

Revista de
**Direito Econômico e
Socioambiental**

ISSN 2179-8214

Licenciado sob uma Licença Creative Commons



REVISTA DE DIREITO ECONÔMICO E SOCIOAMBIENTAL

vol. 14 | n. 2 | maio/agosto 2023 | ISSN 2179-8214

Periodicidade quadrimestral | www.pucpr.br/direitoeconomico

Curitiba | Programa de Pós-Graduação em Direito da PUCPR



Critérios ASG e democracia econômica: dever fiduciário de administradores e gestores de fundos de investimento para o desenvolvimento sustentável

ESG criteria and economic democracy: fiduciary duty of administrators and managers of investment funds for sustainable development

Daniel Jacomelli Hudler*

Universidade Nove de Julho (São Paulo – SP, Brasil)

djhudler@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0002-1171-4063>

Marcelo Benacchio**

Universidade Nove de Julho (São Paulo – SP, Brasil)

Faculdade de Direito de São Bernardo do Campo (São Bernardo do Campo – SP, Brasil)

benamarcelo@gmail.com

<https://orcid.org/0000-0003-1348-1352>

Como citar este artigo/*How to cite this article*: HUDLER, Daniel Jacomelli; BENACCHIO, Marcelo. Critérios ASG e democracia econômica: dever fiduciário de administradores e gestores de fundos de investimento para o desenvolvimento sustentável. **Revista de Direito Econômico e Socioambiental**, Curitiba, v. 14, n. 2, e244, maio/ago. 2023. doi: 10.7213/revdireconsoc.v14i2.29305

* Doutorando em Direito Empresarial e Mestre em Direito pela Universidade Nove de Julho – UNINOVE (São Paulo – SP, Brasil), ex-bolsista de pesquisa PROSUP/CAPES na área de concentração "Justiça, Empresa e Sustentabilidade". Especialista em Direito Processual Civil e Bacharel em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (MACKENZIE-SP). Ex-Editor assistente das revistas científicas Prisma Jurídico e Thesis Juris. Advogado em São Paulo. Experiência internacional pela Universidade da Coruña (UDC - Espanha) em Globalización & Empresa: una visión Europea e Università degli Studi di Roma "Tor Vergata". Membro Efetivo das Comissões de Infraestrutura/Desenvolvimento e Doutrina da OAB/SP.

** Professor permanente do Doutorado e Mestrado em Direito da Universidade Nove de Julho – UNINOVE (São Paulo – SP, Brasil). Professor Titular de Direito Civil da Faculdade de Direito de São Bernardo do Campo (São Bernardo do Campo – SP, Brasil). Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Mestre em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Graduado em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Professor Convidado da Pós Graduação lato sensu da PUC/COGEAE e da Escola Paulista da Magistratura.

Recebido: 01/05/2022

Aprovado: 21/12/2023

Received: 05/01/2022

Approved: 12/21/2023

Resumo

Em face do aumento significativo de investidores pessoas físicas e da multiplicação de produtos e serviços sustentáveis, sob a sigla ESG (ou ASG) em bolsa de valores brasileira, justifica-se estudo sobre regulação jurídica do mercado de fundos de investimentos, que engloba tanto prestadores de serviço (gestores e administradores), quanto consumidores (pessoas físicas). Objetiva-se compreensão sobre relação entre Democracia e Mercado Financeiro, no âmbito da sociedade hipercomplexa e da economia de mercado global, analisando-se especificamente: (i) – funcionamento do mercado financeiro a partir de teorias de *Democracia Econômica*, que refletem poder decisório na organização da atividade empresarial; (ii) – a responsabilidade jurídica do administrador e gestor de fundos de investimento na incorporação de critérios ASG, a partir do dever fiduciário. Emprega-se o *método indutivo com auxílio de pesquisa bibliográfica*. Conclui-se que: 1 – os critérios ASG, representativos da cooperação entre Estado-Empresa para consecução dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS), não contribuem de forma direta para a democratização do mercado financeiro, mas sim indireta, a partir da introdução de procedimentos de cooperação que promovem a transparência e diálogo, a exemplo do *disclosure*, que abordam publicamente questões ambientais, sociais e de governança, temas essenciais à democracia nos moldes atuais; 2 – responsabilidade jurídica sobre a incorporação de critérios ASG e a escolha de ativos não deve estar adstrita ao critério risco-retorno, pois há novo universo normativo incidente sobre a atuação dos gestores/administradores de fundos de investimento, inclusive por meio de normas transnacionais, as quais englobam uma nova ética direcionada aos ODS, complementar aos deveres fiduciários tradicionais.

Palabras-clave: ASG; desenvolvimento sustentável; fundos de investimento; democracia econômica; direitos humanos e empresas.

Abstract

Given the significant increase of individual investors and the multiplication of sustainable products and services, under the acronym ESG, a study is justified on the legal regulation of the investment funds market, which encompasses both service providers (managers and administrators) and consumers (individuals). The aim is to understand the relationship between democracy and the financial market, in the context of a hyper-complex society and the global market economy, analyzing specifically: (i) - the functioning of the financial market from the theories of Economic Democracy, which reflect decision-making process in business activity; (ii) - the liability of the administrator and manager of investment funds in the incorporation of ESG criteria and the fiduciary duty. The inductive method is employed with

the aid of bibliographical research. It is concluded that: 1 - the ASG criteria, representative of the cooperation between State-Company to achieve the Sustainable Development Goals (SDGs), do not contribute directly to the democratization of the financial market, but indirectly, since there is an introduction of cooperation procedures that promote transparency and dialogue, such as disclosure, which publicly address environmental, social and governance issues, essential themes for democracy in the current molds; 2 - legal responsibility on the incorporation of ESG criteria and the choice of assets should not be limited to the risk-return criterion, since there is a new regulatory universe that applies to the actions of investment fund managers/administrators, such as transnational standards, which include a new ethics aimed at SDGs, which are complementary to traditional fiduciary duties.

Keywords: *ESG; sustainable development; investment funds; economic democracy; human rights and business.*

Sumário

1. Introdução. **2.** Sociedade hipercomplexa e mercado financeiro: regulação das relações transnacionais na economia de mercado global. **3.** Liberdade econômica e democracia: limite jusfilosófico ao mercado financeiro. **4.** A responsabilidade jurídica do administrador e gestor de fundos de investimento sustentáveis na incorporação de critérios ASG. **4.1.** Terminologia para o ASG e limites metodológicas ao estudo de investimentos sustentáveis. **4.2.** Dever fiduciário do administrador e do gestor de fundos de investimento sustentáveis. **5.** Considerações finais. Referências.

1. Introdução

No século XXI, há uma intensificação das relações econômicas geradas no bojo da *sociedade hipercomplexa*. Graças à emergência de novas tecnologias de comunicação, há um número cada vez maior de pessoas com acesso facilitado ao mercado por meio de interfaces digitais.

Na Bolsa de Valores brasileira, por exemplo, para além dos investidores institucionais já conhecidos, chegou-se à incrível marca de 4.2 milhões de investidores pessoas físicas, as quais concentram cerca de R\$ 501 bilhões – muitas ingressaram a partir de 2019, em razão da publicidade e facilidade de acesso por meio de contas digitais abertas em corretoras (Larghi, 2022).

Pari passu, há outro fenômeno em curso desde a década de 1970, que é a tentativa de internalização de práticas relacionadas à *sustentabilidade* na atividade empresarial. Nos últimos anos, a temática foi aperfeiçoada de tal

forma que abarca não apenas questões ambientais, mas também sociais e de governança. Para além da *Responsabilidade Social da Empresa (RSE)* e de sua evolução relacionada aos *Direitos Humanos e Empresas*, crítica ao desenvolvimento sustentável¹, verifica-se a responsabilidade social de investimentos financeiros. Neste sentido, cresce a oferta de serviços sob a sigla *ESG* (ou, em português, *ASG*), também no âmbito da bolsa de valores brasileira, integrada por *índices de sustentabilidade* (como ISE B3, ICO2 B3) e outros produtos (Títulos Temáticos ESG, CBIO) – reflexo, inclusive, de um novo perfil geracional² de investidor com poder aquisitivo e de interlocução midiática, mais atento aos impactos causados pelos seus investimentos (Hill, 2020).

No âmbito do mercado financeiro, tornou-se comum tanto o emprego dos termos “investimentos sustentáveis”, “critérios ASG”, quanto de uma suposta áurea de possível “democratização” dos produtos e serviços financeiros digitais, inclusive com a tentativa de universalização de produtos que não exigem aportes financeiros vultosos e que podem ser realizados com periodicidade variada. Diante do histórico baixo retorno da poupança e de notícias cada vez mais alarmantes sobre a previdência, muitas pessoas tentam adentrar no mundo dos investimentos por meio dessa nova porta – independente da consciência real sobre os riscos e possíveis perdas.

Desta forma, *justifica-se* este estudo sobre a regulação jurídica do mercado de investimentos, que engloba tanto prestadores – em especial, gestores e administradores de fundos de investimento sustentáveis – quanto consumidores de serviços financeiros, com vistas à orientação de condutas, à adequada proteção aos investidores pessoa física, bem como a manutenção de um fluxo de investimentos saudável ao desenvolvimento sustentável brasileiro, que deve estar em sintonia com o contexto de economia global e de acordo com as orientações relacionadas a *Direitos Humanos e Empresas*.

No mais, vale lembrar que não há uma dissociação absoluta entre a esfera política e esfera econômica, uma vez que as relações podem influenciar as relações políticas reciprocamente, de modo que faz sentido conjecturar sobre a possibilidade de se trazer a noção de processo democrático também no contexto das relações econômicas.

¹ Como visto, por exemplo, na vasta literatura de Serge Latouche, relatada por BENACCHIO; HUDLER, 2021, p. 12-31.

² Aqui, vale mencionar como exemplo um maior poder aquisitivo por parte da geração chamada de “millennials”, nascidos entre 1980 e final do século XX, conforme pontua John Hill (2020).

Nesta linha de pensamento, o presente estudo tem por *objetivo geral* uma compreensão sobre as relações entre Democracia e Mercado Financeiro, a partir do feixe dos critérios ASG. Como *objetivos específicos*, fixam-se os seguintes: 1 – realizar análise dos investimentos sustentáveis a partir de reflexões sobre a possibilidade de *democratização* dos meios de produção e do poder decisório na organização da atividade empresarial; 2 – verificar a responsabilidade jurídica do administrador e gestor de fundos de investimento na incorporação de critérios ASG; 3 – definição da terminologia e limites do ASG, sua aplicação no contexto brasileiro, sobretudo em relação aos novos Fundos de *investimentos sustentáveis*, de modo a também traçar rudimentos para a responsabilidade dos administradores e gestores sobre a incorporação desses critérios, a partir do dever fiduciário.

Para análise, emprega-se o *método indutivo com auxílio de pesquisa bibliográfica e análise qualitativa* de dados e informações prestadas em relatórios de organizações internacionais e nacionais relacionadas ao mercado financeiro, sem prejuízo da análise de literatura especializada sobre o tema ASG. Importante destacar que apesar do enfoque nacional, haverá menção a normas transnacionais, não emanadas pelo Estado, mas que influenciam a regulação jurídica do mercado ou a sua autorregulação, a partir da incorporação pelos agentes de mercado de forma voluntária ou obrigatória, de acordo com cada contexto.

2. Sociedade hipercomplexa e mercado financeiro: regulação das relações transnacionais na economia de mercado global

A *sociedade hipercomplexa* pode ter diversos significados. Para melhor delimitação do estudo, entende-se adequado pontuar ao menos três características das relações nessa sociedade, no contexto da economia de mercado global: 1º – sobre o aspecto político, há uma *governança global sem governo global*; 2º – sob enfoque filosófico, há uma *insatisfação individual generalizada* que estimula relações conflitivas em diversos níveis; 3º – no que toca à organização econômica, há *desnívelamento do poder econômico-financeiro entre pessoas* que, embora seja inerente e esperado em um sistema de produção capitalista, no contexto da economia global torna-se exacerbado, potencializando desigualdades não apenas entre Estados, mas sobretudo entre pessoas. Vejamos:

Primeiro, na atualidade, a humanidade vive em uma *governança global sem governo global*. Há uma tentativa de regulação da vida política e econômica por meio de diversas instâncias políticas de governança (nacional, regional e local), que dialogam entre si, sem que haja necessariamente uma unidade política entre elas, ainda que se almeje um modelo democrático cosmopolita de cunho global (Held, 1995).

Trata-se de uma consequência da própria fixação do pensamento moderno na unidade jurídico-política instaurada pelo modelo do Estado-nação. Isto é, a organização dessa sociedade é baseada no modelo do Estado-nação que, apesar de não se limitar as relações travadas em âmbito nacional, é o ponto de referência para compreensão das complexas relações transnacionais no contexto da globalização e hipermodernidade.

Segundo, filosoficamente, o ser humano vive em uma *sociedade da insatisfação*. Isto é, contém o paradoxo da busca individual de uma felicidade ou realização pessoal do “ser”, que é locupletada pela lógica desenfreada do “ter”, ou seja, o indivíduo é compelido a agir hedonisticamente na relação produção-consumo da sociedade, para satisfazer interesses pessoais intangíveis (Lipovetsky, 2007) – ou, ainda, uma sociedade inundada por estímulos excessivos e mensagens contraditórias de positividade não se concretizam e resultam em um cenário patológico (e.g: depressão, déficit de atenção, hiperatividade, apatia, tédio) (Han, 2015).

Terceiro, sob aspecto econômico, há um *grande desnivelamento do poder econômico-financeiro entre pessoas* (UNDESA, 2020), que é aprofundada pelas assimetrias tecnológicas, políticas, comerciais entre Estados, reforçadas por uma mútua dependência entre os atores econômicos na relação centro-periferia³. Estados e empresas, diante dessas assimetrias, dependem cada vez mais de investimentos financeiros pela comunidade internacional para promoção do desenvolvimento social e econômico dos países em desenvolvimento.

Neste passo, *qual seria a relação entre essa sociedade hipercomplexa, que visa promover o desenvolvimento sustentável em um contexto democrático, e o mercado financeiro?*

Dos aspectos mais elementares aos mais complexos, muitas empresas dependem de crédito antecipadamente, por exemplo, para pagar mão de

³ Sobre as relações assimétricas e a dificuldade de se verificar a eficiência da concessão de créditos, verificar BENACCHIO, M.; HUDLER, D.J. Respostas estatais para o enfrentamento da pandemia (COVID-19): uma releitura jurídica da economia global a partir da sociedade fraterna. Revista Jurídica - Unicuritiba, v. 2, p. 616-642, 2021.

obra, adquirir maquinário ou locar estrutura física. Em uma analogia interessante apontada por Malleson (2014), o crédito veiculado por meio do mercado financeiro pode ser considerado como o óleo no motor de um carro – lubrificando e facilitando as partes móveis da economia. Sem ele, o motor trava e pode eventualmente quebrar.

Tamanha a importância social do mercado financeiro que o autor defende se tratar de um serviço público (a exemplo dos correios, sistema de água ou rede elétrica). Afinal, se os bancos e as bolsas de valores cessarem suas atividades, as empresas vão à falência, conseqüentemente as pessoas perdem seus empregos e seus meios de subsistência. Neste ponto é que o mercado financeiro se torna essencial para as economias contemporâneas funcionarem.

No entanto, não significa que os mercados financeiros possuem um funcionamento perfeito e em profunda simbiose com o modelo democrático preconizado na atualidade. Há certa tensão entre capitalismo e democracia – isto é, entre as diferentes formas que integram o processo de decisão no âmbito do mercado e no âmbito político, mas que ao final são dependentes e mutuamente influenciadas⁴ – que deve ser endereçado no bojo do próprio capitalismo a partir de suas diversas matizes e possibilidades de políticas públicas (Held, 1995).

Com efeito, a (des)regulamentação do mercado financeiro, seguido da revogação de monopólios estatais e abertura de mercados nacionais para o

⁴ Como sustenta Held (1995, p. 247): “The constraints on governments and state institutions systematically limit policy options. The system of private property and investment creates objective exigencies that must be met if economic growth and development are to be sustained. Accordingly, governments must take action to help secure the profitability and prosperity of the private sector: they are dependent upon the process of capital accumulation which they have for their own stability to maintain, which means, at the minimum, ensuring the compatibility of economic policies with the imperatives of the corporate sector and; or of the international capital markets. Government legitimacy, furthermore, is thoroughly bound up with the success of these measures. For governments are also dependent upon the private sector to meet the demands of their consumers (see Evans, 1992). If they fail in this regard, their electoral support can quickly melt away. A government’s policies must, thereby, follow a political agenda that is at least favourable to, that is, biased towards, the development of the system of private enterprise and corporate power. Democratic theory and practice are, thus, faced with a major challenge; the business corporation or multinational bank enjoys a disproportionate ‘structural influence’ over the polity and, therefore, over the nature of democratic outcomes. Political representatives would find it extremely difficult to carry out the wishes of an electorate committed to reducing the adverse effects on democracy and political equality of corporate capitalism. (For an account of some past attempts, see Coates, 1980; Ross, Hoffmann and Malzacher, 1987; cf. Hall, P. 1986.) Democracy is embedded in a socioeconomic system that grants a ‘privileged position’ to certain interests. Accordingly, individuals and interests groups cannot be treated as necessarily equal, and the state cannot be regarded as a neutral arbiter among all interests.”

comércio mundial de serviços e informações, permitiram uma reestruturação do sistema financeiro internacional que facilitou o acesso de capitais entre grandes bancos, agências não bancárias e ETNs e levou a “um capitalismo crescentemente protagonizado por gerentes anônimos com amplos poderes decisórios e operacionais sobre enorme gama de recursos” (Faria, 2002, p. 66), cujas decisões deixam de atender o interesse público e a própria função social atribuída ao capital financeiro.

Neste último ponto, vale mencionar que a Crise financeira de 2008⁵, enquanto sobretudo de políticas públicas de vertente neoliberal, expôs de forma quase didática a fragilidade do sistema financeiro e as consequências nefastas que a (des)regulamentação dos mercados, com vistas exclusivamente ao lucro – isto é, sem critérios mais rigorosos sobre o impacto desses investimentos e sem uma participação mais democrática no âmbito do próprio mercado – podem ensejar. Isso porque, ciente da essencialidade do crédito é que tanto empresas quanto instituições financeiras empregaram mecanismos legítimos de crédito, mas para fins totalmente indevidos⁶, resultando em grave abalo sistêmico ao mercado financeiro e imobiliário americanos (Stiglitz, 2017; Malleon, 2014, Krugman, 2009).

Assim, em oposição a certas decisões técnicas voltadas ao mercado que violem elementos essenciais à democracia, a crítica de Calixto Salomão Filho (2013), que propõe a vedação a oferta de certos produtos e serviços, em especial no âmbito do “mercado financeiro global”, os quais, muitas vezes, podem favorecer práticas especulativas improdutivas com chance de prejuízos sistêmicos⁷.

⁵ Como indica Malleon (2014), a crise financeira de 2008 (quando o banco Lehman Brothers caiu, seguido rapidamente pelo Washington Mutual em outubro de 2008), desencadeou um congelamento de crédito generalizado. O congelamento de crédito forneceu uma ilustração brutalmente clara da dependência do público em geral das finanças – quando os bancos pararam de emprestar dinheiro, as empresas começaram a entrar em colapso e os empregos foram destruídos aos milhões. A economia chegou assustadoramente perto da beira do abismo. Esta é a principal razão pela qual as finanças devem ser vistas como um serviço público pois, segundo o autor, essa dependência financeira é tão ampla e geralmente necessária para que a sociedade contemporânea funcione sem problemas.

⁶ Por exemplo, Malleon (2014) indica que o fato de o financiamento ser essencial para a sociedade significa que ter bancos privados pode ensejar problemas de incentivo perversos (geralmente chamados de “risco moral”), por meio dos quais grandes bancos privados, cientes de sua essencialidade, comportam-se de forma imprudente e assumem maiores riscos – já que suas vitórias serão desfrutadas de forma privada, mas suas perdas serão socializadas (pagas pelos contribuintes públicos).

⁷ Neste sentido, o autor esclarece: “Na verdade a ausência/disparidade de informação nos mercados revela um outro e mais grave problema. Existe uma enorme diferença entre o mercado como centro de trocas de uma pequena comunidade ou agrupamento humano (esse é o mercado na sua concepção original da teoria clássica) e o mercado entendido como locus global e virtual de trocas e de organização do sistema econômico. Todas as presunções (informação completa, diluição de agentes) válidos para o

Ainda que nas últimas décadas reverteu-se a tendência global de desigualdade de renda entre Estados, a desigualdade entre cidadãos não necessariamente foi reduzida, de modo que a barreira econômica que impede o atendimento de necessidades básicas universais permanece um problema real para os *Objetivos de Desenvolvimento Sustentável* estabelecidos pela ONU (UNDESA, 2020), os quais também são de suma importância, na medida em que este serve como meio para financiamento, circulação de bens e prestação de serviços no contexto de uma economia global cada vez mais interligada e dependente.

Embora nas últimas décadas tenha-se revertido a tendência geral de desigualdade de renda entre Estados, mercê da integração econômica em nível global, não é possível dizer que a desigualdade econômica entre Estados e até mesmo entre os cidadãos foi reduzida de forma proporcional e em benefício de todos. A barreira econômica que impede o atendimento de necessidades básicas universais permanece um problema real para os *Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)* estabelecidos pela ONU (UNDESA, 2020), os quais também são de suma importância para os agentes econômicos que atuam no mercado financeiro⁸ (B3, 2018).

primeiro são inexistentes no segundo. Mercado nessa última esfera serve apenas como substituto retórico para a organização das relações econômicas com base em puras relações de poder e de domínio de informação. Sendo assim, regular tais “mercados” não apresenta do ponto de vista lógico muitas alternativas. Regular aí deve significar simplesmente proibir a existência de certos “mercados”. É o caso de muitos dos derivativos e mesmo de muito contratos futuros. Diz — ao menos a boa — a teoria econômica que mercados com grande carência ou disparidade de informação tendem a desaparecer ou a estatizar-se — a crise de 2008 veio demonstrar que no “mercado globalizado e interconectado” o desaparecimento e completa desorganização dos mercados não se restringem ao *locus* de origem do problema (o mercado de derivativos), mas tendem a expandir-se para boa parte do sistema financeiro e produtivo exigindo a estatização ou meia-estatização em escala planetária. A solução parece ser, portanto, a existência de menos mercados. Desestimular a existência de trocas em relação a certas mercadorias ou serviços não é algo negativo.” (SALOMÃO FILHO, 2013, p. 78).

⁸ Como sinalizaram em documento conjunto da B3, CVM (Comissão de Valores Imobiliários), GRI (Global Reporting Initiative) e Rede Brasil do Pacto Global da ONU: “Os ODS chegam em um momento-chave na evolução da sustentabilidade corporativa, uma vez que apresentam enorme potencial para impulsionar e tornar mais interligadas as ações das empresas e, consequentemente, seus relatos. Tendo a transparência como novo paradigma na realização dos negócios, é imperativo elevar o relato sobre sustentabilidade a um novo patamar, demonstrando os impactos das empresas sobre as principais prioridades do mundo. Nesse cenário, reportar indicadores para variadas fontes ainda é um desafio. Tendo isso em mente, B3, CVM (Comissão de Valores Imobiliários), GRI (Global Reporting Initiative) e Rede Brasil do Pacto Global da ONU uniram-se para criar um documento que correlacione os itens do Formulário de Referência (documento do regulador do mercado de capitais que as empresas listadas brasileiras devem responder, no mínimo, anualmente especificando suas atividades), às diretrizes da GRI utilizadas para reportar o avanço nos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. Esperamos, assim, que este documento cumpra seu papel na demonstração de que o *disclosure* de informações financeiras

Neste contexto, de um lado, países buscam um ambiente convidativo para atrair investidores e assim promover o desenvolvimento econômico e social; de outro, investidores almejam o menor risco e maior retorno – e, nesse diapasão, os países que conformam seu ordenamento jurídico a normas transnacionais, a exemplo do que ocorre com a adesão das autoridades reguladoras (no caso brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários), às regras estabelecidas enquanto *standard* internacional (por exemplo, pela Organização Internacional de Valores Mobiliários – IOSCO⁹), passam a oferecer uma maior segurança jurídica aos investidores (Araripe, Zelmanovits, 2022; Araripe, 2021).

A questão que surge é como regular juridicamente, de forma democrática, as relações financeiras em uma sociedade hipercomplexa que integra a economia de mercado global, haja vista que inexistem regras e sanções específicas e universais aplicáveis globalmente. Neste tocante, o que possuímos na atualidade (ou *estado da arte*) é um *complexo normativo transnacional*, que se reproduz difusamente perante a comunidade internacional antes mesmo do ingresso de normas nacionais específicas.

Desta maneira, pertinente a reflexão sobre se as normas transnacionais poderiam servir como uma forma de “democratização” do mercado financeiro, o que será analisado em seguida.

3. Liberdade econômica e democracia: limite jusfilosófico ao mercado financeiro

Como poderíamos avaliar se a sociedade hipercomplexa e o mercado financeiro estão inseridos em um contexto democrático? Evidente que o pressuposto é o entendimento sobre o que é *democracia e liberdade* – algo tecnicamente complexo, devido à existência de vasta literatura. No entanto, de maneira mais modesta, possível ao menos trilhar um caminho, em um sentido mais pragmático, a partir da seleção de uma literatura especializada em Ciência Política, como Robert Dahl e David Held.

Um dos temas mais caros para o pensamento liberal e corolário da liberdade política – o *princípio da autonomia* – serve como pavimento para

possui relação direta com os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável. E que avancemos mais consistentes rumo a 2030.”. (B3 *et al*, 2018, p. 3).

⁹ No original: *International Organization of Securities Commissions*. IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation), que estabelecem 38 princípios e 3 objetivos: I - proteger os investidores; II - garantir que os mercados sejam justos, eficientes e transparentes; III - promover o gerenciamento de risco sistêmico.

o Estado moderno. Isto é: a capacidade de pessoas determinarem e justificarem suas próprias ações, com a possibilidade de escolher entre programas políticos alternativos, introduzindo-se princípios gerais que delimitam o próprio processo democrático¹⁰.

Inserido nesta tradição filosófica, o projeto ou programa liberal de democracia atribui, quase que de forma absoluta e irrestrita, o *poder de decisão* sobre a destinação do uso e a distribuição dos frutos e rendimentos da atividade empresarial ao seu *titular* – noção de que o proprietário de um bem, por exemplo, pode usar, gozar, fruir e até mesmo destruir o bem. A decisão, em tese, se dá quase que de forma alheia à política, em âmbito privado. Nesse diapasão, a liberdade empresarial seria um atributo ou extensão da liberdade econômica.

Ocorre que as questões referentes ao âmbito empresarial também resultam em consequências para a liberdade política, na medida em que o mercado financeiro serve enquanto *locus* especializado para interface de múltiplas relações econômicas, que se realizam quase de forma simultânea, entre uma pluralidade de atores econômicos integrantes de uma sociedade hipercomplexa, com profundos reflexos na realidade social.

Por este raciocínio, se, por um lado, a realidade do mercado financeiro pode ser considerada em apartado da política promovida pelo Estado (ou em paralelo com o desenvolvimento da democracia liberal) a partir de fundamentos jusfilosóficos sobre o conceito de liberdade (princípio da autonomia) e sua extensão quase ilimitada para propriedade – como defendido da acepção liberal (e retomado por autores do século XIX e XX, a exemplo de Hayek) – tais justificativas terminam por ocultar certa tensão entre postulados específicos do liberalismo e da democracia, sobretudo no que toca ao aspecto da igualdade, que não necessariamente seria resolvidos por outro sistema (e.g: socialismo), mas que *podem ser resolvidos no bojo do próprio capitalismo* em sua diversidade de formas (Held, 1995).

¹⁰ Como aponta Held (1995, p. 149): “The principle of autonomy is, however, at the core of the modern liberal democratic project - a project concerned with the capability of persons to determine and justify their own actions, with their ability to choose among alternative political programmes, and with the necessity of introducing guidelines to delimit the democratic process. This democratic tradition of autonomy – self-determination and limits government – ideas which can be traced directly to the political movements and intellectual traditions which have sought to embed liberal democratic governance in political communities.”.

A partir deste raciocínio, torna-se relevante o questionamento sobre a defesa de uma liberdade econômica (ou empresarial) irrestrita no contexto específico da democracia atual. Esse debate é desenvolvido no curso do século XX, a partir de reflexões sobre a possibilidade de *democratização* dos meios de produção e do poder decisório na organização da atividade empresarial (Malleon, 2014; Dahl, 1995; Held, 1995).

Essa titularidade é definida juridicamente a partir da maior participação de capital na empresa (*shareholders*), com pouca ou nenhuma ingerência por parte de minoritários e demais *stakeholders* (pessoas afetadas direta e indiretamente pela atividade da empresa), ainda que existam certos direitos que lhe competem para além das decisões internas da empresa, por força do próprio ordenamento jurídico local ao qual submetidos em sua atividade empresarial.

Já no que toca à democracia, possível concebê-la em seu *caráter procedimental*¹¹, enquanto processo decisório para regulação jurídica tanto das relações sociais quanto das atividades econômicas em um dado contexto cultural. De forma mais complexa, os processos de tomada de decisão sobre os rumos de uma dada sociedade de acordo com um dado sistema jurídico que por sua vez estabelece um complexo de direitos e obrigações específicos (*e.g.*: liberdade de ir e vir; de ser e existir; de ter e dispor de bens materiais; de se associar e empreender no âmbito da atividade econômica, etc).

Em auxílio a essa questão, Dahl (1995) aponta ao menos cinco critérios sequenciais e condicionais para avaliar se o *processo de decisão* é democrático, sumarizados a seguir: 1. *Igualdade de voto*: a regra para determinar os resultados na fase decisória deve ter em conta as preferências expressas de cada cidadão quanto ao resultado, considerando-as igualmente; ou seja, os votos devem ser distribuídos igualmente entre os cidadãos; 2. *Participação efetiva*: durante todo o processo de tomada de decisões coletivas vinculantes, cada cidadão deve ter uma oportunidade adequada e igual para expressar uma preferência quanto ao resultado final; 3. *Compreensão ilustrada*: Para expressar preferências precisas, cada cidadão deve ter oportunidades adequadas e iguais, dentro do tempo permitido pela necessidade de decisão, para descobrir e validar suas preferências sobre o assunto a ser decidido; 4. *Controle final da agenda pelo povo (demos)*: o povo deve ter a oportunidade exclusiva de fazer decisões que determinam o que importa e o que não é a ser decidida por processos

¹¹ A literatura é vasta. No entanto, para os limites deste estudo, indicam-se os critérios de Dahl (1995).

que satisfaçam os três primeiros critérios; 5. *Inclusão*¹²: deve-se incluir todos os membros adultos, exceto transientes e pessoas comprovadamente deficientes intelectuais.

Tais critérios não são absolutos, especialmente se considerarmos outras correntes de pensamento que enxergam na democracia um caminho – e ao mesmo tempo um impedimento – para uma suposta igualdade. Isso porquê, o próprio processo democrático, no contexto do capitalismo, pode ser influenciado pelas desigualdades distributivas intrínsecas a esse sistema de produção.

Essa disfuncionalidade relacionada à economia de mercado, ao ser levada ao extremo liberal pelo mercado financeiro¹³, reflete como limitador do processo democrático de decisão na esfera política. Pois, como já indicou Gilberto Bercovici (2013), as decisões políticas sobre relações econômicas são tomadas em círculo restrito, via organizações e associações revestidas por uma áurea técnica, sem que haja a promoção de um amplo debate em sociedade, de modo a mitigar a própria soberania popular e o sentido de democracia empregado em âmbito nacional¹⁴. Ou, ainda, como pontua Adam Przeworski (1985, p.11-12, *tradução nossa*¹⁵):

Os capitalistas são capazes de buscar a realização de seus interesses no curso da atividade cotidiana dentro do sistema de produção. Os capitalistas "votam" continuamente na alocação de recursos sociais

¹² Este último critério não pode ser tomado como absoluto, visto que na atualidade questiona-se sobre a participação política do jovem e também a inclusão de pessoas deficientes intelectuais, dentro de suas capacidades e possibilidades.

¹³ V. seção 2. deste estudo.

¹⁴ Nas precisas palavras de Bercovici (2013, p.334-335): "O processo de mundialização econômica está causando a redução dos espaços políticos, substituindo a razão política pela técnica. Há um processo de tentativa de substituição dos governos que exprimem a soberania popular pelas estruturas de *governance*, cujos protagonistas são organismos nacionais e internacionais "neutros" (bancos, agências governamentais independentes", organizações não-governamentais, empresas transnacionais, etc) e representantes de interesses econômicos e financeiros. A estrutura da *governance*, portanto, é formada por atores técnico-burocráticos sem responsabilidade política e fora do controle democrático, cujo objetivo é excluir as decisões econômicas do debate político. Afinal, a ingovernabilidade, para os *neoliberais*, é gerada pelo excesso de democracia."

¹⁵ No original: "Capitalists are able to seek the realization of their interests in the course of everyday activity within the system of production. Capitalists continually "vote" for allocation of societal resources as they decide to invest or not, to employ or dismiss labor, to purchase state obligations, to export or to import. By contrast, workers can process their claims only collectively and only indirectly, through organizations which are embedded in systems of representation, principally trade-unions and political parties. Participation is hence necessary for the realization of interests of workers. Revolutionary ideals may move history but they neither nourish nor shelter."

quando decidem investir ou não, empregar ou demitir mão de obra, comprar obrigações do Estado, exportar ou importar. Por outro lado, os trabalhadores podem processar suas reivindicações apenas coletivamente e apenas indiretamente, por meio de organizações que estão inseridas em sistemas de representação, principalmente sindicatos e partidos políticos. A participação é, portanto, necessária para a realização dos interesses dos trabalhadores. Os ideais revolucionários podem mover a história, mas não nutrem nem abrigam.

Diante disso, no âmbito da própria literatura liberal (que fundamenta jusfilosóficamente todo o sistema capitalista), é que se torna possível perguntar: *que tipos de liberdade seriam mais importantes em ordem de relevância*: a liberdade de poder fazer o que bem entender com seu poder financeiro *versus* a liberdade de decidir de forma autônoma sobre leis e políticas sem que esta autonomia seja solapada pelo setor financeiro? (Malleon, 2014). Ou, ainda: é possível exercer o direito ao processo decisório democrático sem que isso implique em prejuízo à titularidade dos meios de produção e, em última análise, da constituição de grandes empresas? (Dahl, 1995).

Sem dúvida, há um debate subjacente sobre a natureza do direito à liberdade econômica referente ao direito de empresas grandes de não terem seu poder decisório mitigado pelo processo democrático. Isso porque, segundo Dahl (1995), haveria o seguinte silogismo aplicado equivocadamente¹⁶: 1 – todos tem direito à liberdade econômica (enquanto um *direito natural ou fundamental*); 2 – o direito à liberdade econômica justifica o direito de propriedade privada; 3 – o direito de liberdade privada justifica o direito de empresa; 4 – o direito de empresa justifica a existência de empresas grandes (ou corporações); 5 – o direito de constituir empresas grandes, por isso, não poderia ser reduzido pelo processo democrático – o

¹⁶ Diz-se equivocadamente, pois, como o próprio Dahl (1995, p. 74-75) assevera: “But I do not see how private ownership of corporate enterprise can be a fundamental moral right. To reach such a conclusion requires jumping a series of logical hurdles. Even if we were to assume that everyone has a fundamental moral right to economic liberty, it would not follow that everyone has a fundamental moral right to private property. Even if we were to assume that everyone has fundamental moral right to private property, it would not follow that economic enterprises should be privately owned. Even if we were to assume that economic enterprises should be privately owned, it would not follow that they should be owned privately and managed in the interests of shareholders – much less managed in the interests of managers. We cannot leap from my entitlement to secure possession of the shirt on my back or the cash in my pocket to a fundamental moral right to acquire shares in IBM and therewith the standard rights of ownership that shareholdings legally convey.”.

que, segundo o próprio autor, é falacioso, pois leva como pressuposto tanto a noção de que um elemento justifica o outro (que não é verdadeiro), como de que o direito à liberdade econômica ser um direito natural ou fundamental absoluto, inclusive acima do direito ao processo democrático.

Assentados os possíveis limites (ou um caminho para delimitação), é que se torna possível perguntar se os investimentos sustentáveis, via fundos de investimento que adotem critérios ASG, possuem um condão de democratização do mercado financeiro. E, em caso afirmativo, se sua adoção implica em responsabilidade jurídica do administrador ou gestor.

4. A responsabilidade jurídica do administrador e gestor de fundos de investimento sustentáveis na incorporação de critérios ASG

4.1. Terminologia para o ASG e limites metodológicas ao estudo de investimentos sustentáveis

Há vasta terminologia para identificação de *investimentos sustentáveis*, cujo emprego incide de forma intercambiável (e até mesmo confusa) a partir de uma justaposição de elementos incorporadas ao longo dos anos¹⁷.

A literatura mais recente passou a empregar a expressão inglesa *Environmental, Social and Governance (ESG)* como um termo “guarda-chuva”, que engloba de forma genérica e ampla aspectos econômicos, sociais e ambientais (Schanzenbach, Sitkoff, 2020; Hill, 2020; Mülbart, Sajnovits, 2020), por meio de métricas, os quais fornecem aos investidores informações mais significativas sobre o compromisso de uma empresa com o meio ambiente e preocupações socialmente relevantes com grande impacto também na já conhecida *Responsabilidade Social da Empresa (RSE)* ou *Responsabilidade Corporativa* (Hazen, 2021; Pollman, 2021). No Brasil, já se passou a empregar a sua tradução literal: *Ambiental, Social e Governança (ASG)*.

¹⁷ Como reconhecido pelo Guia ASG da ANBIMA (2020, p. 7): “Frequentemente, são identificados outros nomes que remetem a esse mesmo tipo de investimento: investimento responsável, investimento sustentável, investimento de impacto social, investimento ético, títulos verdes (conhecidos lá fora como *green bonds*), investimentos na área de infraestrutura, entre outros. São termos que se referem aos investimentos com algum fator ASG em sua análise ou no projeto de investimento (no caso dos títulos verdes) e, portanto, podem ser considerados investimentos ASG”.

A temática de *sustentabilidade* não é propriamente nova¹⁸ e existem conceitos análogos – como *Investimento Social Responsável*, *Investimento de Impacto*, e a própria RSE –, no entanto, a unificação desses conceitos sob a designação “ASG” não é unânime e tampouco ocorre de forma sistemática.

Assim, para delimitação do presente estudo, empregam-se os termos em português *critérios ASG* e *investimentos sustentáveis* para referência específica aos investimentos realizados por meio de fundos negociados em bolsa, com objetivo de obter uma taxa de retorno de mercado, que possuam como objeto a sustentabilidade ou que adotem expressamente dentre os critérios de escolha *fatores ASG*, de acordo com regramentos internacionais¹⁹ e nacionais.

Por conseguinte, foge aos limites deste estudo a análise sobre inexistência de uniformização de *critérios ASG*²⁰ ou, ainda, o possível emprego retórico – isso porque considera-se que para sua implementação há um processo contínuo, o qual envolve tanto experiências já consolidadas no mercado – por exemplo, análises de impacto ambiental e de governança corporativa – quanto novas percepções sobre benefícios sociais do investimento. Isso sem mencionar as dificuldades inerentes a qualquer fenômeno de recorte transnacional.

Neste ponto, os países que conformam seu ordenamento jurídico a normas transnacionais sobre investimentos sustentáveis – a exemplo do que ocorre com a adesão das autoridades reguladoras nacionais e agentes do

¹⁸ Como reconhece ANBIMA (2022b, p.16): “A sustentabilidade corporativa e as finanças sustentáveis não são um tema novo no Brasil. No final da década de 1970, empresas brasileiras começaram a publicar relatórios de sustentabilidade, chamados na época de balanço social. Os mercados financeiro e de capitais acompanharam a tendência e, no início dos anos 2000, foram lançados vários fundos que investiam em ações de empresas com boas credenciais em sustentabilidade corporativa ou que repassavam uma fatia da taxa de administração para organizações sociais ou ambientais, uma prática atualmente em desuso. Esses fundos ganharam, no mercado e na imprensa especializada, a nomenclatura de ‘fundos socialmente responsáveis’, ‘fundos éticos’ ou ‘fundos do bem’.”

¹⁹ Exemplos: (por exemplo, Global Reporting Initiative (GRI); Diretrizes para Relatórios de Sustentabilidade, SASB, Pacto Global das Nações Unidas (UNGC), Princípios Orientadores da ONU sobre Negócios e Direitos Humanos, Diretrizes da OCDE, Organização Internacional para Padronização (ISO) 26000 e Declaração Tripartite da Organização Internacional do Trabalho (OIT). Além disso, há de mencionar a existência de agências de classificação de risco que adotem sistemas de métricas específicos e reconhecidos globalmente (por exemplo: Morningstar, Bloomberg and MSCI).

²⁰ Apenas para mencionar algumas barreiras à uniformização, especialmente no que toca à sistemática de relatórios/*disclosure*: materialidade – dificuldade de identificar de forma universal os fatores que estão sendo medidos ou relatados como importantes ou fundamentais aos esforços da empresa; relatórios uniformes podem ignorar análises mais complexas indispensáveis para considerar as peculiaridades de cada setor, na medida em que um fator pode ser irrelevante em um determinado setor e relevante para outro; dados auto-relatados (voluntários), em oposição a dados gerais (obrigatórios), podem apresentar lacunas importantes e referências distintas entre empresas, prejudicando a comparação; conflito de interesses no mercado de classificação (serviços de benchmark e consultoria).

mercado às regras estabelecidas pela Organização Internacional de Valores Mobiliários (IOSCO), consideradas enquanto *standard internacional* – passam a oferecer uma maior segurança jurídica e melhores instrumentos para combate ao *greenwashing*²¹ em âmbito global (Araripe, Zelmanovits, 2022; Araripe, 2021; ANBIMA, 2022b).

Entende-se, por fim, que essa definição e maior delimitação do escopo, ainda que não englobe a totalidade de espécies de investimentos ou modelos negociais, ganha relevância prática para questões jurídicas enfrentadas por fundos de investimentos negociados em bolsa de valores e que tenham a pretensão de incluir portfólios ativos *sustentáveis* ou, no mínimo, serem classificadas de acordo com suas *boas práticas em ASG*, a exemplo da nova definição da ANBIMA para destacar *Fundos de Investimento Sustentáveis (IS)*²².

4.2. Dever fiduciário do administrador e do gestor de fundos de investimento sustentáveis

O que o investidor busca em um investimento financeiro? Aprioristicamente, objetiva-se a otimização entre um *retorno favorável* e um *risco compatível*²³ ao longo de um dado período (*performance*). Consequentemente, um *critério geral* para seleção de ativos é do *risco-retorno*.

Isto é, de acordo com o interesse de cada investidor (ou “tolerância”), é possível que se aumente o risco, desde que a possibilidade de retorno seja maior. Neste passo, apesar da adoção de certas técnicas de investimento

²¹ Neste sentido, sobre as regras para identificação dos fundos sustentáveis via autorregulação, indica a ANBIMA (2022b, p. 3): “As novas normas são um marco na evolução da agenda da sustentabilidade e elevam o mercado a outro patamar. Elas são fruto de um amplo trabalho, que envolveu a análise e a adaptação das tendências internacionais levando em conta a maturidade e as especificidades do Brasil, além de estarem em linha com as recentes orientações da Iosco (International Association of Securities Commission). As regras visam trazer transparência, evitando o *greenwashing*, e contribuir para o crescimento robusto e ordenado dos investimentos sustentáveis no Brasil.”.

²² V. seção 4.2 deste estudo.

²³ Há uma diversidade de riscos, exemplificados a seguir: 1 – de mercado (oscilação dos preços em razão do grau de imprevisibilidade do preço futuro dos ativos de uma dada carteira); 2 - de crédito (pelo não pagamento); 3 - de liquidez (não conseguir vender ativo pelo preço justo e no prazo almejado pelo investidor); 4 – pelo uso de derivativos (o uso para alavancagem, arbitragem e posicionamento podem resultar em maior volatilidade dos retornos dos fundos). Além disso, as respectivas gradações (alto, médio, baixo) para cada investimento.

para redução desse risco (como, por exemplo, *diversificação do portfólio*²⁴), o critério geral continua sendo o mesmo: menor risco por maior retorno.

Contudo, a questão se torna mais complexa, quando retiramos a prioridade do critério geral de *risco-retorno*, que envolve aspectos contábeis quantificáveis e mais ou menos objetivos e já reconhecidos pelo mercado, para inclusão de outros critérios mais subjetivos e ainda não testados, como preocupações éticas, ambientais e de impactos sociais da empresa na comunidade local (Posner; Langbein, 1980) – este é o caso das mais recentes *métricas de sustentabilidade ou critérios ASG* (Christensen; Serafeim; Sikochi, 2022).

Como regra, a responsabilidade pela escolha do investimento recai sobre o próprio investidor (escolha da aquisição da ação da “Empresa A”, em vez do título público “B”). Entretanto, essa situação muda significativamente quando a decisão final sobre a escolha de ativos recai sobre terceiro, como no caso dos fundos de investimento. O porquê disso é simples: não está mais escolhendo a qualidade de um ativo (embora possa ter conhecimento ou interesse na qualidade de determinado ativo), mas necessariamente delegará a decisão para terceiro (administrador ou gestor²⁵) por confiar na *expertise* deste profissional, quem efetivamente realizará a escolha sobre os ativos – que, sem dúvida, repercute também em deveres e consequências jurídicas. Eis o fundamento do *dever fiduciário*.

Nesta esteira de ideias, torna-se pertinente a pergunta sobre a responsabilidade jurídica do administrador ou gestor de fundo de

²⁴ Essa técnica, bastante difundida e aprimorada ainda na atualidade por profissionais do mercado financeiro, já era enaltecida no estudo de Posner e Langbein (1980) e aplicada para seleção de ativos no contexto do mercado financeiro norte-americano.

²⁵ Adota-se a distinção de Finkelstein e Gallacci (2021, p. 65-66): “Pode-se, resumidamente, classificar os administradores como pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, cujo escopo de atuação engloba o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, seja mediante prestação direta pelo administrador, seja mediante a contratação de terceiros (arts. 32 e 33 da ICVM 578/2016). Os administradores são responsáveis pela constituição e pela prestação de informações do FIP à CVM (art. 36 da ICVM 578/2016). Já os gestores seriam definidos como aqueles credenciados pela CVM para servirem de responsáveis pela gestão profissional da carteira do fundo, conforme estabelecido no seu regulamento, competindo-lhes, em regra, negociar e contratar, em nome do fundo, os ativos e os intermediários para realizar operações do fundo; negociar e contratar, também em nome do fundo, terceiros para a prestação de serviços de assessoria e consultoria relacionados diretamente com o investimento ou o desinvestimento nos ativos do fundo, observada sua política de investimento; e monitorar os ativos investidos pelo fundo e exercer o direito de voto decorrente desses ativos, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do gestor (art. 34 da ICVM 578/2016). Ou seja, enquanto o administrador representa o Fundo nas tarefas do seu dia a dia, servindo de *longa manus* do FIP, o gestor atua para implementar a política de investimentos, realizando os investimentos para retorno do capital aplicado pelos cotistas.”.

investimento. De forma mais específica: *se o administrador ou gestor poderia escolher a inclusão de um ativo de acordo com critérios ASG, em detrimento do critério risco-retorno, segundo o ordenamento jurídico brasileiro.*

Antes de indicar a resposta segundo o ordenamento jurídico brasileiro, enquanto pressuposto, parece razoável a assunção de dois pontos: primeiro, que a motivação de investidores para a escolha de *investimentos sustentáveis (ou que adotem critérios ASG)* seja guiada prioritariamente pela possibilidade de *performance financeira* equivalente ou superior a investimentos sem esta qualidade (Amel-Zadeh; Serafeim, 2018; ANBIMA, 2020); segundo, que certos critérios gerais do ASG – como diversidade, transparência, responsabilidade social, e ambiental – deixarão de se apresentar enquanto vantagem competitiva para integrar, gradativamente, de forma definitiva a própria natureza dos negócios (ANBIMA, 2022a, 2022b, 2022c, 2020).

Isto é: investir em ASG é sobretudo uma aposta para um futuro eticamente desejável e *possivelmente* rentável, mas que representa, na atualidade, apenas uma parcela da totalidade de investimentos disponíveis na atualidade e não necessariamente a mais rentável. Deste modo, o que se pretende aqui não é a defesa pura e simples sobre a incorporação dos critérios ASG, como forma de cumprimento dos ODS, mas sim verificar a existência ou não de responsabilidade jurídica do gestor na incorporação desses critérios.

Sem dúvida, o cerne ético deste debate não é recente. A questão já existe desde o advento dos *Princípios de Sullivan*, que ocasionou em campanhas de desinvestimento em empresas norte-americanas que atuavam na África do Sul, adotadas inclusive com prejuízos financeiros aos beneficiários. Referido episódio a atenção do ambiente acadêmico, a exemplo do estudo de Richard A. Posner e John Langbein, que vislumbraram uma possível responsabilidade jurídica a luz das consequências financeiras dessa escolha (Schanzenbach, Sitkoff, 2020; Hill, 2020).

Com efeito, Posner e Langbein (1980) defenderam, na ocasião, que as práticas de adotadas em nome do *investimento social*²⁶ – a exceção dos

²⁶ Para Posner e Langbein (1980), o *investimento social* significava excluir os títulos de certas empresas da carteira de um investidor, ainda que atrativos sob o critério *risco-retorno*, porque as empresas são

casos em que há expressa concordância dos investidores ou previsão no objeto (ou política de investimentos) do fundo –, reduzem a *utilidade geral* do investimento. O gestor ou administrador, ao aplicar critérios arbitrários de utilidade não financeira ao investimento – atendendo, por exemplo, à moral ou às preferências políticas – limita a diversificação do portfólio e aumenta os gastos administrativos para a escolha dos ativos sem necessariamente reduzir riscos, nem aumentar retornos – o que resultaria, segundo os autores, em violação jurídica tanto do *dever de lealdade* para com o investidor (*duty of loyalty*), quanto do seu *dever de diligência* na escolha dos ativos do investimento (*duty of prudence*)²⁷, no melhor interesse do investidor. Em suma, entendeu-se pela violação do *dever fiduciário* do gestor ou administrador.

Mas, no caso brasileiro e levando-se em consideração o novo cenário global, seria possível aplicar esse mesmo entendimento para o caso dos fundos de investimento?

Primeiramente, cumpre indicar que, do ponto de vista doutrinário, não há um conceito teórico satisfatório²⁸ para a natureza jurídica dos fundos de investimento (Xavier; Santos-Pinto, 2019). Apesar do objetivo do legislador ser de evitar incorrer em contradições técnicas pela escolha da natureza jurídica, inexistente uma codificação centralizada para o tema, o que torna mais difícil a definição exata da responsabilidade jurídica do administrador e gestor de fundos de investimento e as consequências de seus atos.

Além disso, para além das orientações previstas em *normas transnacionais* (como os *Princípios da IOSCO* e dos *Princípios para Investimento Responsável*) que irradiam no contexto regulatório brasileiro, há uma gama de normas aplicáveis para negociação de valores mobiliários: há normas de *regulação* formuladas por agência governamental (no caso,

julgadas socialmente irresponsável, e a inclusão de outros títulos, de empresas menos atraentes, porque julgadas como se comportando de maneira socialmente louvável.

²⁷ Nos exatos termos: “We have argued that social investing is undesirable because it appears to reduce the overall utility, however broadly defined, of the investment beneficiaries. It remains to consider whether social investing is contrary to trust law and its statutory counterparts. We conclude that it is (except in the optional format discussed later); a trustee who sacrifices the beneficiary's financial well-being for any other object breaches both his duty of loyalty to the beneficiary and his duty of prudence in investment. In reviewing the law on these matters, we shall take the conventional law of private trusts as our starting point but pay special attention to the issues that arise under pension trusts.” (POSNER; LANGBEIN 1980, p.96).

²⁸ Como indicam Xavier e Santos-Pinto (2019), os principais estudos sobre o tema sugerem, no mínimo, cinco possibilidades: i) copropriedade (ou condomínio); ii) propriedade em mão comum; iii) propriedade fiduciária; iv) sociedade; v) comunidade não condominial (comunhão).

Comissão Mobiliário de Valores – CVM) e de *autorregulação* por representantes do setor (por exemplo, pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, bem como a Associação de Investidores no Mercado de Capitais – AMEC). Assim, para um estudo mais adequado do tema, indispensável a integração entre normas transnacionais, leis, instruções normativas, códigos de adesão voluntária, etc.

No caso específico do ordenamento jurídico brasileiro, há disposições legais gerais no Código Civil, bem como específicas em legislação especial (por exemplo Lei nº 8.668/1993, que disciplina fundos imobiliários). Além disso, há atos normativos pela CVM (como a Instrução n. 555/2014), bem como as regras trazidas pela ANBIMA por meio do *Código de Administração de Recursos de Terceiros*²⁹ (vinculante aos associados) e os Guias ASG (de caráter não vinculativo, mas informativo).

Fato é que a recente *Lei de Liberdade Econômica* (Lei. 13.874/2019) trouxe o instituto para o Código Civil, definindo-o como uma *comunhão de recursos especiais*³⁰, inserido no Livro III (Direito das Coisas), assim como outras alterações relevantes – como a ampliação da finalidade dos fundos de investimento para além dos “ativos financeiros”; expresso afastamento da aplicação das regras referentes ao condomínio; manutenção da autoridade da CVM para regulamentação e registro; possibilidade de limitação da responsabilidade do investidor ao valor de sua cota; possibilidade de criação de classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com patrimônio segregado para cada classe; instituiu, ainda, regras aplicáveis no caso de insolvência do fundo de investimento – e, mais importante – estabeleceu a possibilidade de limitação da responsabilidade dos prestadores de serviço perante o condomínio e entre si (Xavier; Santos-Pinto, 2021). Essa última previsão, importante destacar, é importante na medida em que, em tese, poderia limitar a responsabilidade jurídica do administrador e gestor de fundos, de maneira expressa.

Sobre o dever fiduciário relativo ao ASG, nota-se, para além do aspecto normativo, uma mudança cultural sobre a atuação tanto dos

²⁹ Atualizado em 03.01.2022, trazendo diversas inovações.

³⁰ Conforme dispõe o Código Civil, Art. 1.368-C. “O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.”.

reguladores – por exemplo, como consta no *Guia de Sustentabilidade* elaborado pela B3 com apoio da CVM³¹ – quanto dos demais agentes do mercado – por exemplo, por meio do Código Brasileiro de *Stewardship*, de 2016, pela AMEC – que estabelecem orientações sobre a conduta dos profissionais e complementam as normas da autoridade reguladora, com um viés mais pedagógico que propriamente sancionatório (AMEC, 2016). Como indica a ANBIMA (2020, p. 18):

Um tema recorrente na discussão ASG são as obrigações do dever fiduciário. A Instrução CVM 558, que regulamenta a atividade profissional do administrador fiduciário e do gestor de recursos, determina que esses agentes devem exercer suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos seus clientes. Alguns entendem que a principal obrigação (dever) com os clientes é trazer maiores retornos financeiros e enxergam as questões ASG como um entrave. Essa concepção de dever fiduciário, comum no mundo dos investimentos, está sendo reavaliada por diversos participantes do mercado. A criação do código *stewardship* veio justamente com a finalidade de atender as novas preocupações dos gestores, administradores e investidores, complementando o dever fiduciário tradicional. Nele, são definidos alguns mecanismos que devem ser respeitados no processo de investimento, intensificando a responsabilidade sobre a governança de seus investimentos.

Vide, por exemplo, a recente publicação do das *Regras e procedimentos para identificação de fundos de investimento sustentável (IS) pela ANBIMA* que, para além de atribuir destaque aos fundos, deixa bem claro esse posicionamento quanto à incorporação de questões ASG mesmo para fundos que não tenham como objetivo a sustentabilidade³².

³¹ Conforme sintetizado pela B3 (2016, p. 35): “Salienta-se que as questões ESG dizem respeito ao próprio dever fiduciário de gestores de ativos. Assim, os participantes devem incorporar o tema às suas atividades tendo em vista, além da gestão dos riscos de suas operações, a importância da prestação de serviços a seus clientes e as tendências que o mercado apresenta.”

³² Assim dispõe o regramento da ANBIMA (2022c, p. 14): “Art. 15. Considerando-se que a integração de Questões ASG nos processos de tomada de decisão do Gestor é um indicativo de boa prática de Gestão de Ativos, é recomendável que todos os Gestores busquem, gradualmente, incorporar os recursos e práticas necessários para que possam integrar Questões ASG de forma sistemática e processual, sem prejuízo da divulgação de boas práticas por meio do Guia ASG ANBIMA.”

5. Considerações finais

A sociedade hipercomplexa – na qual participam pessoas cada vez mais insatisfeitas, ausente uma centralização política, e em que há um aumento acentuado das assimetrias entre pessoas – há uma necessidade cada vez mais premente de concretização dos *Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS)*, a partir de iniciativas de investimento que não se restrinjam ao Estado. Neste sentido é que foram criadas formas de implementação e verificação de investimentos identificados sob a rubrica do *ESG (ou ASG)*.

Os *critérios ASG* – embora variados e não necessariamente unificados globalmente – intentam averiguar a incorporação de melhores mecanismos e práticas de mercado para tratamento de questões ambientais, sociais e de governança, enquanto complemento indispensável para execução do projeto civilizatório universalista. Em análise metalinguística, os *critérios ASG* servem enquanto símbolo representativo da cooperação entre Estado-Empresa para consecução daqueles objetivos, que resguardam a democracia e visam à manutenção da economia de mercado global no século XXI, a partir da mitigação dos efeitos deletérios gerados pelas próprias relações assimétricas de poder assentadas neste sistema.

Importante pontuar que a crítica feita ao modo disfuncional como certos produtos e serviços financeiros são veiculados não implica em negação da essencialidade da função do mercado financeiro como meio facilitador das relações econômicas no mundo real. Muito menos em acusar genericamente agentes econômicos de desinteresse no desenvolvimento sustentável. Em verdade, nos últimos anos, há uma genuína tentativa de integração dos *ODS* na atividade empresarial e financeira, inclusive por meio dos *critérios ASG*.

Vale esclarecer: busca-se aqui uma melhor compreensão de uma teoria sobre o poder de decisão sobre a organização, destinação e distribuição dos fatores e rendimentos da atividade empresarial, abarcando princípios e regras, segundo teoria de Democracia Econômica. Com efeito, não se questiona, em si, a titularidade desses bens, a qual, na *sociedade hipercomplexa* hodierna, é bem fundamentada no capitalismo e centrada na economia de mercado global.

A par da crítica humanista e marxista dos séculos XIX e XX, que serviram como supedâneo teórico para a análise dos possíveis limites da democracia no âmbito das relações econômicas, devem ser revertidas para aprimoramento do próprio capitalismo. Assim, o que mais importa é compreender que *existe um limite ético ou jusfilosófico que impõe profunda reflexão sobre a própria construção teórica do capitalismo, mas com efeitos práticos notáveis no âmbito do mercado financeiro.*

Isto é, a partir desta compreensão, há possibilidade do exercício, em tese, do direito ao processo decisório democrático no âmbito do mercado financeiro sem que isso implique em prejuízo à titularidade dos meios de produção – e, em última análise, da própria constituição de grandes empresas – em busca de uma maior integração dos processos decisórios.

Entretanto, ainda que noções sobre o processo democrático sejam valorizadas no contexto atual, não é possível concluir que um maior acesso da população em geral e a incorporação dos critérios ASG sejam suficientes para uma efetiva democratização do mercado financeiro. Isso porque, apesar de participarem de um plano global de desenvolvimento sustentável, não contribuem de forma incisiva para a incorporação de princípios e regras democráticas em seus processos ou procedimentos decisórios internos.

Por outro lado, no estado da arte, o que se compreende é que, pela adoção dos *critérios ASG*, há um grande potencial para aceleração do processo de transparência e facilitação do diálogo entre a comunidade de investidores e as empresas que direcionam os empreendimentos, justamente por meio das novas formas de cooperação para *disclosure*, auditoria e prestação de informações, as quais levam em conta as questões ambientais, sociais e de governança, essenciais para a democracia nos moldes atuais. Portanto, a influência dos critérios ASG, no âmbito dos mercados financeiros, em relação à democracia, não é direta, mas oblíqua.

É nesse contexto que a adoção ou não dos critérios ASG torna-se tão relevante e a respectiva responsabilidade jurídica de gestores e administradores deve ser esclarecida. Nesta senda de ideias, ao contrário de um pensamento mais tradicional e fundamentado apenas no dever fiduciário, é que possível compreender a responsabilidade jurídica do administrador ou gestor para inclusão de um ativo não poderia estar adstrita ao critério risco-retorno, visto que há um novo universo normativo incidente – inclusive por meio de normas transnacionais – e uma nova ética ou consciência jurídica em âmbito global que não podem ser ignoradas na

atualidade. Essas também influenciam sobremaneira o cenário normativo brasileiro, conforme demonstrado.

Aliás, impende notar, não há regra expressa que vede a adoção de critérios ASG, ainda que o escopo ou estratégia do investimento não seja propriamente relacionado à sustentabilidade. A escolha pelo investimento que traga esses critérios e que não necessariamente reverta em maiores retornos não poderá ensejar uma automática responsabilização jurídica do administrador ou gestor, a não ser nos casos específicos de dolo e más práticas que eventualmente lesem os investidores.

Neste sentido, a abordagem pelas associações brasileiras sobre a adoção de *critérios ASG* está em sintonia com as normas transnacionais³³, em especial os aderentes dos *Princípios para o Investimento Responsável*³⁴. A busca pelos melhores investimentos (pelo critério risco-retorno) se traduzem em relações econômico-financeiras simultâneas em diversas localidades que reverberam para toda uma região ou ao mercado global. nota-se que, antes de apresentar normas brasileiras específicas aplicáveis ao administrador e gestor de fundos, não é possível ignorar a existência de um cenário maior: a economia de mercado global e a tentativa de regulação para além do âmbito nacional, inclusive em respeito às novas compreensões relacionadas aos *Direitos Humanos e Empresas*.

De um lado, países buscam um ambiente convidativo para atrair investidores e assim promover o desenvolvimento econômico e social; de outro, investidores almejam o menor risco e maior retorno, mas também não podem descurar dos objetivos de desenvolvimento sustentável, que orientam a humanidade em um plano maior. Isto é, há a criação de uma nova cultura ou ética profissional no sentido de endosso aos *critérios ASG*, cujo endosso se torna gradativamente uma verdadeira complementação dos

³³ Vale lembrar que há um número grande de iniciativas relacionadas a investimentos sustentáveis em âmbito global, que compõe *standards* internacionais. Apenas para mencionar alguns: TCFD – Task Force on Climate Related Financial Disclosure (FSB); NGFS – Network for Greening the Financial System (G-20); SBN – Sustainable Banking Network (IFC/WB); Principles for Responsible Banking (UNEP FI); Sustainable Finance Network (Io); Princípios do Equador

³⁴ Em especial, ao assumirem especificamente o compromisso público de: “Como investidores institucionais, temos o dever de atuar de acordo com os melhores interesses de longo prazo de nossos beneficiários. Neste papel fiduciário, acreditamos que as questões ambientais, sociais e de governança corporativa (ESG) podem afetar o desempenho das carteiras de investimento (em vários níveis dentro das companhias, dos setores, das regiões, classes de ativos, e ao longo do tempo). Também reconhecemos que a aplicação destes Princípios pode alinhar melhor os investidores com os objetivos mais amplos da sociedade. (UNEP/FI, ONU, 2005, p. 4).

deveres fiduciários já conhecidos pelos administradores e gestores, e que, portanto, devem ter o devido respaldo para caminhar lado a lado com a segurança jurídica, sob pena de obstar o processo de adesão aos critérios e, em última análise, impedir o próprio desenvolvimento sustentável.

Referencias

AMEL-ZADEH, Amir; SERAFEIM, George. Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey. **Financial Analysts Journal**, London, vol. 74, no. 3, p. 87-103, jun. 2018.

ANBIMA. **Retrato da sustentabilidade no mercado de capitais**. São Paulo: ANBIMA, 11 Jan. 2022a. Disponível em: anbi.ma/sustentabilidade. Acesso em: 18 jan. 2022.

ANBIMA. **Guia ASG**: Incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. São Paulo: ANBIMA, 2020. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/1A/50/EE/31/BFDEF610CA9C4DF69B2BA2A8/ANBIMA-Guia-ASG-2019.pdf>. Acesso em 25 fev. 2022.

ANBIMA. **Guia ASG II**: Incorporação dos aspectos ASG nas análises de investimento. 2022b. Disponível em: https://www.anbima.com.br/data/files/93/F5/05/BE/FEFDE71056DEBDE76B2BA2A8/Guia_ASG_II.pdf. 2022b. Acesso em 25 fev. 2022.

ANBIMA. **Regras e Procedimentos para Identificação de Fundos de Investimento Sustentável (Is)**. São Paulo: ANBIMA, 2022c. Disponível em https://www.anbima.com.br/data/files/E8/50/C4/BF/1519D710E79BD7D76B2BA2A8/Regras_procedimentos_Fundos%20IS_03.01.22.pdf. Acesso em: 25 fev. 2022.

ARARIPE, Jéssica Guerra de Alencar. A influência dos princípios da IOSCO na construção do atual arcabouço regulatório da comissão de valores mobiliários aplicável aos administradores e aos gestores de fundos de investimento. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, vol. 91, p. 15-45, jan./mar. 2021.

ARARIPE, Jéssica Guerra de Alencar; ZELMANOVITS, Nei. Recomendações internacionais da IOSCO e a autorregulação da ANBIMA para fundos de investimento sustentável. **Revista dos Tribunais**, São Paulo, vol. 23, jan. 2022.

BENACCHIO, Marcelo; HUDLER, Daniel Jacomelli. Globalização, empresa transnacional e direitos humanos: introdução crítica ao desenvolvimento sustentável na economia digital. In: SAYEG, R. H.; SELLOS-KNOERR, V.C.; BENACCHIO, M.; HUDLER, D. J.; GARCEL, A. (Org.). **Globalização, empresa transnacional e direitos humanos**. São Paulo: Universidade Nove de Julho, UNINOVE, 2021, p. 12-31.

BERCOVICI, Gilberto. **Soberania e Constituição**: para uma crítica do constitucionalismo. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

B3 *et al.* **Mercado de Capitais e ODS**. São Paulo: B3, 2018. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/51/94/4D/DC/A4887610F157B776AC094EA8/Mercado_de_Capitais_e_ODS.pdf. Acesso em: 26 fev. 2022.

B3. **Sustentabilidade**: oportunidade de negócios no setor de intermediação. São Paulo: B3, 2016. Disponível em: https://bvmf.bmfbovespa.com.br/download/Folheto_ESG_B3_PT.pdf. Acesso em: 26 fev. 2022.

CHRISTENSEN, Dane; SERAFEIM, George; SIKOCHI, Anywhere. Why is Corporate Virtue in the Eye of The Beholder? The Case of ESG Ratings. **The Accounting Review**, Lakewood Ranch, vol. 97, i. 1, p. 147-175, jan. 2022. Disponível em: <https://meridian.allenpress.com/accounting-review/article-abstract/97/1/147/463920/Why-is-Corporate-Virtue-in-the-Eye-of-The-Beholder?redirectedFrom=fulltext>. Acesso em 18 jan. 2022.

DAHL, Robert Alan. **A preface to Economic Democracy**. Berkeley: University of California Press, 1995.

FARIA, José Eduardo. **O direito na economia globalizada**. 1. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

FINKELSTEIN, Maria Eugenia; GALLACCI, Fernando Bernardi. Notas sobre a regulação dos fundos de investimento em participação no Brasil. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, vol. 91, p. 63-85, jan./mar. 2021.

HAN, Byung-Chul. **The Burnout Society**. Transl. by Erik Butler. Stanford: Stanford University Press, 2015.

HAZEN, Thomas Lee. Social Issues in the Spotlight: The Increasing Need to Improve Publicly-Held Companies' CSR and ESG Disclosures. **University of Pennsylvania Journal of Business Law**, v. 23, i. 3, p.740-796, May. 2021. Disponível em: <https://scholarship.law.upenn.edu/jbl/vol23/iss3/3/>. Acesso em: 17 jan. 2022.

HELD, David. **Democracy and the global order**: from the Modern State to Cosmopolitan Governance. Stanford: Stanford University Press, 1995.

HILL, John. **Environmental, Social, and Governance (ESG) Investing**: A Balanced Analysis of the Theory and Practice of a Sustainable Portfolio. London, San Diego: Academic Press, 1 ed., 2020.

KRUGMAN, Paul. **The return of depression economics and the crisis of 2008**. New York; London: W. W. Norton & Company, 2009.

LARGHI, Nathália. A Bolsa atinge 4,2 milhões de investidores de pessoas físicas em renda variável. **Valor Investe**, São Paulo, fev. 2022. Disponível: <https://valorinveste.globo.com/mercados/renda-variavel/bolsas-e-indices/noticia/2022/02/04/bolsa-atinge-42-milhoes-de-investidores-pessoas-fisicas-em-renda-variavel.ghtml>. Acesso em: 15 mar. 2022.

LIPOVETSKY, Gilles. **A felicidade paradoxal**: ensaio sobre a sociedade de hiperconsumo. Trad. de Maria Lucia Machado. São Paulo: Companhia das Letras, 2007.

MALLESON, Tom. **After Occupy**: Economic Democracy for the 21st Century. New York: Oxford University Press, 2014.

MÜLBERT, Peter; SAJNOVITS, Alexander. The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era. **ECGI Working Paper Series in Law**, Law Working Paper N° 548/2020, October 2020.

POLLMAN, Elizabeth. The Supreme Court And The Pro-Business Paradox. **Harvard Law Review**, vol. 135, n. 1, p. 220-266, nov. 2021.

POSNER, Richard Allen; LANGBEIN, John. Social Investing and the Law of Trusts, **Michigan Law Review**, vol. 79, p. 72-112, Nov. 1980. Disponível em: https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?params=/context/mlr/article/3798/&path_info=. Acesso em 23. Fev. 2022.

PRZEWORSKI, Adam. **Capitalism and social democracy**. Cambridge: Cambridge University Press, 1985.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Menos Mercado. *In*: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). **Direito Empresarial e Outros Estudos em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SCHANZENBACH, Max; SITKOFF, Robert. Reconciling Fiduciary Duty and Social Conscience: The Law and Economics of ESG Investing by a Trustee. **Stanford Law Review**, Stanford, vol. 72, p. 381-454, Feb. 2020.

SOROS, George. Toward a global open society. **The Atlantic**, Boston, 1997. Disponível em: <https://www.theatlantic.com/magazine/archive/1998/01/toward-a-global-open-society/307878/>. Acesso em: 23 fev. 2020.

STIGLITZ, Joseph Eugene. **Globalization and Its Discontents Revisited: Anti-globalization in the Era of Trump**. Rev. edition. United Kingdom: Penguin Books, 2017.

UNDESA. **World Social Report 2020: Inequality in a rapidly changing world**. New York: United Nations, 2020. Disponível em: <https://www.un.org/development/desa/dspd/wp-content/uploads/sites/22/2020/02/World-Social-Report2020-FullReport.pdf>. Acesso em 31 jan. 2022.

UNEP FI; ONU. **Princípios para o Investimento Responsável (PRI)**: Uma iniciativa de investidores em parceria com a Iniciativa Financeira do Programa da ONU para o Meio-Ambiente (UNEP FI) e o Pacto Global da ONU. Disponível em: <https://www.unpri.org/download?ac=10969>. Acesso em: 26 fev. 2020.

XAVIER, Luciana Pedroso; Santos-Pinto, Rafael dos. Art. 7º: fundos de investimento. Art. 1.368, C, D, E. *In*: MARQUES NETO, Floriano Peixoto; RODRIGUES JÚNIOR, Otavio Luiz; LEONARDO, Rodrigo Xavier (Org.). **Comentários à Lei de Liberdade Econômica: Lei 13.874/2019**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

XAVIER, Luciana Pedroso; Santos-Pinto, Rafael dos. Os fundos de investimento e a 'lei da liberdade econômica' – novos problemas para um antigo e controverso instituto? **Revista Jurídica da Escola Superior de Advocacia da OAB-PR**, Curitiba, ano 5, n. 1, abr. 2020. Disponível em: <http://revistajuridica.esa.oabpr.org.br/wp-content/uploads/2020/04/revista-esa-11-cap-08.pdf>. Acesso em: 12 jan. 2022.