⁷.

⁶ “When a problem, or the potential existence of a problem, is not well understood by outside regulators, metaregulation or self-regulation may also be useful steps to consider. Conventional means or performance regulation usually requires information about the risks created by certain products or modes of production. Regulators need to know the magnitude of potential harm and the probability of that harm occurring. Especially in newly developing markets, such as with nanotechnology at present, regulators are likely to find themselves at a significant information disadvantage compared to the industries that they oversee (Coglianese, 2009). Self-regulation and meta-regulation exploit those information advantages by leveraging the regulated target into the task of regulating itself”.

⁷ O exemplo dado por Ogus em seu artigo é o custo da externalidade de uma negociação no caso de uma poluição ambiental. A negociação entre as empresas e as partes afetadas são altos pois a poluição afeta uma enormidade de partes (heterogeneidade), o que dificulta a se chegar a um acordo desejável. Por outro lado, quando se tem uma homogeneidade no grupo afetado há uma redução substancial dos custos de transação. É o que ocorre com uma questão de segurança do trabalho, onde, teoricamente, a solução de Coase é aplicável e é a solução ideal, pois a negociação das partes (baixo custo) pode conduzir os empregadores a fornecer os cuidados pedidos pelos funcionários em troca da sua força de trabalho (cuidados + salário). In verbis: “For example, environmental pollution generates widely spread externalities and bargaining between polluting firms and the affected parties is generally not feasible. This is not simply because large numbers are involved; it is also because of the heterogeneity of the pollutees---they are likely to have diverse interests in environmental amenity and therefore will not easily reach agreement on what is desirable. By way of contrast, let us consider a situation where the affected group relatively homogeneous and externalities are largely absent. Occupational health and safety may be considered to be such, provided that the effects are pre-dominantly restricted to the workforce. Presumptively, we might here expect Coasian bargaining to provide the optimal solution: following negotiations, employers will agree to provide employees, in return for their labour, with a combination of a prescribed level of care and wages. The cost of the package the employer will reflect the marginal value of the employees' work and the relative levels of care and wages will reflect how the employees of care.”.

Por essas razões é cabível pensar em um sistema no qual o Estado Legislador forneça os objetivos regulatórios gerais e a autorregulação possa subsidiar de modo específico a legislação, restando ao Estado um papel residual, atuando no monitoramento dos acordos e objetivos estatutários para, se necessário, forçar o seu cumprimento (OGUS, 1995, p. 101).

Este pensamento não é novo, e já foi adotado pela legislação estrangeira. Na Inglaterra, em 1972, o Committee on Health and Safety at Work (REINO UNIDO, Health and Safety Executive, Robens report) ao revisar sua legislação, identificou que as leis eram extremamente complexas e de difícil assimilação, e os padrões sociais mudavam muito rapidamente, o que tornava a lei obsoleta, e essa obsolescência acarretava no não incentivo do empregador em cumprir as metas, por serem os custos muito elevados. Por outro lado, foi identificado que para o Estado inglês formular, monitorar e dar cumprimento as normas era muito custoso administrativamente, o que gerava uma alta sobrecarga de imposto aos contribuintes. Há época, foi implementado um sistema muito semelhante a autorregulação, visando corrigir essas falhas de mercado (BALDWIN, 1987 apud OGUS, 1995, p. 100).

Por lá, inclusive, a técnica é adotada em diversos setores da economia, como por exemplo regulamentação de profissões, esportes, publicidade, seguro e imprensa (BALDWIN; CAVE; LODGE, Understanding Regulation, p. 137).

Além desses fatores não podemos perder de vista o fato de a autorregulação agregar performance financeira e econômica aos particulares. Explicamos: ao aderir as normas de padronização e melhoria contínua dos processos, as empresas passam a ter vantagem sobre os seus concorrentes que não aderem a esses padrões, pois conseguem fortalecimento da sua marca, redução no custo da contratação de seguro, melhores taxas para empréstimos bancários (FREEMAN, 2000, p. 831). É o que podemos verificar nas vantagens adquiridas pelas empresas (também pelos órgãos públicos) ao aderirem e se certificarem com o selo ISO 9001 (BRASIL. INMETRO, O que significa a ABNT NBR ISO 9001 para quem compra?).

Há quem defenda que atualmente a cooperação internacional não se dá mais entre Estados mas sim entre órgãos ao redor do mundo, em uma clara demonstração de descentralização das agências reguladoras (RAUSTIALA, The architecture of international cooperation, p. 10).

Em que pese a tradição do Brasil no Estado intervencionista, já temos por aqui a descentralização regulatória, com a cessão ao particular de edição de normas e aplicações de



sansões, como o que vemos na Bovespa Supervisão de Mercados (BSM), que é autorizada por lei pública (Instrução nº 461/2007 emitida pela CVM (BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários, Instrução CVM 461)) a aplicar penalidades privadas a outras entidades privadas participantes do mercado de capitais organizado brasileiro, em uma típica atuação de autorregulação.

Assim, começa-se a estudar no direito brasileiro a regulação por instrumentos societários, ou seja, a regulação incorporada pelas empresas de capital privado em seu contrato social.

5 A regulação econômica por instrumentos societários

Demonstrada a evolução conceitual e sua exata definição da autorregulação, e os desafios de sua interpretação e os motivos que a sustentam, demonstraremos, agora, uma das formas de sua implementação: a regulação por instrumentos societários (RIS).

O conceito de RIS é definido como uma técnica utilizada pelo regulador (em norma legal, infralegal ou contratual) na qual é imposta a adoção de determinada estrutura/forma societária, bem como regras de deliberação, limitando ou modificando direito e poderes dos sócios das companhias de um determinado setor da economia, com a finalidade de induzir e direcionar indiretamente a atividade empresarial, com o foco em alcançar determinados objetivos regulatórios setoriais e a implementação de determinada política pública (CAMILO JUNIOR, 2018, p. 213).

Na doutrina inglesa a RIS é denominada *toolbox* approach, sendo conhecida como um método pelo qual uma ação coletiva é direcionada e estruturada visando atender um determinado problema público (CAMILO JUNIOR, apud SALAMON, 2002, p. 19).

É a sedimentação da ideia de reforço da regulação de direito público utilizando o instrumento societário para alcançar os objetivos regulatórios, que são mantidos e operados pela própria empresa, em uma autêntica forma de autorregulação.

Merece o devido destaque que há, no Brasil, previsão legal para a utilização da RIS. É o que se extrai da leitura dos seguintes artigos do Código Civil (BRASIL, Código Civil

Brasileiro, Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002): artigos 983, parágrafo único⁸ 1.033, inciso V⁹; 1.069¹⁰ e, sobretudo o art. 1.123¹¹ e na Lei das Sociedades Anônimas (BRASIL, Lei das Sociedades Anônimas, Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976) nos artigos: 21¹², 80, parágrafo único¹³, 147¹⁴ e 206, inciso III¹⁵.

Na esfera das agências reguladoras, a predefinição regulatória para tipos societários também existe, como verificado na Resolução do Banco Central nº 3.567 (BRASIL, Banco Central do Brasil, Resolução CMN nº 3.567 de 29/5/2008 (REVOGADO)), que foi revogada, onde determinava que as sociedades empresárias que concedem microcrédito fossem constituídas obrigatoriamente ou na forma de sociedade limitada ou sociedade anônima fechada.

⁸ Artigo 983, parágrafo único: “A sociedade empresária deve constituir-se segundo um dos tipos regulados no art. 1.039 a 1.092; a sociedade simples pode constituir-se de conformidade com um desses tipos, e, não o fazendo, subordina-se às normas que lhe são próprias. Parágrafo único: ressalvam-se as disposições concernentes à sociedade em conta de participação e à cooperativa, bem como as constantes de leis especiais que, para o exercício de certas atividades, imponham a constituição da sociedade segundo determinado tipo.”

⁹ Artigo 1.033, V: “Dissolve-se a sociedade quando ocorrer: (...) inciso V – a extinção, na forma da lei, de autorização para funcionar”.

¹⁰ Trata dos deveres dos membros do conselho fiscal, além daqueles previstos na lei e no contrato social: “Art. 1.069. Além de outras atribuições determinadas na lei ou no contrato social, aos membros do conselho fiscal incumbem, individual ou conjuntamente, os deveres seguintes: I - examinar, pelo menos trimestralmente, os livros e papéis da sociedade e o estado da caixa e da carteira, devendo os administradores ou liquidantes prestar-lhes as informações solicitadas; II - lavrar no livro de atas e pareceres do conselho fiscal o resultado dos exames referidos no inciso I deste artigo; III - examinar no mesmo livro e apresentar à assembleia anual dos sócios parecer sobre os negócios e as operações sociais do exercício em que servirem, tomando por base o balanço patrimonial e o de resultado econômico; IV - denunciar os erros, fraudes ou crimes que descobrirem, sugerindo providências úteis à sociedade; V - convocar a assembleia dos sócios se a diretoria retardar por mais de trinta dias a sua convocação anual, ou sempre que ocorram motivos graves e urgentes; VI - praticar, durante o período da liquidação da sociedade, os atos a que se refere este artigo, tendo em vista as disposições especiais reguladoras da liquidação.”.

¹¹ Art. 1.123. “A sociedade que dependa de autorização do Poder Executivo para funcionar reger-se-á por este título, sem prejuízo do disposto em lei especial. Parágrafo único. A competência para a autorização será sempre do Poder Executivo federal”

¹² Art. 21. Além dos casos regulados em lei especial, as ações terão obrigatoriamente forma nominativa ou endossável até o integral pagamento do preço de emissão.

¹³ Art. 80. A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares: (...) Parágrafo único. O disposto no número II não se aplica às companhias para as quais a lei exige realização inicial de parte maior do capital social.

¹⁴ Art. 147. Quando a lei exigir certos requisitos para a investidura em cargo de administração da companhia, a assembleia-geral somente poderá eleger quem tenha exibido os necessários comprovantes, dos quais se arquivará cópia autêntica na sede social.

¹⁵ Art. 206. Dissolve-se a companhia: (...) inciso III - por decisão de autoridade administrativa competente, nos casos e na forma previstos em lei especial.



Outro exemplo prático de RIS no direito societário e que passa a despercebido pelos estudiosos do direito empresarial são as *golden share*¹⁶ (art. 17, ° 7º da lei das sociedades anônimas), onde é afastada pelo legislador a regra de proporção do voto à quantidade de ações sendo permitida o voto “desproporcional” do Estado em determinadas matérias pré-aprovadas quando da desestatização de uma empresa.

Uma interpretação estritamente societária da *Golden share* conduz o intérprete da norma a críticas, sob o fundamento da isonomia entre os acionistas, entretanto, uma visão interdisciplinar do direito societário com o regulatório, demonstra que a *Golden share* é, em verdade, uma ferramenta societária para a prática e o alcance de algumas políticas públicas (CAMILO JUNIOR, 2018, p. 317), pois o Estado vende a empresa pública ao particular, mas mantém o controle de matérias que julga ser relevante para questões de Governo¹⁷.

Mas a RIS não decorre exclusivamente da Lei e dos contratos sociais/atos constitutivos da empresa. Um dos instrumentos societários mais utilizados para a autorregulação são os regimentos internos e os manuais de governança corporativa das empresas nacionais e multinacionais.

No âmbito da governança corporativa, por exemplo, ganhou força ultimamente a *ESG* (*Environmental, Social and Corporate Governance*), que é um dos elementos da governança corporativa e requer que a empresa esteja em conformidade com as melhores práticas de sustentabilidade social, ambiental e de governança.

O conceito de ESG foi utilizado pela primeira vez no artigo *Who Cares Wins* (THE GLOBAL COMPACT, Who Cares Wins, SCRIBD) do Pacto Global em parceria com o Banco mundial no ano de 2004, onde foi demonstrado que empresas com engajamento ambiental e boa governança corporativa obtém melhores desempenhos financeiros. Em decorrência disto, em 2007 surgiu no mercado financeiro os títulos verdes (*green bonds*) e desde então movimentou bilhões de dólares em investimentos.

¹⁶ “Art. 17. As preferências ou vantagens das ações preferenciais podem consistir: (...) §7º Nas companhias objeto de desestatização poderá ser criada ação preferencial de classe especial, de propriedade exclusiva do ente desestatizante, à qual o estatuto social poderá conferir os poderes que especificar, inclusive o poder de veto às deliberações da assembleia-geral nas matérias que especificar”.

¹⁷ No Brasil são alguns exemplos de empresas que possuem *Golden share* do Governo Executivo Federal: Vale do Rio Doce, Embraer e IRB.



Segundo dados da PWC (PRICEWATERHOUSECOOPERS BRASIL, Home)¹⁸ está previsto que até o ano de 2025 aproximadamente 57% dos fundos destinados a mútuo (empréstimo) na Europa serão lastreados em padrões de ESG, o que equivale a 7.6 trilhões de euros (MARSH, Quase 60% de ativos de fundos mútuos serão ESG até 2025, diz PwC).

Outro fator que o estudo da PWC traz de relevante é o comportamento do consumidor: 77% dos investidores institucionais que responderam à pesquisa da empresa afirmam que pretendem não comprar produtos/ações de empresas em não conformidade com a ESG.

A maior parte da regulação da ESG se dá por meio de instrumentos particulares e entre particulares, ou seja, de autorregulação, pois os parâmetros e métricas decorrem de manuais de governança / *guideline* de instituições privadas.

Outro exemplo de métrica é a emitida pela bolsa de valores americana Dow Jones (índice Dow Jones Sustainability Index (DJSI) (S&P DOW JONES INDICES, Dados ESG para entender o complexo). Seu critério e métrica influencia mercados e empresas, que buscam aderir aos seu padrão e, assim, alcançar a chancela e o certificado de aderência e conformidade ao índice, visando a melhoria de performance dos seus ativos.

É o que acontece, por exemplo, com um dos maiores bancos do mundo, o Santander. Na implementação das suas regras de governança o banco espanhol adotou e internalizou as métricas do índice DJSI, tendo sido eleito pela Dow Jones como o banco mais sustentável do mundo (SANTANDER, Santander é reconhecido como o banco mais sustentável do mundo pelo Índice Dow Jones de Sustentabilidade de 2019).

Foram considerados como requisitos para a pontuação, dentre outros fatores: estratégia tributária, proteção da privacidade, relatórios ambientais, cidadania corporativa, filantropia, investimentos em estudos universitários e inclusão financeira.

Ou seja, uma empresa privada, com sede nos EUA e submetida às leis americanas, elabora métricas e padronizações de governança corporativa que são utilizadas por um banco espanhol em todo o mundo, possuindo, portanto, uma abrangência transnacional e uma capilaridade muito maior do que a edição de uma regra por um determinado Governo.

No Brasil temos um índice de sustentabilidade empresarial, o ISE B3 (BRASIL, Bolsa de Valores do Brasil, Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)), que tem como objetivo

¹⁸ Uma das big fours, maiores empresas de consultoria e auditoria do mundo.



ser um indicador do desempenho médio dos ativos de empresas selecionadas pela B3¹⁹ por seu comprometimento com as melhores práticas de sustentabilidade empresarial. Com isso, a bolsa de valores brasileira apoia o investidor a investir em empresas listadas no índice e, como resultado, acaba por induzir as empresas a adotarem essas práticas, a fim de alcançar os recursos mobiliários dos investidores.

Para alcançar o índice ISE B3 as empresas precisam cumprir os requisitos do relatório da B3 (BRASIL, Bolsa de Valores do Brasil, Diretrizes do índice de sustentabilidade empresarial (ISE B3)) e da metodologia do índice (BRASIL, Bolsa de Valores do Brasil, Metodologia do índice de sustentabilidade empresarial (ISE B3)), que possui critérios de inclusão, exclusão e ponderação.

Outro exemplo prático de autorregulação por meio da governança corporativa, RIS, é o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que possui a sua própria métrica para que as empresas de capital fechado tenham parâmetros de implementação e fiscalização do seu nível de governança (IBGC, Relatório Anual 2021).

Atualmente há no mundo uma corrida para fixação de métricas e parâmetros do que realmente é desejável para uma empresa/negócio ser certificado como “sustentável”. O International Business Council, do Fórum Econômico Mundial (TEIXEIRA; DUTRA, Como as novas métricas do WEF-IBC podem aumentar o foco no valor de longo prazo?) por exemplo, busca por meio de estudos internos de sua equipe/pessoal, delimitar as métricas a serem usadas pelo mercado para a obtenção de um rating desejável de ESG.

No Brasil a corrida também ocorre. O Banco Central Brasileiro, por exemplo, divulgou a sua agenda sustentável (BRASIL, Banco Central do Brasil, Sustentabilidade) que tem como objetivo alinhar-se ao NGFS (Network for Greening Financial System (THE CENTRAL BANKS AND SUPERVISORS NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM, Origin and Purpose)) que tem, dentre outras orientações, a não concessão de crédito para as empresas que estiverem desalinhadas com as práticas sustentáveis.

Como pode ser verificado pelos exemplos acima, que não são exaustivos, há uma dispersão de regras e métricas, cada uma com seus parâmetros, exigências e ratings, o que denota uma necessidade de mínima uniformização das métricas.

¹⁹ A B3 é a bolsa de valores brasileira, antiga Bovespa.



Esta uniformização serve para proteger o investidor, o consumidor e, assim, evitar a comercialização dos *greenwashing*, que é conhecida como “mentira verde” (IDEC, Greenwashing); o que denota uma franca preocupação dos órgãos públicos e privados em regular a matéria e melhorar os padrões.

No Brasil esta prática é verificada em diversos setores da economia e, também, no mercado financeiro, onde fundos emitem títulos teoricamente lastreados em ativos sustentáveis, mas as empresas que os emitem não são aderentes às práticas de ESG²⁰.

Assim, como evidenciado no presente capítulo, é permitido no ordenamento brasileiro a regulação por instrumento societário, tanto na esfera de regulação por imposição (decorrente de aberturas legislativas que pré-determinam formas contratuais de funcionamento e processo empresarial) quanto pela autorregulação voluntária (que decorre da emissão de regras por entes privados e adotados voluntariamente por outros *players* do mercado, tanto por melhora das suas práticas, quanto por ganho de performance com seus clientes e parceiros).

CONCLUSÃO

Como estudado, o Estado brasileiro é tradicionalmente intervencionista, atuando ativamente nos aspectos sociais e empresariais, onde atua como empresário, inclusive, por meio das empresas públicas e das de economia mista. Ou seja, no Brasil é comum a utilização de empresas para a adoção de políticas públicas.

Este conceito de estado providência, que tudo provê e fornece, apresentou falhas, o que conduziu o Estado a falência social, econômica e financeira. Um Estado cada vez mais inchado e burocrata se mostrou incapaz de fornecer as demandas que a população requeria e necessitava. Os impostos não eram suficientes para fazer frente aos gastos estatais e, tampouco, os recursos estatais podiam acompanhar a velocidade do século XXI.

Como vimos, por esses motivos, passamos da era do Estado interventor para o Estado regulador. Entretanto, com a advento da revolução, social, tecnológica e científica e a globalização, houve a disrupção da função regulatória estatal, pois se mostra incapaz de acompanhar a velocidade das necessidades do mercado de modo eficiente, editando

²⁰ É o que se verifica, por exemplo, no estudo do Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor (IDEC) acima referido, onde o instituto notificou mais de 500 empresas que se denominavam sustentáveis mas, em verdade, não eram. São empresas que se autodeclaravam com “sem ingredientes animais”, “economia de água”, “produto com descarte seletivo”, por exemplo.



regulamentos ultrapassados ou ineficientes, o que aumenta os custos de transação e informação para a sociedade, o que escancara a necessidade de participação do particular na edição dos regulamentos e normas.

Nasce, portanto, a visão de autorregulação, que é definida como a atuação de um grupo de empresas ou organismos (nacionais ou internacionais), que agem em conjunto no desempenho de uma função reguladora, definindo regras, padrões e punições para si mesma e para qualquer terceiro que aceitem e venham a aderir o seu regramento.

Os motivos expostos para se adotar a autorregulação são: i) por sua maior capacidade técnica e maior especialização, gerando maior possibilidade de inovação em determinado setor; ii) os custos de negociação, monitoramento e fiscalização são reduzidos ; iii) como os custos com o processo de formulação de normas são menos formais que as normas editadas pelo Estado, é mais barato e ágil a alteração das normas; iv) os custos da regulamentação são internalizados pelo setor envolvido, dispensando o recolhimento de tributo para sua emissão, manutenção e funcionamento.

A autorregulação é mais eficiente, econômica e ágil.

Demonstramos no direito estrangeiro e nacional as suas formas de funcionamento e adoção, passando a verificar se é possível, no Brasil, a plena adoção do instituto.

Vimos que há abertura legislativa para tanto, bem como é possível a sua adoção por meio de manuais de governança corporativa, como vem ocorrendo com a crescente regulamentação da ESG no Brasil e no mundo, em sua maioria por meio de instituições e organismos privados, mas com ampla aplicação e capilaridade na sociedade mundial.

Ou seja, é plenamente possível a implementação da autorregulação no Brasil por meio da RIS, o que pode se dar por meio de requisitos legislativos a serem previstos no contrato social das empresas ou mesmo por meio totalmente privado, na autorregulação na sua essência, a voluntária, o que se dá por meio das normas de governança das empresas privadas.

REFERÊNCIAS

ARAGÃO, Alexandre Santos. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin; LODGE, Martin. **Understanding Regulation**. Theroy, strategy and practice. Second Edition.



BLACK, Julia. Constitutionalising Self-Regulation. **The Modern Law Review**, v. 59, n°. 1, Jan., 1996. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1096422>. Acesso em: 18 de dezembro de 2021.

BLACK, Julia. Decentring regulation: Understanding the role of regulation and self regulation in a “post-regulatory” world. **Oxford Journals**. May 23, 2015.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução CMN n° 3.567 de 29/5/2008 (REVOGADO)**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o&numero=3567>. Acesso em: 18 de dezembro de 2021.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Sustentabilidade**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sustentabilidade>. Acesso em: 8 de dezembro de 2021.

BRASIL. Bolsa de Valores do Brasil. **Diretrizes do índice de sustentabilidade empresarial (ISE B3)**. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/Diretrizes_ISE_B3.pdf. Acesso em: 20 de dezembro de 2021.

BRASIL. Bolsa de Valores do Brasil. **Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3)**. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-empresarial-ise.htm. Acesso em: 18 de dezembro de 2021.

BRASIL. Bolsa de Valores do Brasil. **Metodologia do índice de sustentabilidade empresarial (ISE B3)**. Disponível em: https://iseb3-site.s3.amazonaws.com/ISE-Metodologia-pt-br_vf.pdf. Acesso em: 21 de dezembro de 2021.

BRASIL. Código Civil Brasileiro. **Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002**.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM 461**. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>. Acesso em: 16 de dezembro de 2021.

BRASIL. INMETRO. **O que significa a ABNT NBR ISO 9001 para quem compra?**. Disponível em: <http://www.inmetro.gov.br/qualidade/pdf/cb25docorient.pdf>. Acesso em: 18 de dezembro de 2021.

BRASIL. Lei das Sociedades Anônimas. **Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976**.

CAMILO JUNIOR, Ruy Pereira. **Direito societário e regulação econômica**. Barueri, SP: Manole, 2018.





CHEVALLIER, Jaques. **O estado pós-moderno**. Tradução de Marçal Justen Filho. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2009.

COASE, Richard. The Problem of Social Cost. **The Journal of Law and Economics**, v. 3, October, 1960.

COGLIANESE, Cary; MENDELSON, Evan. Meta-Regulation and Self-Regulation. **Oxford Handbook of Regulation**. September, 2010.

FREEMAN, Jody. Private Parties, Public Functions And The New Administrative Law. **Administrative Law Review**, v. 52, nº 3, Summer 2000. Disponível em: https://www.jstor.org/stable/40711903?seq=1&cid=pdf-reference#references_tab_contents. Acesso em: 5 de setembro de 2021.

GUERRA, Sérgio. Regulação estatal sob a ótica da organização administrativa brasileira. In: GUERRA, Sérgio (Org.). **Regulação no Brasil: uma visão multidisciplinar**. 1. ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Relatório Anual 2021**. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/metrica>. Acesso em: 18 de dezembro de 2021.

IDEC – Instituto Brasileiro de Defesa do Consumidor. **Greenwashing**. Disponível em: <https://idec.org.br/greenwashing>. Acesso em: 14 de novembro de 2021.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Annual Report 2020**. Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco. Acesso em: 30 de agosto de 2021.

INTERNATIONAL ORGANIZATION OF SECURITIES COMMISSIONS. **Annual Report 2020**. Disponível em: <https://www.iosco.org/about/?subsection=membership&memid=1>. Acesso em: 30 de agosto de 2021.

LIMA JÚNIOR, João Manoel de; SILVA, Gabriela Borges. Financial Market Self-Regulation in Brazil: Legal Disruption Between Market, Law And Politics. **Revista Brasileira de Estudos Jurídicos**, v. 15, n. 1, jan./abr., 2020.

MARSH, Alastair. Quase 60% de ativos de fundos mútuos serão ESG até 2025, diz PwC. **Exame**. Disponível em: <https://invest.exame.com/esg/quase-60-de-ativos-de-fundos-mutuos-serao-esg-ate-2025-diz-pwc>. Acesso em: 30 de agosto de 2021.

MEDAUAR, Odete. **O Direito Administrativo em Evolução**. 2. rev., atual. e ampl. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016.



MOREIRA, Egon Bockmann. Qual é o futuro do direito da regulação no Brasil. In: SUNDFELD, Carlos Ari (Coord.). **Direito da regulação e políticas públicas**. São Paulo: Malheiros, 2014.

OGUS, Anthony. Rethinking Self-Regulation. **Oxford Journal of Legal Studies**, v. 15, nº. 1, Spring, 1995. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/764582>. Acesso em: 20 de julho de 2021.

PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. **1934 A Reforma do estado dos anos 90**: lógica e mecanismos de controle. Cadernos MARE da reforma do estado. v. 1. Brasília: Ministério da Administração Federal e Reforma do Estado, 1997. 58 p.

PRICEWATERHOUSECOOPERS BRASIL. **Home**. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/>. Acesso em: 18 de agosto de 2021.

RAUSTIALA, Kal. The architecture of international cooperation: Transgovernmental networks and the future of international law. **Va. J. Int'l L.**, 43, 1, 2002. Disponível em: http://ssrn.com/abstract_id=333381. Acesso em: 25 de setembro de 2021.

REINO UNIDO. Health and Safety Executive. **Robens report**. Disponível em: <https://www.hse.gov.uk/aboutus/40/robens-report.htm>. Acesso em: 19 de setembro de 2021.

S&P DOWN JONES INDICES. **Dados ESG para entender o complexo**. Disponível em: https://www.spglobal.com/spdji/en/campaign/esg-pt/?npclid=Cj0KCQiA2ZCOBhDiARIsAMRfv9JMVjw1xb4oif5jveZSXk0XpX2_sNWq6XRmbHITVw2AuVdF8kMDFNQaAlsTEALw_wcB&utm_source=google&utm_medium=next_gen&utm_term=%C3%ADndice%20de%20sustentabilidade%20dow%20jones&utm_campaign=paid_campaign&utm_content=latam_esg_portuguese_&gclid=Cj0KCQiA2ZCOBhDiARIsAMRfv9JMVjw1xb4oif5jveZSXk0XpX2_sNWq6XRmbHITVw2AuVdF8kMDFNQaAlsTEALw_wcB. Acesso em: 23 de dezembro de 2021.

SALAMON, Lester M. **The Tools of Government**: A guide to the new governance, 2002.

SANTANDER. **Santander é reconhecido como o banco mais sustentável do mundo pelo Índice Dow Jones de Sustentabilidade de 2019**. Disponível em: <https://www.santander.com.br/sustentabilidade/noticias/santander-sustentavel-mundo-dow-jones>. Acesso em: 18 de dezembro.

TEIXEIRA, Lúcio; DUTRA, Leonardo. **Como as novas métricas do WEF-IBC podem aumentar o foco no valor de longo prazo?**. Disponível em: https://www.ey.com/pt_br/sustainable-impact-hub/como-as-novas-metricas-do-wef-ibc-podem-aumentar-o-foco-no-val. Acesso em: 27 de novembro de 2021.





THE CENTRAL BANKS AND SUPERVISORS NETWORK FOR GREENING THE FINANCIAL SYSTEM. **Origin and Purpose**. Disponível em: <https://www.ngfs.net/en>. Acesso em: 26 de setembro de 2021.

THE GLOBAL COMPACT. Who Cares Wins. **SCRIBD**. Disponível em: https://pt.scribd.com/fullscreen/16876740?access_key=key-16pe23pd759qalbnx2pv. Acesso em: 22 de outubro de 2021.

VAN LOO, Rory. The New Gatekeepers: Private Firms as Public Enforcers, December 4, 2019. 106 **Virginia Law Review** 467, 2020.

