

CONFLITO DE INTERESSES NO MERCADO DE INVESTIMENTO SOCIALMENTE RESPONSÁVEL: EM BUSCA DA ÉTICA NO ÂMBITO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO AMBIENTAL¹

Vinicius Diniz Vizzotto[†]

Resumo: O presente artigo aborda os aspectos do direito, economia e ética no campo específico de fundos de investimento verde, e analisa o problema de agência que existe entre o investidor individual e o gerente de fundo ambiental, sugerindo regulação e cláusulas contratuais eficientes a fim de minimizar o conflito de interesses inerente à relação. Em um primeiro momento são efetuadas apreciações sobre a interpenetração entre meio ambiente, mercado e ética. Após, apontamentos sobre os fundamentos históricos, conceituais e institucionais do investimento ambiental. Em um terceiro momento o ciclo de investimento ambiental é descrito, e suas implicações para o conflito de interesses antes mencionado são abordadas. A última parte apresenta sugestões normativas de regulação e contratação eficiente na área de fundos de investimento ambiental.

Palavras-Chave: Investimento Ambiental – Fundos de Investimento Ambiental – Conflito de Interesses – Regulação – Contratação Eficiente.

CONFLICT OF INTERESTS ON THE MARKET OF SO-

¹ Versão reduzida e com adaptações da dissertação apresentada no LL.M Europeu em Análise Econômica do Direito, no período de 2008-2009, com períodos de estudo em Bologna, Ghent e Hamburgo.

[†] Advogado e Professor. LL.M Europeu em Análise Econômica do Direito (Bologna, Ghent e Hamburgo). Mestrando em Direito Internacional Econômico - UFRGS (RS).

CIAL RESPONSIBLE INVESTMENT: SEARCHING FOR ETHICS ON THE FIELD OF GREEN INVESTMENT FUNDS

Abstract: The paper addresses the Law, Economics and Ethics of Green Investment in the specific field of green mutual funds, and analyzes the principal agent problem that exists between the single investor and the green fund manager, suggesting regulation and optimal contracting clauses in order to reduce and minimize the conflict of interests and asymmetric information inherent to the relationship. On a first moment some aspects of the interpenetration among environment, market and ethic are established. Afterwards, the historic, conceptual and institutional foundations of environmental investment are approached. On a third moment the green investment cycle is described, and its implications for the before mentioned conflict are made. Last part presents normative suggestions of new regulation and contracting possibilities in the area of Green Mutual Funds.

Keywords : Green Investment – Green Mutual Funds – Principal Agent Problem – Regulation – Optimal Contracting.

INTRODUÇÃO



MILTON FRIEDMAN, nos anos 70, escreveu um artigo intitulado “A responsabilidade social das empresas é aumentar seus lucros²”. De acordo com o autor, os executivos das corporações deveriam utilizar os recursos dos acionistas essencialmente para aumentar o valor da companhia e não de outra

²FRIEDMAN, Milton. The New York *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. The New York Times Magazine, September 13, 1970. Disponível em <http://www.umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>. Acessado em: 05.01.2012

forma, por exemplo, para reduzir a poluição ocasionada por sua própria empresa (um exemplo de internalização de externalidades). Olhando para o presente, o argumento parece fora da realidade vigente, considerando que a literatura estabelecida refere que os interesses tanto dos acionistas como da sociedade civil devem ser considerados a fim de maximizar o valor da companhia³, o que vai, por via reflexa, também aumentar o bem estar social geral. Na mesma linha, o conceito de sustentabilidade, seminal naquela década, hoje está no centro das discussões profissionais e acadêmicas. Ética nos negócios⁴ e no mercado financeiro, o papel da confiança e as vantagens de cooperação em relações de longo prazo são alguns dos fundamentos filosóficos dessa nova onda de investimento⁵. Como consequência deste novo paradigma, o mercado de firmas de consultoria financeira que consideram nas suas avaliações fatores Ambientais, Sociais e de Governança⁶ e o fluxo de dinheiro neste tipo de investimento está rapidamente aumentando⁷. É o dinheiro dos acionistas sendo usado para aumentar a sustentabilidade, o

³ JENSEN, Michael C. *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function* The Monitor Company, Harvard Business School, and Amos Tuck School at Dartmouth College October 2001. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=220671>. Acesso em: 01.02.2012

⁴ Veja-se em especial SEN, Amartya. *On Ethics & Economics*. Wiley-Blackwell, 1991

⁵ Veja-se mais detalhes em DUPRE, Denis; GIRERD-POTIN, Isabelle; *The Philosophical, Ethical and Economic Foundations of Ethical Investment*. January 20, 2004. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=497223. Data de Acesso: 02.01.2011

⁶ Em inglês, Environmental, Social and Governance. Algumas companhias de investimento referem que 80% do valor de uma empresa não é visível no âmbito de seus relatórios financeiros. Isso significa que uma considerável parcela deste valor pode estar relacionado a um destes três pontos *i.e.*, existe espaço importante para a capitalização do mercado de investimento socialmente responsável.

⁷ De acordo com o Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente (2008), “Espera-se que entre o presente e 2030 se alcance um investimento total no valor de US\$450 bilhões por ano até 2012, aumentando para mais de \$600 bilhões por ano a partir de 2020. A performance média do setor durante 2007 e 2008 prepara terreno para que se alcancem estes níveis”.

que, em muito casos cria retornos financeiros positivos⁸. Esta é uma afirmação reforçada, inclusive, por estudos conectados com a governança ambiental, promovidos pela agência ambiental britânica⁹.

Some-se a este panorama o encontro climático realizado em Copenhague no fim de 2009, marcado por uma falta de consenso dos países ali presentes e pela inexistência de compromissos concretos no que tange à redução de emissão de CO₂, não atendendo às expectativas da comunidade internacional. A ineficiência das negociações em estabelecer uma estrutura institucional e de mercado confiável para a segunda fase do Protocolo de Kyoto (pós-2012) sinaliza a necessidade imediata do setor privado envolver-se de modo direto na tentativa de solução deste problema que tem repercussões amplas e universais. A missão não é fácil de ser cumprida, e apesar do investimento ambiental ser um campo com potencial crescente para investidores (apenas o mercado de energia renovável alcançou US\$200 bilhões no mundo em 2010, segundo a ONU), um certo nível de regulação é necessário, a ser efetuado tanto pelo setor público como pelo privado. Apenas desta maneira é que se pode facilitar o fluxo de recursos para instrumentos econômicos que lidam com questões ambientais e que alavancarão as ações para a mitigação deste problema. Para que se alcance

⁸ Conforme HORST, ZHANG e RENEBOOG “Os seguintes componentes de responsabilidade social da empresa podem aumentar o valor dos acionistas e o bem estar social: boa governança corporativa, padrões ambientalmente responsáveis, e cuidado com as relações com a sociedade civil organizada. Participação em outras áreas sociais e éticas tendem a reduzir o valor da firma”. HORST, Jenke Ter., ZHANG, Chendi; Renneboog, Luc. *The Price of Ethics: Evidence from Socially Responsible Mutual Funds* (May 2007). ECGI - Finance Working Paper No. 168/2007; TILEC Discussion Paper No. 2007-012; Center Discussion Paper Series No. 2007-29. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=985265>. Acesso em 29/06/2010. p. 13.

⁹ WHITE, Andrew; KIERNAN, Matthew. *Corporate Environmental Governance. A study into the influence of Environmental Governance and Financial Performance Full Report*. Sep. 2004. Disponível em www.environment-agency.gov.uk. Acesso em 05/08/2010.

tal objetivo, evitando manipulação do mercado e o eventual surgimento de mais uma bolha (desta vez verde) de investimento, com os efeitos nefastos que toda crise no mercado financeiro causa à economia, é necessário antecipar-se a esta alternativa de investimento, diminuindo seu nível de incerteza e conflitos de interesses, o que se faz por meio da implementação de valores éticos nos mecanismos de regulação privados e públicos.

Assim, com o objetivo de reduzir as imperfeições existentes no mercado de fundos ambientais, o que, por consequência, trará benefícios tanto à indústria como à sociedade como um todo – em especial a redução de emissão de gases que colaboram para o efeito estufa e a implementação de uma matriz produtivo-tecnológica sustentável na indústria, o presente artigo aborda o investimento ambiental no campo específico de fundos de investimento, e analisa o conflito de interesses que existe entre o investidor singular e o gerente de fundo ambiental. Após um rápido esboço a respeito da relação entre meio ambiente, mercado e ética e as bases que justificam o surgimento deste ramo específico de investimento, busca-se estabelecer um conceito de investimento ambiental. Em seguida, apresenta-se o ciclo de investimento ambiental e o conflito de interesses existente entre o investidor verde e o gerente de fundo ambiental. Sugere-se, ao fim, regulação e cláusulas contratuais específicas a fim de tornar mais eficiente a relação, o que inclui a implementação de valores éticos na interação existente entre estes dois importantes atores do sistema financeiro, gerando, como resultado, o aumento do montante de investimento financeiro na área de fundos de investimento ambiental.

1. MEIO AMBIENTE, MERCADO E ÉTICA

Não existem dúvidas de que o meio ambiente é um fator que faz parte da vida da Corporação e também do Mercado de

Capitais. Na área legal, existe um nível crescente de legislação ambiental e regulamentos administrativos tanto em nível nacional¹⁰ e internacional, em áreas como liberação de informações ambientais, incentivos legais e financeiros para investimento verde e deveres de gerentes de fundos de investimento. Organizações não governamentais – ONGs e investidores institucionais também estão participando ativamente nesta área de convergência entre meio ambiente e negócios. Tópicos como mudança climática, sustentabilidade e boas práticas ambientais influenciam enormemente o comportamento de mercados, investidores e corporações, assim como a utilização de seus recursos. Ocorre que, até o momento, as fronteiras conceituais do investimento ambiental não foram precisamente traçadas. Devido a isto, persistem dúvidas a seu respeito bem como do seu efetivo nível de conexão com o investimento tradicional e o social, por exemplo. Por tais motivos, existe a necessidade de que estas espécies de investimento sejam analisadas separadamente a fim de se diminuir a incerteza, a informação assimétrica e para reduzir os custos de transação¹¹ dos atores envolvidos no mercado financeiro, tornando-o mais eficiente. Assim, quanto mais clara e transparente a relação existente, e isto se aplica também ao nicho de investimento ambiental, menor o espaço para práticas anti-éticas, que causam apenas o agravamento da situação econômica dos atores envolvidos, principalmente no longo prazo.

Cada vez mais, existe um campo importante a ser explorado, assim como várias questões a serem melhor respondidas ou clarificadas¹², tanto é que o conceito de investimento ambi-

¹⁰A *Securities Exchange Commission* - SEC, nos EUA, tem alguns requisitos de relatórios ambientais para companhias listadas. A lei Sarbanes-Oxley é outro exemplo.

¹¹ Para COOTER AND ULLEN “Custos de Transação são os custos das trocas”. De acordo com os autores os custos de transação podem ser divididos em três (custos de procura, custos de barganha/negociação e custos de implementação). COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. *Law & Economics*. Boston: Pearson Education, 2004. p. 91-92

¹² De acordo com Phil Davis, “Pesquisa de alta qualidade realça oportunidades

ental atualmente existente é amplo e cobre um espectro de instrumentos financeiros e áreas que motiva muitas discussões acerca de sua natureza ambígua¹³, principalmente a respeito de seu *design*, performance, regulação e relações contratuais.

Ao adotar-se no presente artigo um método descritivo e também normativo, baseado principalmente nas interações entre o direito e a economia, pretende-se estabelecer, com precisão, os pressupostos teóricos e empíricos que resultaram nas conclusões apresentadas ao fim. Portanto, a abordagem de NICHOLAS L. GEORGAKOPOULOS¹⁴, no sentido de que o pensamento jurídico-econômico é baseado em propostas, conseqüências e ideais é o guia do artigo. Seguindo estes termos, i) a proposta aqui é o estabelecimento de regulação e cláusulas contratuais eficientes no campo de investimento ambiental; ii) a conseqüência da adoção de tais propostas será a redução da incerteza e da informação assimétrica neste determinado mercado, com o aumento de aporte financeiro; iii) o ideal é a maximização do bem-estar social, o que resultará, em especial, na redução dos efeitos das mudanças climáticas, na preservação da biodiversidade e no alastramento de um sistema produtivo sustentável, tanto na esfera nacional como na internacional.

De qualquer maneira, é importante realçar que a eficiência na área de fundos ambientais aqui defendida não é puramente econômica, ela depende de fatores éticos para que se

assim como os riscos”. O artigo no Financial Times refere que “Apenas uma década atrás, a idéia de uma firma pesquisando o impacto ambiental e social da atividade empresarial teria sido desconsiderado como fora da realidade. Sim, um ou dois fundos éticos existiam, mas apenas como um pequena engrenagem em relação a uma máquina. Hoje, investimento ambiental e, conseqüentemente, análise de fatores verdes é um grande negócio.” in *Financial Times. Environmental Investing*. 4 de fevereiro de 2008, p. 14.

¹³ “Os fundos parecem incertos a respeito de seus objetivos, preocupações ambientais ou busca de lucro, mas a pesquisa está refinando o foco” diz SOPHIA GREEN. *idem*. p. 13.

¹⁴ GEORGAKOPOULOS, Nicholas L. *Principles and Methods of Law and Economics. Basic Tools for Normative Reasoning*. New York: Cambridge University Press, 2005. P 11- 19

concretize ou, em outras palavras, de *incentivos adequados* para que se aumente o bem-estar da sociedade. Não aborda-se a ética aqui de modo pueril ou acrítico. O arcabouço histórico da ética é considerável, tanto no mundo ocidental como oriental. Nenhum campo do conhecimento ou atividade humana está totalmente desvinculado da idéia da ética. Como discorre FÁBIO KONDER COMPARATO, a vida humana tem um sentido ético¹⁵, e tal se aplica também ao Direito e à Economia¹⁶. Assim, a ética também deve guiar os negócios e o ambiente de mercado. Esta assertiva é singela e verdadeira, comprovada por meio de fatos e dados, não sendo um mero desejo dos autores. Dados empíricos demonstram que empresas éticas tem desempenho acima da média de mercado, conforme pesquisa efetuada pela Goldman Sacks e Mckinsey¹⁷. A Fundação Getúlio Vargas, por meio de seu núcleo de estudos, também já abordou a matéria em questão¹⁸. Os estudos de WILHELM KRELLE¹⁹ demonstram que os agentes e atores econômicos sofrem influ-

¹⁵ COMPARATO. Fábio Konder. *Ética: Direito, Moral e Religião no Mundo Moderno*. São Paulo: Companhia das Letras. 2006. p. 689-699.

¹⁶ Para maiores detalhes, veja-se a coletânea de artigos organizada por IVES GANDRA MARTINS. *Ética no Direito e na Economia*. São Paulo: Thomson Learning, 1999.

¹⁷ A pesquisa foi veiculada pelo “Financial Times”, e foi direcionada ao evento *Global Compact*, da Onu, que reúne cerca de 3.000 empresas, incluídas empresas do Brasil, Índia, e China. No Brasil, a notícia foi publicada na Folha de São Paulo, 04/07/2007, A12.

¹⁸ Existem estudos brasileiros sobre a ética no mundo dos negócios. Merece ser referida a importante pesquisa efetuada pela EAESP-FGV, junto ao NPP – Núcleo de Pesquisas e Publicações. Disponível em <http://www.eaespp.fgvsp.br/AppData/GVPesquisa/Rel11-2000.pdf>. Data de Acesso: 15.07.2011.

¹⁹ Eis o modo como o falecido autor alemão, então docente na Universidade de Bonn, introduz o tema: “A ética, de onde a economia iniciou na antiguidade clássica, recentemente reentrou na economia. Existem cada vez mais artigos na literatura que tratam sobre problemas éticos em uma economia de mercado. Então, eu acho, é tempo de analisar a relação da ética e da economia em geral, isto é, mostrar onde a ética influencia a economia (e vice-versa) e como isso pode ser levado em conta na Economia. KRELLE, Wilhelm E. *Economics and Ethics 1: The Microeconomic Basis*. Berlim – Heidelberg: Springer-Verlag, 2003. (tradução nossa).

ências da ética em suas decisões, e que existe uma interpenetração entre a economia e os valores éticos. BERNARDO KLIKSBERG²⁰, diretor da Iniciativa Interamericana de Capital Social, Ética e Desenvolvimento do Banco Interamericano de Desenvolvimento defende inclusive que a ética deve presidir a economia²¹. O homem, como animal social que é, possuidor de valores, “não têm como se *despir* no momento de suas ações econômicas”. É pelo menos parcial, portanto, a idéia da completa amoralidade no agir do *homem econômico*, como argutamente observa RUI ZOCH²². O valor da variável moral na

²⁰ O autor, diretor da Iniciativa Interamericana de Capital Social, Ética e Desenvolvimento do BID e assessor especial da ONU, UNESCO, UNICEF e OPS destaca sobre as relações entre ética e economia: “O pensamento ortodoxo rígido na economia lançou a idéia de que são dois mundos diferentes. A economia seria para ser manejada pelos técnicos. A ética pelas igrejas, pelos filósofos, pelos moralistas. É uma separação que nossas sociedades devem enfrentar, e voltar a reconstituir a unidade profunda que devem ter. A ética deve presidir e orientar a economia. Ela deve funcionar muito bem mas a serviço dos valores éticos básicos. A economia é ética se consegue que as crianças possam desenvolver-se, as famílias estejam protegidas, os jovens tenham oportunidades de trabalho, os idosos estejam protegidos e o meio ambiente preservado. No dia de amanhã as gerações futuras julgarão as economias latinoamericanas pelo que se cumpriu com estes valores éticos. Voltar a vincular ética e economia, ao que temos tratado de contribuir, e temos encontrado grande ressonância porque corresponde a uma necessidade muito sentida da região, abre uma grande agenda ética econômica com temas como a responsabilidade ética das políticas públicas, a responsabilidade social da empresa privada, o fortalecimento do voluntariado, a responsabilidade dos meios, e outros. A economia na realidade nasceu como uma disciplina de base ética, profundamente ligada à filosofia moral. Assim foi nos seus primórdios. Ela foi desvirtuada pela ortodoxia que causou tantos efeitos regressivos na região”. Disponível em: http://www.rivoluntario.org.br/imprensa/b_kliksberg.html. Data de Acesso: 05/07/2007.

²¹ Numa perspectiva algo radical, existe o “Journal of Markets and Morality”, com base nos Estados Unidos, cujo objetivo é a promoção da exploração intelectual da relação entre economia e moralidade tanto da perspectiva das ciências sociais quanto da teologia. O referido jornal procura congrega teólogos, filósofos, economistas e outros estudiosos para o diálogo a respeito da moralidade do mercado. Disponível em http://www.acton.org/publicat/m_and_m/. Data de Acesso: 16.07.2007.

²² Vide ZOCH, Rui. *O Divórcio entre a Ética e a Economia. Reflexões a partir das idéias morais de Adam Smith*. Paper apresentado no doutorado da USP (2006), a ser publicado em coletânea organizada por FÁBIO KONDER COMPARATO.

equação econômica ainda não foi mensurado, mas é fato que a postura ética maximiza a produtividade, fator gerador de riquezas. O próprio ADAM SMITH, considerado o pai da economia e do capitalismo modernos também era filósofo moralista, tendo como estrutura central de seu pensamento o “paradigma do homem prudente, figura virtuosa que aparentemente se aparta do indivíduo autocentrado apenas nos seus interesses pessoais enquanto agente econômico”²³.

2. FUNDAMENTOS HISTÓRICOS, CONCEITUAIS E INSTITUCIONAIS DO INVESTIMENTO AMBIENTAL

As fundações do investimento ambiental são múltiplas, vindo de fontes diversas (acadêmica, governamental, local, global). Esta parte traça, em sucintas linhas, as principais influências conceituais e os fatores que fizeram com que o investimento ambiental alcançasse o atual nível de interesse.

Assim, os pilares do Investimento Ambiental – ou, mais precisamente, da necessidade de considerar o fator ambiental como uma parte essencial do ciclo econômico – leva-nos até o início dos anos 60 do século XX. Uma das pioneiras a respeito dos efeitos da intervenção humana na natureza e suas consequências foi RACHEL CARSON²⁴. Seu livro discutiu o uso de pesticidas como DDT e os danos que a substância causou aos humanos e ao meio ambiente, o que resultou no seu banimento em 1972 pelo governo americano.

Relatórios que criticavam a prática então corrente da defesa do desenvolvimento econômico irrefreado, sem considerar o meio ambiente, invocaram uma consciência a respeito da escassez de recursos e do fato de que estes recursos devem ser explorados de forma racional, dentro de um contexto de equilíbrio entre desenvolvimento econômico e ambiente sustentável.

²³ Op. Cit.

²⁴ CARSON, Rachel. *Silent Spring*. Boston: Houghton Mifflin Harcourt, 1962.

Essa noção foi formalmente abordada em 1968, no âmbito do clube de Roma, em relatório intitulado “Os limites do crescimento”, estudo coordenado por DENISS MEADOWS²⁵, um trabalho que foi recentemente atualizado²⁶

No mesmo ano, a Convenção de Estocolmo foi realizada²⁷. Dentre os participantes, a Organização para a Cooperação Econômica e Desenvolvimento – OECD, teve um papel importante. O relatório da convenção pode ser considerado como um marco para o aumento do desenvolvimento das ações dirigidas à proteção ambiental global e uma mudança de uma perspectiva puramente econômica para uma mais holística, como bem observa LISA NELSON²⁸. Nesse ano, o Programa das Nações Unidas para o Meio Ambiente – UNEP foi criado.

Em 1987, o Relatório Brundtland (coordenado por GRO HARLEM BRUNDTLAND), também conhecido como “Nosso Futuro Comum”, foi publicado, como resultado dos estudos da Comissão Mundial do Ambiente e Desenvolvimento (WCED, na sigla em inglês), estabelecido em 1983. O documento referiu a importância de todas as nações adotarem políticas direcionadas ao desenvolvimento sustentável, um conceito que foi pioneiramente definido em uma resolução da Assembléia Geral das Nações Unidas²⁹. Desde Estocolmo, outros eventos de escala internacional no âmbito das Nações Unidas aconteceram

²⁵ Veja-se MEADOWNS, Donella H.; RANDERS, Jorgen; MEADOWNS, Dennis L., and BEHRENS, William W. *The Limits to growth: A report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*. New York: Universe Books, 1972

²⁶ MEADOWNS, Donella H.; RANDERS, Jørgen; MEADOWNS, Dennis L. *The limits to growth: the 30-year update*. Chelsea Green, 2004.

²⁷ Conferência das Nações Unidas sobre o Ambiente Humano (Estocolmo, de 5 a 16 de Junho de 1972).

²⁸ NELSON, Lisa. The Role of the United Nations: from Stockholm to Johannesburg. in *Handbook of globalization and the environment*. KHI V. THAI, DIANNE RAHM, JERRELL D (organizers). CRC Press, 2007. p. 158

²⁹ A resolução 42/87 da ONU estabeleceu o conceito de desenvolvimento sustentável: “(...) desenvolvimento sustentável, o que implica conjugar as necessidades do presente sem comprometer a habilidade das gerações futuras em atender suas próprias necessidades (...)”.

em Nairóbi (1982³⁰), Rio de Janeiro (em 1992, e que resultou na Agenda 21³¹) e Johannesburgo (em 2002³²). Todos esses encontros internacionais evoluíram para o estabelecimento de objetivos para este Milênio. Um dos objetivos desta força tarefa do milênio³³ é “assegurar sustentabilidade ambiental”, objetivo este que é periodicamente avaliado.

O campo econômico não desconsiderou a influência do meio ambiente no ciclo econômico e o efeito da modificação dos recursos naturais existentes no planeta. Os trabalhos de NICHOLAS GEORGESCU-ROEGEN³⁴, assim como de KARL WILLIAM KAPP³⁵, confirmam isso³⁶. Na ciência econômica predominante, estudos sobre o impacto da atividade econômica no ambiente, um caso clássico de externalidade negativa, foram primeiramente desenvolvidos por ARTHUR PIGOU e sua teoria do nível socialmente eficiente de atividade – o qual pode ser alcançado, de acordo com o autor, por meio do estabelecimento de impostos para pessoas e indústrias privadas. Um de seus maiores críticos foi RONALD COASE, com o seu fundacional “Problemas do Custo Social³⁷” e o am-

³⁰ Declaração de Nairóbi, (Nairóbi, de 10 a 18 de maio de 1982).

³¹ Conferência das Nações Unidas sobre Ambiente e Desenvolvimento (Rio de Janeiro, 3 a 14 de Junho 1992).

³² *World Summit on Sustainable Development (WSSD)* (Johannesburg, 26 de Agosto a 04 Setembro de 2002)

³³ United Nations Millennium Project.

³⁴ GEORGESCU-ROEGEN, Nicholas. *Law of entropy and the Economic process*. Cambridge: Harvard University Press, 1971

³⁵ KAPP, Karl William. *The social costs of business enterprise*. Revised and extended version. Nottingham: Spokeman Books, 1978.

³⁶ Apesar do trabalho destes autores, a aplicação dos seus pensamentos é restrita a um campo específico, denominado economia ecológica. Os trabalhos destes autores não é discutido com profundidade, uma vez que, de acordo com GEORSCU-ROEGEN, a escassez de recursos é considerada somente superficial “porque qualquer coisa pode ser obtida se alguém está preparado para investir o capital necessário em trabalho e equipamento”. GEORGESCU-ROEGEN, Nicholas. The Entropy Law and the Economic Process in retrospect. *In Eastern Economic Journal*, Vol XII, n. 1, January March 1986. p.11

³⁷ COASE, Ronald, "The Problem of Social Costs," *Journal of Law and Economics*, October 1960, pp. 1-44 Disponível em <http://www.sfu.ca/~allen/CoaseJLE1960.pdf>.

plamente famoso Teorema de Coase. Percebendo o crescente interesse na questão, os agentes do mercado (tanto público como privados) criaram instrumentos que usam a proteção do ambiente como incentivo para transações comerciais (e.g., o Protocolo de Kyoto, dentre outros). Resumindo as fases de interpenetração entre o ambiente e a economia, PETER SAND³⁸ afirma que depois dos instrumentos de controle e comando e instrumentos com base no mercado uma “terceira onda” de regulação ambiental, agora baseada em divulgação de informação ambiental está surgindo. Esta nova onda, inclusive, abre margem a importantes problemas, uma vez que a qualidade de informação ambiental a ser liberada pelas empresas deve obedecer preceitos éticos, a fim de não ser falseada, o que comumente tem-se denominado como “*Greenwash*”.

Apesar de estudos empíricos, pelo menos desde a segunda metade do século passado, comprovarem que se deve aliar o crescimento econômico a práticas sustentáveis se desejarmos manter ou aprimorar a qualidade de vida no planeta, conflitos de interesses existem e informações truncadas podem levar ao desvirtuamento do investimento ambiental.

Por conta disso, ambigüidade é uma característica importante e persistente dos investimentos que se enquadram sob a égide dos “socialmente responsáveis”, além de configurar-se como um fator básico de incerteza. Esta situação pode fazer com que investidores aversos ao risco evitem produtos financeiros com estas características, como bem observam EASLEY e O’HARA³⁹. A falta de um conceito claro para investimento

Acessado em 10/12/2011.

³⁸ SAND, Peter H. *The Right to Know: Environmental Information Disclosure by Government and Industry*. Institute of International Law, University of Munich. . p. 5 Disponível em http://www.inece.org/forumspublicaccess_sand.pdf. Data de Acesso: 05.05.2010

³⁹ EASLEY, David; O’HARA, Maureen. *Regulation and Return: The Role of Ambiguity* Johnson Graduate School of Management. Cornell University, March 2005. Disponível in <http://icf.som.yale.edu/pdf/seminars04-05/OHara.pdf>. Acessado em 05/05/2010

ambiental, e também a inexistência de dados estáveis que relacionem retornos e lucros para este tipo de investimento demandam estudos nesta área, a fim de desenvolver o campo de conhecimento e reduzir a já referida incerteza – ao menos no nível aceitável para mercados financeiros, ou para um instrumento financeiro específico, por exemplo, fundos de investimento.

Nos anos 90, o investimento socialmente responsável e o investimento ambiental estavam mais intrinsecamente ligados, mas a área ambiental avançou, e agora pontos de vista de certa forma diversos ou mais especializados existem. Por tal razão, os fundos de investimento ambiental possuem características próprias ou mais específicas, tais como critério de investimento e técnica de “*screening*”, dentre outros. Geralmente, os principais alvos de investimento ambiental são companhias que produzem energia renovável ou alternativa, e companhias que desenvolvem tecnologia em eficiência energética. A técnica de *screening* (seleção das empresas que irão compor o portfólio financeiro) pode ser negativa ou positiva, e atualmente existem quatro gerações de *screening*⁴⁰, incluindo a chamada *triple bottom line* (que inclui aspectos sociais, ambientais e de sustentabilidade, e a tentativa de mensurá-los – o que seria a terceira geração) e a análise do ativismo, engajamento e comprometimento ambiental dos acionistas das empresas alvo deste tipo de investimento (o que seria a quarta geração).

O investimento ambiental tem algumas características diferentes de outros investimentos socialmente responsáveis. Uma tentativa de delimitar o conceito deste tipo de investimento, em relação ao mercado financeiro é feita por OREL PEREZ, que ilustra o universo das Finanças Verdes como composto de "Financiamento de Projetos, investimento ético-verde, e liberação de informações ambientais. O financiamento de projetos ambientais representa o lado de oferta do mercado, enquanto o investimento verde caracteriza o lado da demanda.

⁴⁰ *Op cit.* p. 7

A liberação de informações ambientais relacionadas à empresa é a parte da estrutura institucional que facilita o trabalho do mercado financeiro⁴¹.”

Estabelecidos alguns dos fundamentos do Investimento Ambiental, é possível ir mais além e tentar estabelecer um conceito para investimento ambiental. Neste sentido, investimento ambiental pode ser caracterizado como um investimento, ou, em outras palavras, a aquisição de ações (seja diretamente ou por meio de um fundo de investimento) de companhias que fazem parte de um setor industrial que é intimamente ligado ao meio ambiente⁴² ou em companhias que adotam práticas ambientalmente responsáveis⁴³.

O investimento em ações de companhias que adotam práticas ambientais significa que esses investidores estão cientes da relação entre o ambiente e o valor das ações da companhia (*i.e.*, a análise fundamental tem um importante papel aqui). De forma similar, o investimento em companhias do setor ambiental sinaliza que os investidores querem aproveitar o potencial de crescimento deste mercado, que é de certa forma subvalorizado, por causa do estágio inicial e das consideráveis possibilidades de expansão, tendo em vista, principalmente, a necessidade de redução da emissão de gases prejudiciais à camada de ozônio. Em suma, o principal objetivo do investimento ambiental é, como em qualquer outro tipo de investimento – guardadas as devidas proporções - retornos e lucros. O efeito colateral, ou

⁴¹ PEREZ, Oren. *The New Universe of Green Finance: From Self-Regulation to Multi-Polar Governance*. 2007. Bar Ilan University Pub Law Working Paper No. 07-3; *Responsible Business: Self-governance in Transnational Economic Transactions*, Olaf Dilling, Martin Herberg & Gerd Winter, eds., Oxford: Hart Publishing, 2007. p. 4. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=962633>. Data de Acesso: 15.11.2011

⁴² Empresas que tem como negócio empreendimentos ligados a energia alternativa, por exemplo.

⁴³ Por exemplo, investimento de empresas em fatores relacionados à economia de energia, redução de custos de produção, soluções ecológicas, aprimoramento de relatórios ambientais, etc. Em princípio, qualquer companhia pode adotar tais medidas.

em realidade a externalidade – positiva, neste caso – é a colaboração para uma rota a caminho da sustentabilidade.

3. O CICLO DE INVESTIMENTO AMBIENTAL E O PROBLEMA DE AGÊNCIA NOS FUNDOS DE INVESTIMENTO AMBIENTAL

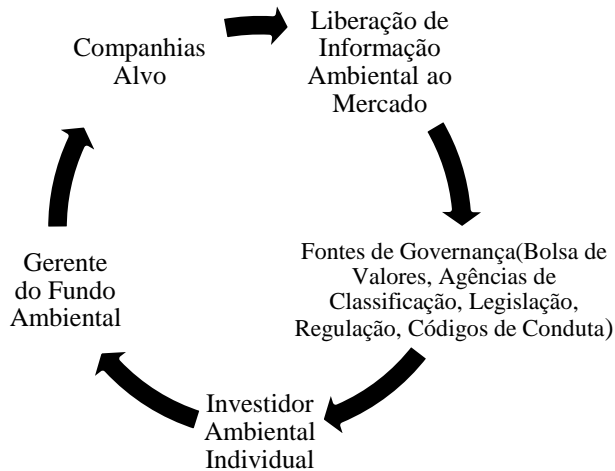
CLIFFORD W. SMITH, JR. diz que “uma relação de agência é definida por meio de um contrato explícito ou implícito no qual uma ou mais pessoas (os principais) atribuem a outra pessoa (o agente) o poder para tomar decisões em nome dos principais. O contrato envolve a delegação de alguma parcela de autoridade decisória para o agente. Isto envolve custos, isto é, os custos de agência”⁴⁴. Estes custos também existem no ciclo de investimento. Assim, a fim de resumir o ciclo e a sua rede de relações que podem criar problemas de agência, falhas de mercado, problemas de coordenação, seleção adversa e *moral hazard*, dentre outras ineficiências e, por via reflexa, condutas anti-éticas, adota-se as estruturas de fundo de investimento expostas por ROBERT PONZEN⁴⁵ e BIRDSTHISTLE⁴⁶. Deste ciclo, podemos derivar algumas situações de conflito. Primeiramente, podem ser identificados custos de agência entre o gerente do fundo e o investidor ambiental. Aqui, existem problemas de coordenação que envolvem as ações do gerente do fundo em relação ao interesse dos investidores ambientais. O segundo passo do ciclo é o contato (que pode ser implícito ou explícito) do gerente do fundo (normalmente um fundo com

⁴⁴ SMITH, Clifford W. "Agency Costs". In *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. Edited by John Eatwell, Murray Milgate and Peter Neuman. London: Palgrave Macmillan, 1994. p. 26-27

⁴⁵ POZEN, Robert C. *The Mutual Fund Industry Business*. Cambridge: The MIT Press, 1999.

⁴⁶ BIRDSTHISTLE, William A. Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry. In *Tulane Law Review*, Vol. 80, pp. 1401-1465, 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=979327>. Acessado em 15/01/2011

uma considerável porção de ações de uma certa companhia ou com um “*insider agent*”) perante o Conselho de Administração das companhias alvo. Gerentes de fundo podem demandar, motivados pela vontade dos investidores verdes (a primeira relação estabelecida), por liberação de informação ou atividades ambientalmente responsáveis (algumas vezes até além das exigências legislativas ou administrativas), a fim de identificar se a empresa está realmente aplicando práticas ambientais. Isto se aplica também para companhias que estão em setores específicos, por exemplo energia renovável, por que até mesmo no setor estritamente ambiental existe competição e é possível checar por práticas ambientais e empresas “*best in class*”. O terceiro fator que pode ser identificado envolve o nível de liberação de informação ambiental que uma companhia alvo deve efetuar para os atores da sociedade e do mercado financeiro. Este assunto é relacionado com o efeito de sinalização em demonstrar que a companhia está dentro do conceito de investimento ambiental, adota práticas ambientais e que cumpre a legislação, e, por isso, está apta a receber investimento. A quarta relação tem um aspecto de governança – um fator que abarca auto-regulação e governança estatal e global. Essas regulações tem como um aspecto importante a redução dos custos e a uniformização de informação para todas as partes envolvidas. Por fim, é importante ter em conta que o ciclo de investimento tem muito mais do que uma relação simples de duas interfaces, pois elas são múltiplas e apresentam direções variáveis. O diagrama abaixo retrata, basicamente, o ciclo de investimento ambiental que ora é proposto:



Considerando a complexidade da estrutura do fundo de investimento, atores secundários como advogados, contadores, relações públicas, assim como o distribuidor, o agente de transferência e o custodiador foram desconsiderados na relação. Além disso, a relação de interesses entre o Conselho de Administração do fundo de investimento com os gerentes do fundo considera-se como alinhada, uma vez que, conforme alega BIRDTHISTLE, “a confluência entre gerentes de fundo e companhias de investimento não é totalmente acidental. Os fundos na maior parte das vezes são patrocinados pelos próprios gerentes de fundos, que encaminham a documentação, pagam os custos de lançamento do fundo, o registro das ações, a incubação do fundo e selecionam os conselheiros⁴⁷”. Pelo exposto, percebe-se que há um rede complexa de relações no ciclo de investimento ambiental. Desta rede, o caso do problema de agência entre o investidor individual e os gerentes de fundo é um dos principais casos a serem solucionados. Sobre esta relação e seus problemas, algumas observações serão efetuadas no próximo ponto.

⁴⁷ *idem.*

4. O CONFLITO DE INTERESSES ENTRE O INVESTIDOR VERDE E O GERENTE DE FUNDO AMBIENTAL: DESVENDANDO

A literatura identifica os problemas que podem surgir entre investidores e gerentes de fundos tradicionais. Tais situações também são aplicáveis em fundos de investimento ambiental. AJAY SHAH⁴⁸, importante economista indiano, refere alguns casos:

1. O gerente de fundo pode ser omissivo e não trabalhar de modo esforçado na escolha das ações que devem ser compradas pelo fundo.
2. O gerente do fundo pode escolher comprar ações por outras razões que não as futuras perspectivas de rendimento.
3. O gerente do fundo pode antecipar-se ao fundo em si, comprando ações em seu nome imediatamente antes de fazer em nome do fundo.
4. O gerente do fundo pode escolher mecanismos de investimento que lhe dão mais rendimentos ao invés de escolher mecanismos que diminuem os custos de transação.
5. O gerente do fundo faz escolhas sobre serviços administrativos e custódia, que podem não ser feitos de modo a minimizar os custos.

No primeiro caso, estamos diante de um exemplo de desidria profissional. O segundo e terceiro casos configuram clássico conflito de interesses (moral hazard); no quarto caso, existe a necessidade clara de regulação pública. No último caso, estamos lidando com seleção adversa, no sentido de que o gerente do fundo está mascarando, de modo *ex ante*, uma característica própria, i.e, falta de conhecimento técnico.

⁴⁸ SHAH, Ajay. The governance problem with mutual funds, 14 July 1999 Disponível em <http://www.mayin.org/ajayshah/MEDIA/1999/index.html>. Acessado em 15.06.2009.

Um gerente de fundo tem normalmente duas alternativas para aumentar seus rendimentos: i) fazer opções inteligentes de investimento, aumentando, assim o valor do fundo e ii) aumentar o fluxo de dinheiro para o fundo, recebendo novos recursos de novos acionistas. No primeiro caso o capital do investidor vai aumentar. No segundo caso ele permanece o mesmo ou até mesmo pode diminuir. O segundo caso é problemático, e é um problema central no campo do problema de agência nos fundos de investimento. BIRDTHISTLE⁴⁹ caracterizou essas ações dos gerentes de fundo como "extração camuflada de valor dos acionistas" e elas podem ser efetuadas por meio de (i) *Market-Timing* (comprar uma ação no «momento ideal»), (ii) *Late-Trading* (compra ou venda de ações após o horário do pregão), (iii) *Selective disclosure* (liberação de informação de modo seletivo) e (iv) *Revenue Sharing* (compartilhamento de perdas). A fim de reduzir esses problemas que podem surgir em qualquer tipo de relação fiduciária, esquemas de remuneração e cláusulas contratuais são utilizados. Além disso, outras soluções menos explícitas são listadas por ALMAZAN, BROWN, CARLSON and CHAPMAN: "(i) monitoramento direto e o papel dos diretores de fundo; (ii) monitoramento do mercado de trabalho e preocupações de carreira dos gerentes (iii) Monitoramento pelos colegas e o papel dos complexos de fundo de investimento; e (iv) Monitoramento dos produtos do mercado e da estrutura de taxas de venda do fundo"⁵⁰.

Estes fatores incidem também no campo dos fundos de

⁴⁹ BIRDTHISTLE, William A. Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry. In *Tulane Law Review*, Vol. 80, pp. 1401-1465, 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=979327>. Acessado em 21/09/2010

⁵⁰ ALMAZAN, BROWN, CARLSON and CHAPMAN (2004). ALMAZAN, Andres; BROWN, Keith C.; CARLSON, Murray; CHAPMAN, David A. Why constrain your mutual fund manager? In *Journal of Financial Economics* 73 (2004) 289–321.p. 290:291Disponível em http://www.bc.edu/schools/csom/asset/metaelements/insights/march07/downloads/01Chapman_full_article.pdf. Acessado em 30/06/2009.

investimento ambiental, em maior ou menor grau. Portanto, após a análise dos potenciais problemas existentes no ciclo de investimento ambiental, com foco na relação entre investidor e gerente de fundo ambiental, alguns apontamentos sobre investimento ambiental e a referida relação podem ser elencadas.

Assim, em primeiro lugar, partindo-se do pressuposto da “hipótese do mercado eficiente⁵¹”, uma definição clara de um tipo de investimento, no presente caso, investimento ambiental, pode diminuir o nível de incerteza⁵² e informação assimétrica entre os atores do mercado financeiro. Neste artigo, investimento ambiental foi caracterizado em duas frentes, ou seja, como investimento em i) companhias que adotam práticas ambientais e ii) em companhias cuja principal atividade é diretamente relacionada a uma questão ligada ao meio ambiente. Ao se definir o que seja investimento ambiental, ou ao menos delimitar suas fronteiras, os *custos de transação* são reduzidos, fazendo com que o valor das ações das companhias neste mercado chegue o mais próximo de seu valor real. Neste sentido, considerando as premissas básicas da Teoria do Portfólio, *i.e.*, que a maioria dos investidores é aversa ao risco, um maior número de investidores vai colocar seus recursos neste tipo de investimento devido à sua natureza mais clara. O resultado final é mais investimento em ações verdes, com companhias recebendo mais dinheiro, investindo em novas tecnologias, aumentando a produção bem como a quantidade de empregos, culminando com o aumento do bem estar social – incluído nesse quadrante a redução dos efeitos da mudança climática e a

⁵¹ REID, Gavin C. *The application of Principal-Agent Methods to Investor-Investee Relations in the UK Venture Capital Industry*. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Volume 1, Number 4, 1 October 1999, pp. 285-302(18). Disponível em <http://www.st-andrews.ac.uk/crieff/papers/dp9810.pdf>. Acessado em 17/07/2009.

⁵² Não se está aqui sugerindo a existência de um mercado de capitais sem a existência do fator incerteza. Essa presunção daria certo apenas em uma situação sem custos de transação. O que importa aqui é a redução da incerteza para um nível aceitável, que atenda os parâmetros usuais do mercado de capitais.

conservação da biodiversidade, tudo isso já provado empiricamente pelos dados analisados nesse artigo.

Em segundo lugar, os principais instrumentos econômicos na área de investimento ambiental são similares aos seus pares regulares: i) fundos de capital privado e de empreendedorismo (private equity e venture capital); ii) fundos de investimento; iii) fundos de pensão; e iv) fundos de *hedge*. Apesar de similares, algumas diferenças devem ser realçadas. A principal diferença que aqui existe se refere à técnica de investimento, a significar que instrumentos financeiros – em especial fundos de investimento – que investem em ações verdes seguem uma seqüência de avaliação de fatores que guiam o gerente do fundo na construção do portfólio, que é geralmente mais restrito que o portfólio de um fundo regular de investimento. Também, o investidor ambiental é, de alguma forma, diferente do investidor regular, porque o primeiro combina o perfil de maximização de lucros com uma aversão ao investimento ambientalmente irresponsável, o que não se aplica, de modo tão saliente, no último. Essas duas características podem ser alcançadas ao mesmo tempo, sem um impacto prejudicial grave na performance destes produtos financeiros. Além disso, todos os tipos de fundos mencionados e caracterizados como ambientais são interconectados de um modo ou de outro. Eles são parte de um ciclo ambiental maior e suas relações devem ser observadas a fim de que se tenha uma imagem mais detalhada e precisa deste mercado.

Em terceiro lugar, o ambiente legislativo que diz respeito aos fundos de investimento ambientais tendem a seguir as regulações mais gerais e amplas aplicadas a fundos de investimento regulares. A União Européia já possui diretivas e propostas para regular UCITS⁵³ e AIMF⁵⁴. Os Estados Unidos tem

⁵³ Sigla em inglês de “Iniciativa para o investimento coletivo em títulos transferíveis”.

⁵⁴ Sigla, em inglês, de diretiva para gerentes de fundos alternativos.

uma legislação bem desenvolvida, incluindo um regulamento específico para gerentes de fundos de investimento⁵⁵. No Reino Unido a legislação atinente a fundos de pensão é avançada quando trata de Investimento Socialmente Responsável. No campo de *soft Law*, existem códigos de conduta que versam sobre investimento e sobre deveres de gerentes de fundos, geralmente formatados por associações em nível nacional, continental e global. No nível das Nações Unidas, os “Princípios de Investimento Responsável” foram adotados por um número considerável de atores importantes do mercado financeiro. Existe um movimento de regulação de fontes múltiplas a fim de padronizar ou estabelecer as diretrizes do campo de investimento ambiental, reduzindo os custos de transação.

Em quarto lugar, o ciclo de investimento verde, especificamente na área de fundos de investimento ambiental, funciona de modo similar, em termos estruturais, a um fundo de investimento regular. Sabe-se que o fundo de investimento é um intermediário financeiro, agregando investimento de investidores individuais, coordenando numerosos atores em uma estratégia de investimento única, reduzindo assim os riscos de agentes individuais desinformados. Nesta linha de raciocínio, o problema básico de conflito de interesses, inerente a qualquer relação fiduciária, também existe aqui. Como resultado, as mesmas alternativas utilizadas para resolver problema de agência, basicamente sistemas de incentivo também são utilizados aqui.

Poder de barganha, reputação, monitoramento e todos os fatores relacionados aplicados na área de fundos de investimento têm um resultado similar no caso dos fundos de investimento. No caso específico dos fundos ambientais, os gerentes de fundo são naturalmente mais restringidos nas suas opções de investimento do que os gerentes de fundos regulares; o impacto de fatores e eventos ambientais nesta área específica são mais sensíveis para o valor de mercado dessas companhias.

⁵⁵ Lei dos Consultores de Investimento de 1940.

CONSIDERAÇÕES FINAIS:

Seguindo as características únicas do investimento ambiental, algumas sugestões normativas, apontadas para a redução de informação assimétrica, a proteção dos investidores e o aumento do bem estar social e a manutenção da ética no mercado financeiro, podem ser feitas tanto no campo da regulação e legislação como no estabelecimento de cláusulas contratuais eficientes em fundos de investimento ambiental. No caso de regulação e legislação, (i) um conceito vinculante de investimento ambiental poderia ser implementado, o que protegeria investidores e aumentaria a eficiência do Mercado financeiro; em realidade já existe um movimento legislativo de incentivos para investimento ambiental, principalmente no setor de energia renovável (veja-se, no Brasil, o caso do Banco Nacional de Desenvolvimento - BNDES, por exemplo), mas incentivos para a pesquisa poderiam ser reforçados pelo Estado (ii) em relação a Códigos de conduta, seria interessante o desenvolvimento de um código especialmente criado para gerentes de fundos ambientais, talvez por uma associação (considerando os benefícios das economias de escala e a solução dos problemas de decisão coletiva, porque eles são uma categoria profissional própria, devido a diferentes métodos de investimento e clientes específicos (investidores verdes); isso reduziria os custos de monitoramento do investidor, em relação às atividades do gerente do fundo; (iii) agências de classificação que tenham índices de investimento ambiental poderiam implementar penalidades para companhias que adotam práticas de *greenwash*, como, por exemplo, uma suspensão temporária do índice; isso poderia sinalizar para outras companhias que a abertura de informação ambiental distorcida pode influenciar diretamente o preço da ação da companhia, e que tal atitude causará resultados negativos no caso de tentativa de burlar o mercado.

Finalmente, as sugestões normativas para fundos de investimentos ambientais quanto a cláusulas eficientes são as seguintes: (i) além das cláusulas padrão que existem em um contrato de fundo de investimento, o ajuste de uma técnica clara de investimento reduziria os custos de transação e os custos de escrita dos contratos. A técnica de investimento deveria conter *screen* negativo para *greenwash*, que é um dos fatores mais relevantes para o aumento da informação assimétrica no mercado financeiro e configuram prática anti-ética, muitas vezes ilícita; (ii) se a performance na área de investimento ambiental relaciona-se com o número de *screenings*⁵⁶ e se gerentes de fundo mais experientes⁵⁷ tendem a diminuir seu nível de esforço, devido à reputação que eles adquiriram e ao seu maior poder de barganha, uma cláusula estabelecendo uma revisão periódica da técnica de *screening* poderia mitigar esse conflito de interesse entre o investidor verde e o gerente de fundo ambiental.

É evidente que mais estudos são necessários na área de investimento ambiental, em todos os campos descritos aqui: conceito, design, dados empíricos relacionados à performance e suas relações com regulação e cláusulas contratuais eficientes. Todavia, o problema de conflito de interesses e da necessidade da ética nessas relações é uma realidade que demanda ação imediata. Mesmo assim, o que pode ser antecipado, levando em conta a “Teoria da Firma” de COASE, é que os custos de oportunidade e investimento encarados por companhias que investem em inovação ambiental ou no setor verde pode resultar, no longo prazo, em uma vantagem competitiva consi-

⁵⁶ BARNETT, Michael L; SALOMON, Robert M. Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. in *Strategic Management Journal*, Vol. 27, No. 11, pp. 1101-1122, September 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=885950>. Acessado em 10/06/2010.

⁵⁷ SCHMIDT, Daniel and WAHRENBURG, Mark, Contractual Relations between European Vc-Funds and Investors: The Impact of Reputation and Bargaining Power on Contractual Design (March 2003). CFS Working Paper No. 2003/15. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=414101>. Acesso em : 10/05/2011.

derável na comparação com outras empresas. Este resultado pode ser confirmado apenas no futuro, mas algumas evidências já foram encontradas. O que se quer, por fim, é evitar a disseminação de idéias falsas ou deturpadas a respeito do mercado de investimento ambiental, indutoras de comportamento que causará, no futuro, danos irreversíveis no curto prazo e recuperação gradativa e defeituosa no longo prazo, inclusive com o desvio de capital de investidores ambientais para práticas que não refletem, de modo direto, os ideais de sustentabilidade originalmente acolhidos por este tipo de investidor. Excesso de informação assimétrica neste campo de investimento pode inclusive acelerar a degradação do planeta. Por outro lado, se os investimentos ambientais forem pautados por uma relação ética entre investidores e gerentes de fundos ambientais, conforme os pontos acima elencados, quem ganha é a sociedade civil organizada como um todo, que estará agindo, em conjunto com o setor público, na tentativa concreta de implementar um futuro sustentável e combater a escassez cada vez maior de recursos bem assim às mudanças climáticas que afligem o planeta.



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

- ALMAZAN, BROWN, CARLSON and CHAPMAN (2004). ALMAZAN, Andres; BROWN, Keith C.; CARLSON, Murray; CHAPMAN, David A. Why constrain your mutual fund manager? *In Journal of Financial Economics* 73 (2004) 289–321.p. 290:291Disponível em http://www.bc.edu/schools/csom/asset/metaelements/insights/march07/downloads/01Chapman_full_article.pdf. Acessado em 30/06/2009
- BARNETT, Michael L; SALOMON, Robert M. Beyond Di-

- chotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. in *Strategic Management Journal*, Vol. 27, No. 11, pp. 1101-1122, September 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=885950>. Acessado em 10/06/2010
- BIRDTHISTLE, William A. Compensating Power: An Analysis of Rents and Rewards in the Mutual Fund Industry. In *Tulane Law Review*, Vol. 80, pp. 1401-1465, 2006. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=979327>. Acessado em 15/01/2011
- CARSON, Rachel. *Silent Spring*. Boston: Houghton Mifflin Harcourt, 1962.
- COASE, Ronald, "The Problem of Social Costs," *Journal of Law and Economics*, October 1960, pp. 1-44 Disponível em <http://www.sfu.ca/~allen/CoaseJLE1960.pdf>. Acessado em 10/12/2011.
- COMPARATO. Fábio Konder. *Ética: Direito, Moral e Religião no Mundo Moderno*. São Paulo: Companhia das Letras. 2006
- COOTER, Robert; ULLEN, Thomas. *Law & Economics*. Boston: Pearson Education, 2004. p. 91-92
- DUPRE, Denis; GIRERD-POTIN, Isabelle; *The Philosophical, Ethical and Economic Foundations of Ethical Investment*. January 20, 2004. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=497223. Data de Acesso: 02.01.2011
- FRIEDMAN, Milton. The New York *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*. The New York Times Magazine, September 13, 1970. Disponível em <http://www.umich.edu/~thecore/doc/Friedman.pdf>. Acessado em: 05.01.2012
- Financial Times*. *Environmental Investing*. 4 de fevereiro de 2008, p. 14.

- GEORGAKOPOULOS, Nicholas L. *Principles and Methods of Law and Economics. Basic Tools for Normative Reasoning*. New York: Cambridge University Press, 2005.
- GEORGESCU-ROEGEN, Nicholas. *Law of entropy and the Economic process*. Cambridge: Harvard University Press, 1971.
- GEORGESCU-ROEGEN, Nicholas. The Entropy Law and the Economic Process in retrospect. *In Eastern Economic Journal*, Vol XII, n. 1, January March 1986. p.3-25
- EASLEY, David; O'HARA, Maureen. *Regulation and Return: The Role of Ambiguity* Johnson Graduate School of Management. Cornell University, March 2005. Disponível in <http://icf.som.yale.edu/pdf/seminars04-05/OHara.pdf>. Accessed in 06, may, 2009.
- HORST, Jenke Ter., ZHANG, Chendi; Renneboog, Luc. *The Price of Ethics: Evidence from Socially Responsible Mutual Funds* (May 2007). ECGI - Finance Working Paper No. 168/2007; TILEC Discussion Paper No. 2007-012; Center Discussion Paper Series No. 2007-29. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=985265>. Acesso em 29/06/2010.
- JENSEN, Michael C. *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function* The Monitor Company, Harvard Business School, and Amos Tuck School at Dartmouth College October 2001. Disponível em <http://papers.ssrn.com/abstract=220671>. Acesso em: 01.02.2012).
- KAPP, Karl William. *The social costs of business enterprise*. Revised and extended version. Nottingham: Spokeman Books, 1978.
- KRELLE, Wilhelm E. *Economics and Ethics 1: The Microeconomic Basis*. Berlim – Heidelberg: Springer-Verlag, 2003.
- MARTINS, IVES GANDRA. *Ética no Direito e na Economia*.

- São Paulo: Thomson Learning, 1999
- MEADOWNS, Donella H; RANDERS, Jorgen; MEADOWNS, Dennis L., and BEHRENS, William W. *The Limits to growth: A report for the Club of Rome's Project on the Predicament of Mankind*. New York: Universe Books, 1972
- MEADOWNS, RANDERS and MEADOWS (2004). MEADOWNS, Donella H.; RANDERS, Jørgen; MEADOWS, Dennis L. *The limits to growth: the 30-year update*. Chelsea Green , 2004
- NELSON, Lisa The Role of the United Nations: from Stockholm to Johannesburg. in *Handbook of globalization and the environment*. KHI V. THAI, DIANNE RAHM, JERRELL D (organizers).CRC Press, 2007. p. 158
- PEREZ, Oren. *The New Universe of Green Finance: From Self-Regulation to Multi-Polar Governance*. 2007. Bar Ilan University Pub Law Working Paper No. 07-3; Responsible Business: Self-governance in Transnational Economic Transactions, Olaf Dilling, Martin Herberg & Gerd Winter, eds., Oxford: Hart Publishing, 2007. Disponível at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=962633>; p. 4
- POZEN, Robert C. *The Mutual Fund Industry Business*. Cambridge: The MIT Press, 1999.
- SAND, Peter H. *The Right to Know: Environmental Information Disclosure by Government and Industry*. Institute of International Law, University of Munich. . p. 5 Disponível em http://www.inece.org/forumspublicaccess_sand.pdf. Data de Acesso: 05.05.2010
- SEN, Amartya. *On Ethics & Economics*. Wiley-Blackwell, 1991
- SHAH, Ajay. The governance problem with mutual funds, 14 July 1999 Disponível em

- <http://www.mayin.org/ajayshah/MEDIA/1999/index.html>
. Acessado em 15.06.2009
- SMITH, Clifford W. "Agency Costs". In *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. Edited by John Eatwell, Murray Milgate and Peter Neuman. London: Palgrave Macmillan, 1994. p. 26-27
- REID, Gavin C. *The application of Principal-Agent Methods to Investor-Investee Relations in the UK Venture Capital Industry*. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Volume 1, Number 4, 1 October 1999, pp. 285-302(18). Disponível em <http://www.st-andrews.ac.uk/crieff/papers/dp9810.pdf>. Acessado em 17/07/2009.
- SCHMIDT, Daniel and WAHRENBURG, Mark, Contractual Relations between European Vc-Funds and Investors: The Impact of Reputation and Bargaining Power on Contractual Design (March 2003). CFS Working Paper No. 2003/15. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=414101>. Acesso em : 10/05/2011
- WHITE, Andrew; KIERNAN, Matthew. *Corporate Environmental Governance. A study into the influence of Environmental Governance and Financial Performance Full Report*. Sep. 2004. Disponível em www.environment-agency.gov.uk. Acesso em 05/08/2010
- ZOCH, Rui. *O Divórcio entre a Ética e a Economia. Reflexões a partir das idéias morais de Adam Smith*. Paper apresentado no doutorado da USP (2006), a ser publicado em coletânea organizada por FÁBIO KONDER COMPARTO.