

# **VI ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI**

**DIREITO, ECONOMIA E DESENVOLVIMENTO  
ECONÔMICO SUSTENTÁVEL**

**ILTON GARCIA DA COSTA**

**LITON LANES PILAU SOBRINHO**

**EDUARDO AUGUSTO DO ROSÁRIO CONTANI**

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

**Diretoria - CONPEDI**

**Presidente** - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC - Santa Catarina

**Diretora Executiva** - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - UNIVEM/FMU - São Paulo

**Vice-presidente Norte** - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa - Pará

**Vice-presidente Centro-Oeste** - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG - Goiás

**Vice-presidente Sul** - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos - Rio Grande do Sul

**Vice-presidente Sudeste** - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio - Rio de Janeiro

**Vice-presidente Nordeste** - Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará

**Representante Discente:** Prof. Dra. Sinara Lacerda Andrade - UNIMAR/FEPODI - São Paulo

**Conselho Fiscal:**

Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - ESDHC - Minas Gerais

Prof. Dr. João Marcelo de Lima Assafim - UCAM - Rio de Janeiro

Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - Ceará

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UNIMAR - São Paulo

**Secretarias**

**Relações Institucionais:**

Prof. Dra. Daniela Marques De Moraes - UNB - Distrito Federal

Prof. Dr. Horácio Wanderlei Rodrigues - UNIVEM - São Paulo

Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - Mackenzie - São Paulo

**Comunicação:**

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul

Profa. Dra. Maria Creusa De Araújo Borges - UFPB - Paraíba

Prof. Dr. Matheus Felipe de Castro - UNOESC - Santa Catarina

**Relações Internacionais para o Continente Americano:**

Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia

Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão

**Relações Internacionais para os demais Continentes:**

Prof. Dr. José Barroso Filho - ENAJUM

Prof. Dr. Rubens Beçak - USP - São Paulo

Profa. Dra. Viviane Coêlho de Séllos Knoerr - Unicritiba - Paraná

**Eventos:**

Prof. Dr. Antônio Carlos Diniz Murta - Fumec - Minas Gerais

Profa. Dra. Cinthia Obladen de Almendra Freitas - PUC - Paraná

Profa. Dra. Livia Gaigher Bosio Campello - UFMS - Mato Grosso do Sul

**Membro Nato** - Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UMICAP - Pernambuco

D597

Direito, economia e desenvolvimento econômico sustentável [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Eduardo Augusto do Rosário Contani; Ilton Garcia Da Costa; Liton Lanes Pilau Sobrinho – Florianópolis; CONPEDI, 2023.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-65-5648-749-6

Modo de acesso: [www.conpedi.org.br](http://www.conpedi.org.br) em publicações

Tema: Direito e Políticas Públicas na era digital

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito e economia. 3. Desenvolvimento econômico sustentável. VI Encontro Virtual do CONPEDI (1; 2023; Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



# **VI ENCONTRO VIRTUAL DO CONPEDI**

## **DIREITO, ECONOMIA E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO SUSTENTÁVEL**

---

### **Apresentação**

O VI Encontro Virtual do CONPEDI foi realizado entre os dias 20 e 24 de junho de 2023 e teve como tema central “Direito e Políticas Públicas na Era Digital”.

Na presente obra originada deste Grupo de Trabalho, Professores, pesquisadores, mestres, doutores e acadêmicos compartilharam os resultados de suas pesquisas, desenvolvidas em diversos contextos locais e regionais em seus respectivos Programas de Mestrado e Doutorado. Esses estudos foram enriquecidos por contribuições oriundas de debates e reflexões.

A obra conta com artigos selecionados sob o crivo do double blind review, consistindo na presente avaliação por pares que resultou na apresentação oral dos autores. O GT Direito, Economia e Desenvolvimento Sustentável se destaca novamente pelo elevado interesse dos acadêmicos no tema, demarcado pelos diferentes GT’s em dias distintos.

No artigo intitulado “A função do licenciamento ambiental no combate às mudanças climáticas”, Janaína Rigo Santin e Iradi Rodrigues da Silva realizam uma análise sobre o papel do licenciamento ambiental a partir da Política Nacional do Meio Ambiente (PNMA). As autoras defendem a necessidade de sua aplicação no combate às mudanças climáticas e discutem os desdobramentos de um novo projeto de lei que incorpora a responsabilidade dos Estados e Municípios nesse contexto.

Os autores José Thomaz Cunha Gervásio de Oliveira e Filipe Fortes de Oliveira Portela exploram os modelos registrais imobiliários dos Estados Unidos e do Brasil no artigo "A implementação da tecnologia blockchain nos modelos registrais imobiliários". O artigo também analisa o impacto da tecnologia blockchain nesses modelos e discute sua viabilidade, incluindo também a perspectiva da Análise Econômica do Direito (AED) na possível redução de falhas de mercado.

Ainda na seara da Análise Econômica do Direito, no artigo " A importância do papel regulatório da ANPD na sociedade informacional sob a perspectiva da Análise Econômica do Direito ", as autoras Maria Marconiete Fernandes Pereira e Valéria Fernandes de Medeiros destacam o papel regulatório da Autoridade Nacional de Proteção de Dados (ANPD) com

autonomia técnica e decisória. Os diferentes aspectos de proteção de dados são observados sob a perspectiva da AED.

O debate sobre a exploração da Zona Econômica Exclusiva (ZEE) brasileira é destacado no artigo intitulado "Amazônia Azul e gestão de conflitos: reflexões sobre Soberania Nacional e Desenvolvimento" dos autores Ricardo Cardoso de Barros e Augusto Martinez Perez Filho. Em sua pesquisa, é verificada a necessidade de planejamento estratégico para evitar conflitos e promover o desenvolvimento na Amazônia Azul.

No artigo intitulado "Análise de práticas de sustentabilidade empresarial na Configuração Produtiva Local de indústrias de vestuário de Muriaé-MG: um estudo de caso", Carlos Augusto Veggi de Souza identifica a aplicação de práticas de sustentabilidade empresarial na cadeia de vestuário local, com foco na produção e tratamento de resíduos sólidos. O artigo ressalta a importância da atuação cooperada e integrada das empresas da Configuração Produtiva Local, com diversos princípios de responsabilidade social, ambiental e econômica.

A relação entre Direito, Economia e a pandemia do Covid-19 é abordada pelo artigo de Maria Claudia Almendra Freitas Veloso e Vando da Silva Marques. Com o título de "As demissões em massa decorrentes da crise nas atividades econômicas e a atuação do Supremo Tribunal Federal no caso Embraer", o artigo continua os debates dos reflexos econômicos da pandemia e do papel do STF na controvérsia discutida, atuando como agente redutor de crises e moderador do livre mercado.

Observando os impactos da pandemia de Covid-19, o artigo intitulado "Conflitos judiciais, ODS e pandemia em Municípios mineradores no Pará: os casos de Parauapebas e Marabá" de Ana Elizabeth Neirão Reymão, André da Costa Ericeira, Marcos Venancio Silva Assuncao discute os conflitos judiciais decorrentes de suas medidas de enfrentamento, e destacam a importância do judiciário como garantidor desses direitos em momentos de crise.

Um importante questionamento é feito pelos autores Janaína Rigo Santin, Clóvis Eduardo Malinverni da Silveira e Silvane Costenaro: "Desenvolvimento socioeconômico com Preservação de Recursos Naturais: É Possível?" É realizada uma abordagem histórica do modelo de desenvolvimento pós-revolução industrial e verificando a negligência na preservação dos recursos naturais. Uma possível saída é a educação socioambiental seja fundamental para equilibrar essa equação, para desenvolvimento de habilidades de reflexão crítica para construção de um futuro sustentável.

Os autores Leonardo Alves Correa, Giovani Clark e Julia Carla Duarte Melo abordam no artigo "Desenvolvimento sustentável e pluralismo produtivo na Ordem Constitucional: primeiras aproximações" a institucionalização do conceito de desenvolvimento sustentável e a análise do pluralismo produtivo, refletindo sobre o conceito de desenvolvimento sustentável e sobre os diferentes modos de organização econômica.

O artigo "Equilíbrio entre intervenção estatal e liberdade econômica: A Ponderação jurídica como ferramenta no Direito Econômico", dos autores Fátima Cristina Santoro Gerstenberger, Guilherme Santoro Gerstenberger e Otto Guilherme Gerstenberger Junior, aborda a análise da ponderação jurídica entre a intervenção estatal e a liberdade econômica, com ênfase no Direito Econômico. Cumpre notar o papel de legislações inovadoras, como o Marco Legal das Startups e a Lei de Liberdade Econômica e diferentes impactos socioeconômicos.

O artigo "Levantamento de variáveis para a construção de uma Teoria Geral do Processo do contencioso comercial no Direito Internacional Público", de autoria de Alice Rocha da Silva e Andre Pires Gontijo, reconhece a dificuldade de alinhamento das variáveis presentes nos mecanismos de solução de controvérsias de acordos comerciais regionais e do sistema multilateral da OMC.

O artigo intitulado "O Tribunal de Contas e o Desenvolvimento Econômico Sustentável", de autoria de Fabricio Vasconcelos de Oliveira e Julival Silva Rocha, analisa duas posturas recentes adotadas pelo TCE-PA, sendo uma delas relacionadas à Lei Kandir (Lei Complementar nº 87/96) e outra referente à interpretação do Tema 899 do STF, evidenciando ora alinhamento com a sustentabilidade econômica e em partes falta de harmonia com esse objetivo.

Os autores Bruna Mendes Coelho, Isabela Vaz Vieira e Lyssandro Norton Siqueira, autores destacam em seu artigo intitulado "Pagamento por Serviço Ambiental Hídrico: Uma Análise Comparativa" o instrumento do Pagamento por Serviço Ambiental (PSA) e identificam sua relevância como mecanismo importante para alcançar o desenvolvimento econômico sustentável.

A aplicação das políticas públicas para a regulamentação dos criptoativos no mercado financeiro é analisada no artigo " Políticas públicas para a regulamentação dos cripto ativos no mercado financeiro", de autoria de Taíssa Salles Romeiro. A autora examina o papel dos criptoativos e discute a questão da livre iniciativa, a descentralização do mercado financeiro e a necessidade de proteção de usuários com mais transparência e segurança.

A Responsabilidade Social Corporativa (RSC) é contemplada com diferentes abordagens em dois artigos do presente GT. No primeiro, intitulado "Responsabilidade Social Corporativa: A Ideia, as Alternativas e os Problemas", José Adércio Leite Sampaio e Luciana Machado Teixeira Fabel abordam a evolução da noção de Responsabilidade Social Corporativa (RSC) ao longo do tempo e exploram a importância da regulamentação estatal e das práticas ESG e direitos humanos corporativos nas empresas.

No segundo artigo, Mateus Diniz e Marcelo Kokke e seu artigo "Responsabilidade Social das Empresas no Combate à Corrupção" exploram a corrupção no âmbito público e no privado, com destaque para a RSC no controle, prevenção e erradicação da corrupção.

No artigo intitulado "Uma Análise do IPVA como Política Tributária para o Desenvolvimento Sustentável", as autoras Samyla Carvalho Gonçalves Silva e Maria Marconiete Fernandes Pereira abordam uma perspectiva de implementação de políticas ambientais a partir do Imposto sobre Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), numa perspectiva em que se demanda uma gestão eficiente da arrecadação de tributos.

Voltando os olhos para os estados ricos em biomassa florestal da Amazônia, o artigo intitulado "Vantagens e Desvantagens das Abordagens Jurisdicionais de REDD+ a serem consideradas pelos estados da Amazônia Legal" dos autores Marcos Venancio Silva Assuncao, Ana Elizabeth Neirão Reymão e Lise Tupiassu exploram as abordagens jurisdicionais de REDD+ como política de redução de emissões de gases de efeito estufa. O artigo reflete sobre a necessidade de regulamentações robustas e medidas de adequação para garantir benefícios compensatórios aos estados e às comunidades locais.

Finalizando os artigos deste GT, temos o trabalho intitulado "Um breve esboço da evolução da pauta de medidas contra as mudanças climáticas no Brasil e no mundo: perspectivas e limitações do mercado de créditos de carbono no Brasil" de Caio Lucio Montano Brutton. O estudo aborda as perspectivas e limitações do mercado interno de créditos de carbono no Brasil e a necessidade de uma normativa mais efetiva para o desafio global da mudança climática.

A diversidade de artigos, tendo como fio condutor o Direito e o Desenvolvimento Econômico Sustentável, clama pela atenção da comunidade acadêmica e do público em geral. Convidamos a todos a observar o atual panorama apresentado e discutido neste GT, na busca de soluções pragmáticas e adequadas para o cenário jurídico-econômico do nosso país.

Florianópolis, 24/06/2023

Ilton Garcia Da Costa

Liton Lanes Pilau Sobrinho

Eduardo Augusto do Rosário Contani

# **É PRECISO REGULAR O GREENWASHING NO BRASIL? UMA ANÁLISE DAS FALHAS DE MERCADO NA DIVULGAÇÃO DE ASPECTOS SOCIOAMBIENTAIS POR FUNDOS DE INVESTIMENTO**

## **IS IT NECESSARY TO REGULATE GREENWASHING IN BRAZIL? AN ANALYSIS OF MARKET FAILURES IN THE DISCLOSURE OF SOCIO-ENVIRONMENTAL ASPECTS BY INVESTMENT FUNDS**

**Frederico Calmon Nogueira da Gama <sup>1</sup>**

### **Resumo**

O estudo buscou iniciar uma análise sobre a necessidade ou não de regulação das práticas de greenwashing por gestores de fundos de investimento no Brasil. A partir de estudo exploratório da literatura de análise econômica do direito, nacional e estrangeira, foram identificadas as principais falhas de mercado que podem justificar alguma interferência regulatória. A partir de avaliação empírica de dados e pesquisas nacionais, concluiu-se que (i) investidores brasileiros que deixam de considerar aspectos ESG em suas tomadas de decisão o fazem por problemas de assimetria informacional com os emissores (incluindo os fundos de investimentos); e (ii) gestores podem estar sujeitos ao risco de uma seleção adversa que beneficie participantes pouco engajados com a agenda ESG. A questão remanescente – e ainda não enfrentada pelo presente estudo – é sobre a solução mais eficiente para endereçar essas falhas de mercado. A resposta para esse problema deverá considerar diferentes abordagens, especialmente soluções advindas do próprio mercado ou intervenções governamentais mais diretas, ponderando ineficiências causadas pelas falhas de mercado com possíveis falhas de governo na tentativa de corrigi-las.

**Palavras-chave:** Greenwashing, Fundo de investimento, Análise econômica do direito, Assimetria informacional, Seleção adversa

### **Abstract/Resumen/Résumé**

The study sought to initiate an analysis of the need to regulate greenwashing practices by investment fund managers in Brazil. From an exploratory study of national and foreign law and economics literature, the main market failures that may justify some regulatory interference were identified. Based on an empirical evaluation of national data and research, it was concluded that (i) Brazilian investors who fail to consider ESG aspects in their decision-making do so due to problems of information asymmetry with issuers (including investment funds); and (ii) managers may be subject to the risk of adverse selection that benefits participants who are not very engaged with the ESG agenda. The remaining question – not yet addressed by the present study – is about the most efficient solution to address these market failures. The answer to this problem will have to consider different approaches,

---

<sup>1</sup> Mestrando em Direito da Regulação na FGV-Rio.



especially solutions coming from the market itself or more direct government interventions, weighing inefficiencies caused by market failures with possible government failures in an attempt to correct them.

**Keywords/Palabras-claves/Mots-clés:** Greenwashing, Investment funds, Informational asymmetry, Adverse selection, Law and economics

## 1. INTRODUÇÃO

Desde o ano de 2004, quando o termo ESG (*environmental, social and governance*)<sup>1</sup> foi cunhado pela primeira vez no relatório *Who Care Wins* do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial<sup>2</sup>, a preocupação dos investidores vem cada vez mais deixando de ser apenas a maximização do retorno financeiro dos seus investimentos. A preocupação com os impactos dos investimentos sobre o meio ambiente, a sociedade em geral e os riscos advindos de estruturas falhas de governança vem tomando espaço na árvore de decisão de muitos investidores.

Esse movimento de compatibilização entre retorno financeiro e sustentabilidade alcançou seu ápice durante a pandemia do COVID-19, com a temática ESG crescendo exponencialmente e se tornando um dos principais focos de preocupação dos investidores. Ato contínuo, emissores de ativos financeiros e valores mobiliários ao redor do mundo (i.e. companhias abertas, bancos e gestores de fundos de investimento) imediatamente enxergaram a aplicação de critérios ESG como uma forma de atrair investidores e melhorar a captação de seus produtos.

Para fins do presente estudo, partiremos da premissa de que a proliferação de empresas transformando a sua estrutura e focos de atuação para um maior alinhamento com aspectos ESG é socialmente desejável. Isso porque o direcionamento de executivos na busca de uma matriz de consumo energético mais limpo tem o potencial de acelerar rapidamente a transição para uma economia de baixo carbono (atendendo à faceta “ambiental” da sigla ESG). O reconhecimento e a correção de distorções geradas pela ausência de diversidade dentro de um ambiente empresarial auxiliam na aceleração da redução de desigualdades e no oferecimento de oportunidades mais equânimes entre os diferentes grupos sociais (atendendo à faceta “social” da sigla ESG). Por fim, o fortalecimento de estruturas de governança dificulta a perpetuação de práticas abusivas ou fraudulentas dentro da administração de sociedades, que a longo prazo retiram valor das empresas (atendendo à faceta “governança” da sigla ESG).

---

<sup>1</sup> Ou ASG quando traduzido para o português (ambiental, social e de governança).

<sup>2</sup> “Until now, the industry has not developed a common understanding on ways to improve the integration of environmental, social and governance (ESG) aspects in asset management, securities brokerage services and the associated buy-side and sell-side research functions. This is due partly to the complexity and diversity of issues involved.” (UNITED NATIONS. SWISS FEDERAL DEPARTMENT OF FOREIGN AFFAIRS. **Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World**. 2004. p.1. Disponível em: [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/sustainability-at-ifc/publications/publications\\_report\\_whocareswins\\_wci\\_1319579355342](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579355342). Acesso em 06 de janeiro de 2023.)

O enfoque do presente trabalho será uma das principais fontes de financiamento para o crescimento dessas empresas no Brasil, que é a indústria de fundos de investimento, com um patrimônio líquido sob gestão de mais de R\$ 7,4 trilhões ao final de 2022<sup>3</sup>.

Essa mudança abrupta de organização do interesse dos investidores a partir da disseminação das práticas ESG fez com que gestores de fundos de investimento sentissem a necessidade de adaptar suas políticas e processos de investimento a uma realidade que agora demandava mais do que apenas a antecipação de riscos de performance e retornos financeiros, mas também sobre as adicionalidades socioambientais que suas escolhas geravam. Essa necessidade em demonstrar sua adesão aos pressupostos de investimento sustentável acendeu um alerta nos reguladores de mercado de capitais ao redor do mundo sobre o risco de divulgação de informações inverídicas ou demasiadamente otimista que induzissem investidores desses fundos de investimento a erro.

A essa prática de divulgação de informações demasiadamente otimistas ou não verificáveis no mundo real deu-se o nome de “*greenwashing*”. Apesar de o termo estar ligado, em sua origem, à divulgação enganosa de impactos dos investimentos no meio ambiente, atualmente a expressão é comumente utilizada para se referir a qualquer ocultação ou indução de investidores a erro sobre os resultados de todas as facetas da sigla ESG. É nesse sentido mais abrangente que o termo *greenwashing* será utilizado ao longo do presente artigo.

Na indústria de fundos, práticas de *greenwashing* podem estar atreladas à diversas formas de indução de investidores a erro.

A mais comum é a de considerar no cômputo de ativos ESG determinados investimentos que não possuam benefícios socioambientais passíveis de comprovação fática. As variações do *greenwashing* podem incluir também fundos de investimento que se digam socioambientalmente responsáveis, mas que, na prática, direcionem apenas parcela da carteira a ativos com benefícios comprovados. Por vezes, o restante da carteira apresenta prejuízos socioambientais que compensam (ou até superam) os benefícios atrelados aos demais ativos.

Dado o escopo limitado do presente estudo, que busca apenas contribuir para uma discussão inicial sobre a necessidade de se regular o *greenwashing* no Brasil, discutiremos apenas o cenário vivenciado pelo mercado brasileiro, não englobando as experiências e discussões similares já existentes (e, por vezes, até mais avançadas) em outras jurisdições.

---

<sup>3</sup> Conforme dados do Boletim de Fundos de Investimento da Anbima. Disponível em: [Fundos de investimento têm saída líquida de R\\$ 162,9 bilhões em 2022 – ANBIMA](#). Acesso em 06 de janeiro de 2022.

O problema central a ser enfrentado diz respeito à capacidade de práticas de *greenwashing* gerarem falhas de mercado graves o suficiente no Brasil para que algum tipo de interferência regulatória (estatal ou não) se faça necessária.

Para atingir esse objetivo serão utilizados pressupostos teóricos da análise econômica do direito, a fim de investigar quais seriam as possíveis falhas regulatórias geradas pelo *greenwashing* e quais os riscos que uma interferência governamental poderia ter para o desenvolvimento da indústria de investimentos sustentáveis no Brasil.

Do ponto de vista empírico serão coletadas evidências de pesquisas já realizadas junto a investidores brasileiros e prestadores de serviço da indústria de fundos de investimento, a fim de avaliar as principais barreiras encontradas pelos *stakeholders* para desenvolvimento dos fundos ESG e confrontá-las com os pressupostos teóricos analisados para verificar se os dados coletados indicam para a necessidade de algum nível de interferência regulatória.

## **2. AS FALHAS DE MERCADO NA DIVULGAÇÃO DE ASPECTOS ESG E COMO ENFRENTÁ-LAS**

Quando colocada diante dos paradigmas da análise econômica do direito, a mudança de posicionamento dos investidores demonstrada na introdução acima – deixando um objetivo estanque de maximização de retorno financeiro para englobar outras preocupações de ordem moral, como os impactos socioambientais dos investimentos – traz consigo interessantes reflexões.

O modelo teórico utilizado pela análise econômica do direito para compreender a escolha humana é o da *rational choice theory* (teoria da escolha racional), que parte da premissa que indivíduos agindo de forma racional tendem a determinar escalas de preferência sobre bens ou serviços por níveis de satisfação, classificando preferências maiores com números maiores, sendo essa a representação de sua utilidade, ou *função de utilidade*<sup>4</sup>.

Sob a perspectiva econômica, o direito deve atuar como uma instituição promotora do uso eficiente dos recursos conforme o seu custo, ou seja, a partir de uma avaliação de custo-benefício<sup>5</sup>. Ao promover a eficiência, o Direito deveria contribuir para

---

<sup>4</sup> COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito & Economia**. Porto Alegre. Brokman Companhia Editora. 5ª ed., 2010. p. 43.

<sup>5</sup> PORTO, Antônio Maristrello. GAROUPA, Nuno. **Curso de análise econômica do direito**. 2ª edição. Barueri. Atlas, 2022. p. 61.

uma melhora do bem-estar social, buscando sempre o maior somatório das funções de utilidade dos indivíduos dela pertencentes (fórmula do bem-estar social)<sup>6</sup>.

Considerando ser impossível definir o nível de bem-estar ou satisfação de cada indivíduo de forma objetiva, a análise econômica utiliza o dinheiro (ou riqueza) como *proxy* mais adequada para determinar a função de utilidade de cada pessoa<sup>7</sup>.

Entretanto, em determinados momentos outros fatores podem se mostrar intimamente relacionados com a utilidade máxima buscada por determinada pessoa. É sob esse prisma que o comportamento atual de muitas pessoas com relação aos seus investimentos se insere.

A exigência de que os investimentos correspondam também a ganhos em termos de preservação do meio ambiente, redução de desigualdades e incentivo de estruturas mais híidas de governança pode ser interpretada como uma das situações em que a *proxy* de maximização da riqueza pode não refletir de forma completa a função de utilidade desses indivíduos.

É evidente que o investimento pautado por aspectos ESG não se confunde com a filantropia. Muito pelo contrário. Ao incorporarem aspectos ESG em suas decisões de investimento esses investidores não estão necessariamente abandonando o ideal de maximização de seus retornos, mas conjugando essa função de utilidade com outros interesses morais que possuem.

Entretanto, nos parece certo que essas outras motivações podem ser suficientes para que o investidor não tome suas decisões com base apenas no fundo de investimento que ele entende que gerará o maior retorno possível para a sua carteira, mas naquele que o faça aplicando pressupostos claros ESG em seu processo de tomada de decisão.

Essa ulterior “exigência” que o mercado passa a desempenhar sobre os gestores de fundos de investimento acirra ainda mais alguns dos problemas já existentes nesse tipo de relação contratual entre investidores e gestores.

Gestores são profissionais que prestam serviços com elevado grau de confiança por parte dos investidores, a ponto destes últimos concordarem em transferir aos primeiros a responsabilidade pela alocação dos recursos que pouparam ao longo do tempo. A expectativa é que esses profissionais sejam capazes de gerar retornos financeiros superiores aos que os próprios investidores alcançariam caso tomassem suas próprias decisões de investimento.

---

<sup>6</sup> Ibid. pp. 62 e 63.

<sup>7</sup> Ibid. p. 63.

## 2.1. Falhas de mercado: assimetria informacional

Segundo as teorias da análise econômica do direito, esse é o típico caso de uma relação marcada por problemas de assimetria de informação<sup>8</sup>, que elevam (i) os custos de transação para que o contrato de gestão seja executado; ou (ii) mesmo depois de executado, eleva os custos para o seu monitoramento.

Uma das principais facetas das assimetrias de informação nesse ambiente é explicada pelo problema agente-principal. O fato de os gestores (agentes) terem, em regra, um conhecimento sobre investimentos muito superior aos investidores (principais) e o controle direto sobre as decisões que realizam em nome das carteiras por ele geridas torna a fiscalização (monitoramento) por parte do investidor uma tarefa difícil<sup>9</sup>.

Partindo da premissa que as pessoas buscam sempre a maximização de sua riqueza, presume-se que os agentes (neste caso, os gestores de recursos) busquem realizar os seus serviços com o maior retorno e menor custo possível. Esse interesse, naturalmente, não está alinhado com os principais (neste caso, os investidores), que buscam os maiores retornos sobre os seus investimentos independentemente de quanto isso custe para quem está prestando o serviço. Por essa razão, diversas estruturas e instrumentos são utilizados na indústria de fundos de investimento para buscar reduzir esse desalinhamento de interesses, como as taxas de performance pagas pelos investidores aos gestores de fundos, por exemplo.

A teoria do principal-agente é tipo particular de um problema mais abrangente, chamado de *risco moral*, que está presente sempre que em determinada relação contratual a conduta de uma das partes for relevante para a eficiência da relação e, ao mesmo tempo, de difícil fiscalização pela outra parte.

É o que acontece quando critérios ESG fazem parte da estratégia comercial de gestores de recursos na distribuição de seus fundos de investimento. Incorporar análises ESG previamente à seleção de cada ativo para a carteira de um fundo pressupõe o aumento dos custos por parte do gestor, que terá de realizar análises próprias de adicionalidades socioambientais ou contratar terceiros especializados para atestarem, por meio de certificações ou relatórios de segunda opinião, que determinado ativo possui adicionalidades

---

<sup>8</sup> A assimetria informacional ou informação imperfeita sobre os produtos é aquela que pode fazer com que consumidores ou produtores não escolham produtos que melhor satisfaçam suas necessidades. Para que essa falha de mercado exista é preciso que a informação exista no momento da conclusão do contrato, mas o custo para sua obtenção seja alto o suficiente para impedir a solução mais eficiente para o negócio em questão. (SEIDENFELD, Mark. **Microeconomic predicates to law and economics**. Anderson Publishing Company (OH), 1996. p. 66)

<sup>9</sup> PORTO, Antônio Maristrello. GAROUPA, Nuno. op cit. p. 81.

verificáveis no mundo real. Entretanto, considerando o momento incipiente que os investimentos ESG se encontram no Brasil, ainda existem diversas divergências quanto às metodologias e confiabilidade dessas análises.

Tomemos como exemplo o investimento em um projeto de infraestrutura para construção de uma usina hidrelétrica. A usina usará a força da água para gerar energia, de forma que é considerada, em uma primeira análise, uma fonte mais limpa de energia do que usinas termelétricas, por exemplo. Nessa comparação, a troca de fontes de energia termelétricas por hidrelétricas terá um ganho (adicionalidade) ambiental que pode ser verificável no mundo real.

Entretanto, digamos que para a construção dessa mesma usina hidrelétrica será necessário o alagamento de uma área relevante com vegetação nativa que abriga espécies de animais em extinção ou, ainda, a desapropriação de populações ribeirinhas que vivem naquela região. Do ponto de vista ambiental e social, portanto, essa usina poderá ter outros efeitos deletérios que precisam ser considerados quando suas adicionalidades forem calculadas. A metodologia que cada prestador de serviço utilizará para emitir uma certificação ou relatório de segunda opinião sobre aquele ativo, portanto, será preponderante para definir se ele pode ou não ser considerado socioambientalmente responsável dentro da carteira de determinado fundo de investimento.

Nesse simples exemplo é possível perceber a dificuldade que um investidor teria para fiscalizar a higidez da análise conduzida pelo gestor no caso concreto. Considerando o pressuposto de maximização pessoal de sua riqueza, a tendência para os gestores é que utilizem o mínimo de recursos possível para esse tipo de diligência sobre os ativos, atestando como socioambientalmente responsáveis empresas ou títulos que não tenham seus benefícios verificados ou que tenham passado por análises de prestadores de serviço com metodologias duvidosas para apuração das adicionalidades socioambientais.

O incentivo gerado por essa modalidade de risco moral pode acarretar, ainda, em outro problema enfrentado pela literatura econômica: o da *seleção adversa*.

Quando as práticas ESG começaram a ser implementadas ao redor do mundo é possível que muitos prestadores de serviço tenham de fato se empenhado e aplicado recursos relevantes na criação de um processo de análise e decisão de investimento que efetivamente alcançasse resultados verificáveis em termos de adicionalidades socioambientais para as carteiras.

Entretanto, outros prestadores de serviço que resolveram investir o menor volume de recursos possível nesse tipo de diligência podem ter igualmente divulgado em seus materiais publicitários a adoção de procedimentos ESG em suas decisões – praticando o que estamos chamando aqui de *greenwashing* – e alcançado um retorno financeiro com o aumento do número de cliente similar àqueles que mais investiram nessas diligências. Ao verificarem que seus concorrentes aumentavam suas margens com um menor custo associado, gestores mais diligentes teriam, a longo prazo, menores incentivos para seguir aplicando filtros rígidos e custosos em suas análises ESG.

Nesse cenário, a indústria formaria uma típica situação de seleção adversa que privilegiaria gestores dispostos a gastar menos com as diligências ESG de seus ativos.

Problemas de assimetria de informação como os do principal-agente, risco moral e seleção adversa são facetas do que a teoria econômica chama de “falhas de mercado”, comumente associadas a uma justificativa para intervenção estatal<sup>10</sup>. Em cada um dos exemplos das chamadas falhas de mercado (assimetria de informação, externalidades, monopólio natural e bens públicos) os indivíduos atuando segundo seus próprios interesses podem deixar de realizar soluções que sejam mais benéficas para o conjunto social em que estão inseridos. O descasamento entre esses interesses privados e gerais pode afetar o ideal de bem-estar social almejado, gerando soluções que não sejam eficientes<sup>11</sup>.

É justamente na intenção de gerar regras de conduta, vedações ou impor custos de observância demasiadamente elevados para comportamentos não cooperativos que a interferência estatal pode se mostrar benéfica, corrigindo as falhas de mercado e trazendo determinado sistema mais próximo ao ideal de eficiência buscado.

Esse é o racional que sustenta boa parte das interferências regulatórias sobre os participantes do mercado de capitais, exigindo regras de transparência, criando vedações para conflitos de interesses e buscando a proteção do investidor por meio da redução de assimetrias informacionais com os prestadores de serviço por eles contratados.

A assimetria de informações sempre colocará os gestores de recursos em posição mais privilegiada do que os investidores sobre os reais impactos dos investimentos.

---

<sup>10</sup> PINHEIRO, Armando Castelar. SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005 – 2ª reimpressão. p. 258.

<sup>11</sup> Para fins do presente artigo não entraremos nos meandros dos critérios de eficiência utilizados pela análise econômica do direito, partindo da premissa apenas de que todos buscam, de alguma forma, referências para o equilíbrio geral, alcançados em momentos teóricos de um mercado perfeitamente competitivo. (Ver COOTER, Robert; ULEN, Thomas. op. cit. p. 60.)



A ausência de regras e a permissibilidade para que gestores divulguem de forma atécnica a utilização de aspectos ESG podem afastar prestadores de serviço que de fato queiram ter metodologias rígidas para a avaliação e mitigação desse tipo de risco. Se os investidores não conseguem confirmar quem de fato implementa práticas ESG robustas, a tendência a longo prazo será que apenas gestores que utilizam recursos mínimos na aplicação de aspectos ESG permaneçam, ou que os gestores que tentaram implementar técnicas mais apuradas de avaliação de aspectos ESG em seus investimentos reduzam os investimentos nessa área tendo em vista a ausência de benefícios verificáveis.

A longo prazo, escândalos reiterados ou a configuração de riscos ESG em investimentos ditos sustentáveis podem desenvolver nos investidores desconfiança com relação à qualidade da aplicação, pelos gestores de fundos de investimento, de diligências ESG sobre os investimentos, freando o desenvolvimento ou até estigmatizando de forma negativa esse mercado.

Entretanto, a teoria nos apresenta outros caminhos em que o próprio mercado pode mitigar os efeitos da exploração da assimetria informacional sem a necessidade de uma intervenção regulatória direta. É o caso, por exemplo, do que Williamson (1985) chama de “ordenamento privado” – regras infralegais ou informais que incentivam a correta execução dos contratos<sup>12</sup> – como são as hipóteses de busca pela preservação da reputação ou confiança perante clientes.

Nesse sentido, antes de avaliar se alguma intervenção regulatória se faz necessária (ou não) é preciso verificar se as assimetrias de informação estão sendo exploradas pelas partes privilegiadas da relação e causando problemas na formação eficiente dos contratos entre investidores e gestores. Partindo de um cenário ideal, o objetivo esperado é que os gestores de fato se empenhem no sentido de cumprir as facetas ESG de seus mandatos e efetivamente praticar aquilo que é divulgado no material publicitário dos fundos de investimento, garantindo a confiança dos investidores para aplicar recursos nesse tipo de produto e gerar um direcionamento crescente de recursos para investimentos que comprovadamente apresentem adicionalidades socioambientais.

## 2.2. Falhas de governo

Sem prejuízo das já complexas questões colocadas acima acerca das falhas regulatórias e da assimetria de informação, ainda que se entenda que existe um cenário não

---

<sup>12</sup> WILLIAMSON, Oliver. The economic institutions of capitalism. Free Press, 1985. pp. 203-204.

eficiente de alocação de recursos na relação entre investidores e gestores de fundos de investimento ESG, essa constatação não conduziria, necessariamente, à conclusão de que a intervenção governamental é necessária<sup>13</sup>.

Isso porque algumas formas de intervenção regulatória, na intenção de corrigir distorções causadas pelas falhas de mercado, podem acabar gerando outras formas de alocação ineficiente de recursos (as chamadas falhas de governo)<sup>14</sup>.

Em uma hipótese em que comprovadamente existam falhas de mercado e falhas de governo, as duas opções disponíveis (regular e não regular) acabarão gerando resultados imperfeitos. Cabe então aos formuladores de políticas públicas encontrar a melhor alternativa dentre as possíveis para endereçar o problema apresentado (teoria do *second best*<sup>15</sup>). Muitas vezes a melhor alternativa será a de não interferir no mercado, deixando que ele se adapte espontaneamente até encontrar um equilíbrio que melhor o aproxime de um cenário de eficiência.

A principal discussão a respeito da regulação do *greenwashing* é justamente buscar antecipar quais seriam os efeitos de uma regulação estatal sobre os prestadores de serviço de fundos de investimento, e como essa tentativa de redução da assimetria informacional dos investidores poderia impactar nos custos de transação desse tipo de operação.

A ausência de metodologias e taxonomias claras para definir o que é um ativo ESG é apenas uma demonstração de como intervir nesse mercado pode ser uma tarefa difícil para os reguladores de mercado de capitais. Voltando ao exemplo das usinas hidrelétricas, como definir de forma geral e abrangente se projetos dessa natureza apresentam ou não adicionalidades socioambientais? Ainda, dentro de um contexto geral de uma carteira de fundo de investimento, como calcular e dar transparência a eventuais compensações que ativos com adicionalidades socioambientais geram sobre outros ativos da mesma carteira que sejam prejudiciais ao meio ambiente ou à sociedade em geral?

Considerando ser desejável que a indústria de fundos de investimento se preocupe com o impacto socioambiental de seus investimentos, é preciso encontrar o velho equilíbrio entre os mandatos da CVM para proteção dos investidores e desenvolvimento do mercado. Por um lado, é preciso garantir que os investidores confiem minimamente que gestores não

---

<sup>13</sup> CARDEN, Art; HORWITZ, Steven. **Is market failure a sufficient condition for government intervention.** Library of Economics and Liberty. V. 1, 2013.

<sup>14</sup> PORTO, Antônio Maristrello. GAROUPA, Nuno. op. cit. p. 84.

<sup>15</sup> LIPSEY, R.G.; LANCASTER, Kelvin. **The General Theory of Second Best.** The Review of Economic Studies, v. 24, n.1, 1956. pp. 11-32.

abusarão de sua posição privilegiada em termos informacionais, impedindo que os custos de monitoramento por parte dos investidores os desincentivem da aplicação nesse tipo de produto. Por outro lado, é preciso tomar cuidado para que a tentativa de resolução de eventuais falhas regulatórias não crie ônus demasiados para gestores de recursos que, eventualmente, aumentem de tal forma o custo para a estruturação desses produtos que façam com que os participantes de mercado se sintam desestimulados a realizar investimentos com propósitos ESG.

Naturalmente, o presente artigo não tem a pretensão de esgotar ou apresentar hipóteses sobre a forma de intervenção desejada ou mais eficiente dos reguladores de mercado de capitais sobre a prática do *greenwashing*. A pretensão é mais humilde e busca endereçar o primeiro nível de problemas apresentado neste capítulo, qual seja a incidência das assimetrias de informação e seus possíveis efeitos para gerar uma situação ineficiente de alocação de recursos de investidores em fundos de investimento com viés ESG.

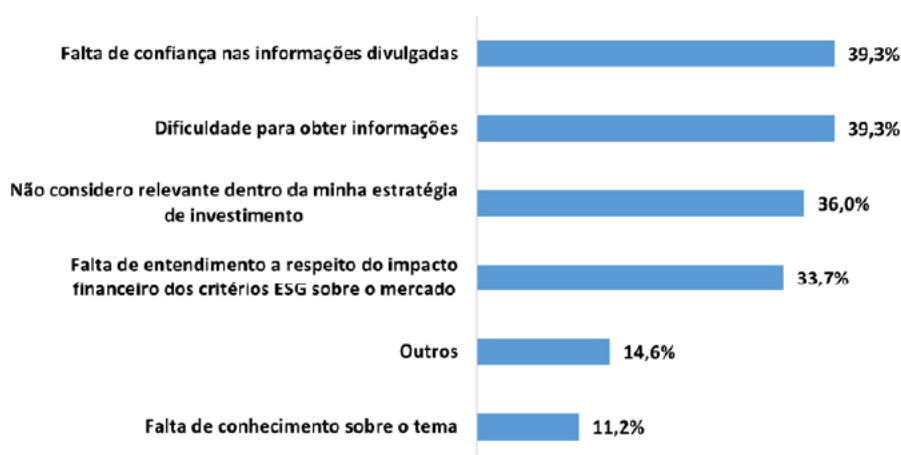
### **3. INDICADORES DA INDÚSTRIA SOBRE O CENÁRIO ATUAL**

Em maio de 2022, a área de Assessoria de Análise Econômica e Gestão de Riscos da CVM publicou um estudo intitulado “A Agenda ASG e o mercado de capitais: uma análise das iniciativas em andamento, desafios e oportunidades para futuras reflexões da CVM”. Uma das fases do estudo passou por uma pesquisa realizada com 263 (duzentos e sessenta e três) investidores do mercado de capitais brasileiro.

Do universo de investidores entrevistados, 93,9% afirmaram que tinham algum conhecimento ou que já tinham ouvido falar sobre os critérios ESG. Desses, 40,90% afirmaram ter nível de conhecimento alto sobre o tema, 46,60% afirmaram ter nível de conhecimento médio e 12,60% nível baixo.

Sobre considerarem ou não os critérios ESG na escolha dos seus investimentos, 64% afirmaram que sim e 36% afirmaram que não. A CVM questionou então os motivos que levaram os investidores que responderam negativamente a não considerarem aspectos ESG em seus investimentos:

**Gráfico 9 – Motivos para não considerar os critérios ESG na escolha dos investimentos**



Fonte: CVM

Como é possível perceber, os dois principais motivos para a não consideração de aspectos ESG nos investimentos foram “falta de confiança nas informações divulgadas” (39,3%) e “dificuldade para obter informações” (39,3%). Essas motivações são elementos indicadores da presença de alguns dos problemas mencionados no Capítulo 2 acima e que geram as chamadas falhas regulatórias segundo os pressupostos da análise econômica do direito, como a assimetria informacional e, mais especificamente, o risco moral.

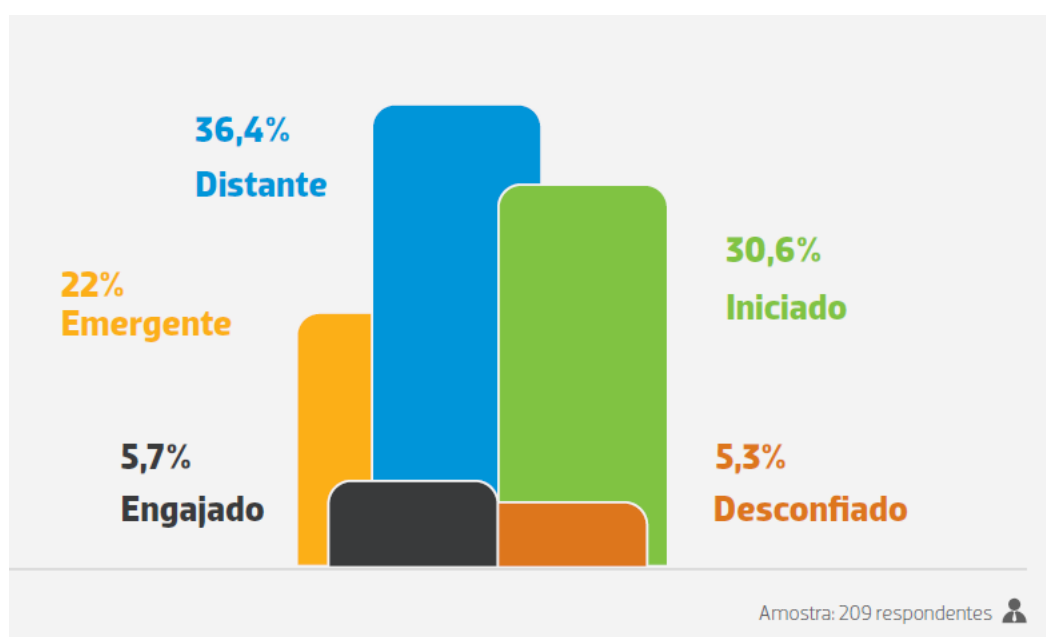
A dificuldade para obtenção de informações sobre os fatores ESG decorre diretamente da assimetria de informações que os emissores de valores mobiliários possuem sobre os investidores, muitas vezes não divulgando detalhamentos sobre a aplicação dos critérios ESG em seus negócios ou decisões de investimento. Como reflexo dessa ausência de transparência está a primeira motivação indicada no gráfico acima: a falta de confiança nas informações divulgadas.

Os próprios investidores percebem que os gestores de valores mobiliários são as pessoas dentro dessa relação comercial cuja conduta é preponderante para que o discurso de aplicação de aspectos ESG seja implementado na prática. Como a fiscalização dessa implementação é difícil para os investidores, os custos de monitoramento (parte integrante dos custos de transação) tornam-se elevados e as soluções de tais relações contratuais tornam-se ineficientes. Investidores que provavelmente teriam sua utilidade aumentada caso investissem em fundos ESG e gestores que também estariam em posição mais benéfica caso recebessem esses investimentos podem estar deixando de chegar à solução cooperativa em questão pelos altos custos de transação envolvidos.

Na outra ponta da relação, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) divulgou, em janeiro de 2022, uma pesquisa com participantes da indústria brasileira denominado “Retrato da Sustentabilidade no Mercado de Capitais”.

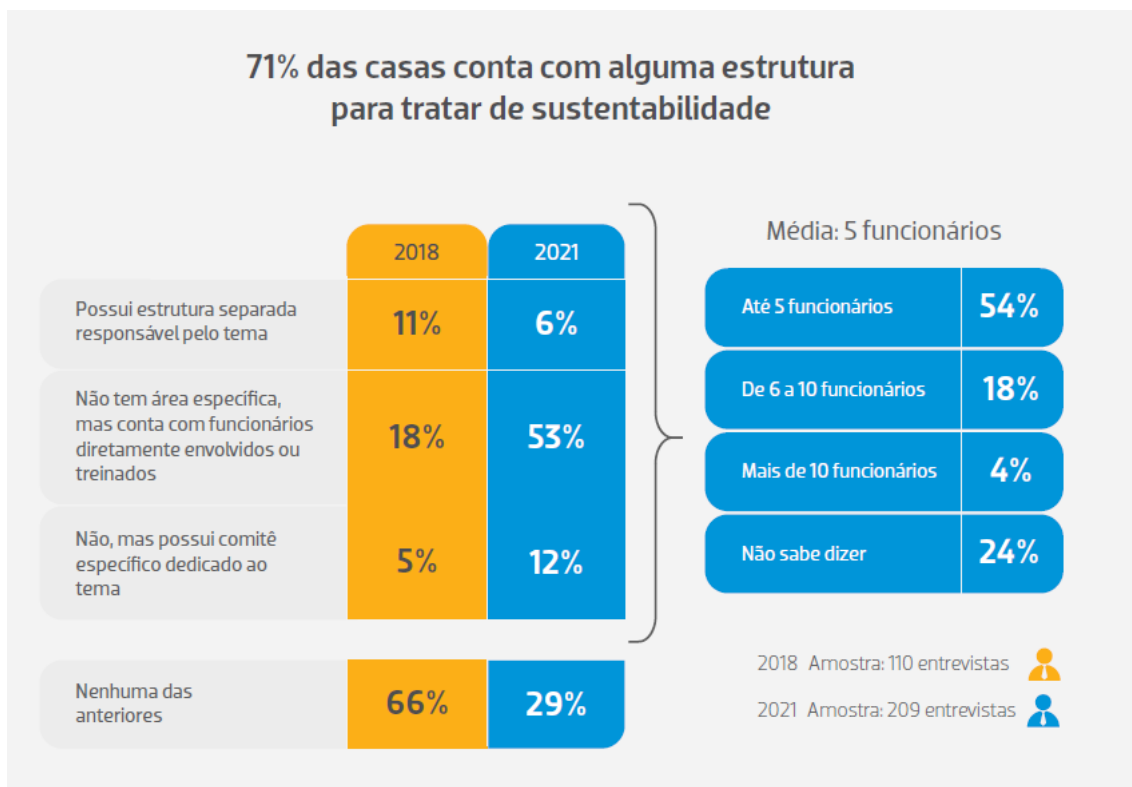
Em um recorte da pesquisa realizado apenas com os gestores de valores mobiliários, a Anbima classificou as instituições em diferentes perfis, conforme sua percepção sobre aspectos de sustentabilidade. Os perfis transitavam entre (i) “distante”, como aqueles que têm a ideia de que sustentabilidade está relacionada apenas a aspectos ambientais; (ii) “iniciado”, que também relacionam sustentabilidade com aspectos ambientais, mas com ações concretas; (iii) “emergente”, que consideram sustentabilidade como compromisso mais amplo, englobando áreas ambiental, social e de governança; e (iv) “engajado”, em que a sustentabilidade faz parte da instituição, como compromisso importante e também rentável.

O resultado da pesquisa da Anbima é de que a maioria das gestoras brasileiras ainda carece da adoção mais abrangente de aspectos ESG, com 36,4% classificadas como de perfil “distante”:



Fonte: Anbima

Apesar desse perfil orientado para uma abordagem mais cética com relação aos efeitos dos fatores ESG, 71% das instituições afirmaram ter algum tipo de estrutura para tratar de assuntos de sustentabilidade, um crescimento expressivo frente aos 34% apurados em pesquisa semelhante conduzida pela Anbima no ano de 2018:



Fonte: Anbima

Apesar de os dados acima indicados não transmitirem de forma categórica um diagnóstico empírico sobre o descasamento entre discurso e prática por parte das gestoras brasileiras, é possível perceber indícios de que mesmo instituições que apresentam perfil cético ou conhecimento incipiente sobre fatores ESG veem a necessidade de dedicar áreas ou perfis específicos para o tratamento do tema.

#### 4. CONCLUSÃO

Ao longo do presente estudo se buscou mapear, a partir de pressupostos teóricos de análise econômica do direito, se o cenário atual de divulgação de aspectos ESG em fundos de investimento tem gerado ineficiências no desenvolvimento desse setor no Brasil. Em especial, buscou-se apurar se existem indícios de falhas regulatórias, em especial sob o viés de assimetria informacional, que podem gerar – como se verifica no contexto fático atual – soluções não cooperativas nas decisões de investidores brasileiros de subscrever ou não cotas de fundos de investimento que divulguem, como parte de sua estratégia de marketing, a adoção de aspectos ESG em seus investimentos.

As pesquisas empíricas realizadas até o momento com investidores e gestores de recursos demonstram (i) de um lado, que investidores que têm deixado de considerar aspectos ESG em seus investimentos o fazem, na maioria das vezes, por não terem acesso ou não confiarem nas informações sobre aspectos ESG transmitidas pelos emissores de valores mobiliários, incluindo os fundos de investimento; e (ii) de outro lado, que mesmo gestores de recursos que ainda possuem um perfil cético ou incipiente com relação à adoção de aspectos ESG em seu processo de investimento destinam equipes para o tratamento do assunto.

Naturalmente, os indícios acima apurados não indicam que existe uma prática disseminada e problemática de *greenwashing* em fundos de investimento brasileiros. Demonstram, entretanto, que ao menos parcela dos investidores estão deixando de investir em fundos com perfil ESG em razão do risco dessa prática acontecer, o que pode ser considerado justificado na medida em que muitas gestoras ainda não desenvolveram culturas profundas de ESG mas possivelmente já utilizam esses fatores como parte de sua divulgação comercial.

Diante desse contexto, depreende-se que a divulgação de aspectos ESG reforça falhas regulatórias, em especial de assimetria informacional, que podem estar freando o desenvolvimento da indústria ESG no Brasil.

A questão remanescente – a qual o presente estudo não tem a pretensão de endereçar – é como corrigir essas falhas regulatórias para tornar soluções hoje não cooperativas em soluções mais eficientes. Seria o próprio mercado o principal legitimado para buscar resolver de forma autônoma as questões de seleção adversa que podem estar sendo causadas por práticas de *greenwashing* no Brasil? Ou algum grau de intervenção regulatória governamental seria mais interessante e com maior potencial para alcançar níveis de eficiência mais elevados?

No Brasil já foram inauguradas duas iniciativas na direção de correção dessas falhas regulatórias geradas pelo risco de *greenwashing*: uma de natureza autorreguladora e outra oriunda da própria regulação da CVM.

Desde janeiro de 2022, o Código de Administração de Recursos de Terceiros da Anbima (Código de ART) já prevê que as instituições que façam a administração de fundos de investimento 100% sustentáveis devem identificá-los com o sufixo “Investimento Sustentável”. Para tanto, as Regras e Procedimentos para Identificação de Fundos de Investimento Sustentável preveem uma série de requisitos de governança, transparência e responsabilidade para os gestores e para o próprio fundo em si. Alternativamente, fundos que não tenham por objetivo atender políticas 100% ESG mas que integrem questões ESG para o

atendimento de objetivos diversos poderão divulgar essa integração em seus materiais de divulgação, desde que cumpram também outros requisitos de governança naturalmente menos rígidos.

Mais recentemente, em dezembro de 2022, a CVM editou a Resolução CVM nº 175, aprovando o novo arcabouço regulatório dos fundos de investimento. A utilização de expressões relacionadas à sustentabilidade e ESG na denominação social dos fundos também mereceu tratamento expresso, exigindo a divulgação de benefícios, metodologias e outras informações para que os investidores não sejam induzidos a erro.

Esses avanços, entretanto, ainda estão produzindo seus primeiros efeitos, de forma que os próximos meses devem apontar ainda os primeiros resultados da estratégia adotada como forma de reduzir as ineficiências e auxiliar no desenvolvimento dos fundos ESG no Brasil.

## 5. **REFERÊNCIAS**

BRASIL. **Dispõe sobre as Sociedades por Ações.** Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Publicada no Diário Oficial da União em 17 de dezembro de 1976. Disponível em: [L6404consol \(planalto.gov.br\)](http://www.planalto.gov.br/l6404consol). Acesso em 25 de julho de 2022.

CARDEN, Art; HORWITZ, Steven. **Is market failure a sufficient condition for government intervention.** Library of Economics and Liberty. V. 1, 2013.

COASE, Ronald H. **The problem of social cost.** The Journal of Law and Economics, v. III, 1960.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito & Economia.** Porto Alegre. Brokman Companhia Editora. 5ª ed., 2010.

LA PORTA, Rafael. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. **Corporate Ownership around the World.** The Journal of Finance, Vol. 54, No. 2, 1999.

LIPSEY, R.G.; LANCASTER, Kelvin. **The General Theory of Second Best.** The Review of Economic Studies, v. 24, n.1, 1956.



PINHEIRO, Armando Castelar. SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier – 2ª reimpressão, 2005.

PORTO, Antônio Maristrello. GAROUPA, Nuno. **Curso de análise econômica do direito**. 2ª edição. Brueri. Atlas, 2022.

POSNER, Richard. **Economic Analysis of Law**. Aspen Publishers. 9ª Edição. Wolters Kluwer Law & Business, 2014.

SEIDENFELD, Mark. **Microeconomic predicates to law and economics**. Anderson Publishing Company (OH), 1996.

UNITED NATIONS. SWISS FEDERAL DEPARTMENT OF FOREIGN AFFAIRS. **Who Cares Wins: Connecting Financial Markets to a Changing World**. 2004. Disponível em [https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics\\_ext\\_content/ifc\\_external\\_corporate\\_site/sustainability-at-ifc/publications/publications\\_report\\_whocareswins\\_wci\\_1319579355342](https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/topics_ext_content/ifc_external_corporate_site/sustainability-at-ifc/publications/publications_report_whocareswins_wci_1319579355342). Acesso em 06 de janeiro de 2023.)

WILLIAMSON, Oliver. **The economic institutions of capitalism**. Free Press, 1985.