

VOLUME III

RODRIGO ROCHA MONTEIRO DE CASTRO

LUIS ANDRE AZEVEDO

MARCUS DE FREITAS HENRIQUES

COORDENAÇÃO

DIREITO SOCIETÁRIO, MERCADO DE CAPITALIS, ARBITRAGEM E OUTROS TEMAS

HOMENAGEM A NELSON EIZIRIK

ALEXANDRE COUTO SILVA • ANA CAROLINA WEBER • ANDRÉ LUÍS MONTEIRO • ANTONIO DECCACHE • CARLOS PORTUGAL GOUVÊA • CÉSAR A. MARTINS CARNAÚBA
EDUARDO DE A. PARENTE • EDUARDO MUYLAERT • EDUARDO SALOMÃO NETO • EVANDRO FERNANDES DE PONTES • FABIANA CARSONI A. F. DA SILVA
FRANCISCO ROHAN DE LIMA • GLAUCO MARTINS GUERRA • GUILHERME PENALVA SANTOS • GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA • GUSTAVO MARTINS DE ALMEIDA
GUSTAVO TEPEDINO • HELIO PORTOCARRERO • JOÃO FRANCISCO BIANCO • JOSÉ A. TAVARES GUERREIRO • JUDITH MARTINS-COSTA
JULIANA B. HARGREAVES VIEIRA • LEONARDO ANTHERO AURIEMA • LUIZ CHRYSOSTOMO DE O. FILHO • MANOEL VARGAS • MARCELO DÓRIA
MARCELO TRINDADE • MÁRCIO GUIMARÃES • MARCUS DE FREITAS HENRIQUES • MARIA LÚCIA DE ARAÚJO CINTRA • MARIANA PARGENDLER
MAURICIO ALMEIDA PRADO • MAURICIO MOREIRA MENEZES • PAULO PENALVA SANTOS • PEDRO DUTRA • PEDRO PAULO CRISTOFARO • PETER CHRISTIAN SESTER
RENATA MORITZ SERPA COELHO • RENATO STEPHAN GRION • ROBERTA NIOAC PRADO • RODRIGO DA GUIA SILVA • RODRIGO GARCIA DA FONSECA
RODRIGO O. BROGLIA MENDES • RONALDO VASCONCELOS • SERGIO BERMUDES • SERGIO NELSON MANNHEIMER • SÉRGIO R. NUTTI MARANGONI
SILVIA MARIA COSTA BREGA • SILVIO SIMONAGGIO • TERCIO SAMPAIO FERRAZ JUNIOR • VIVIANE MULLER PRADO

QUARTIER LATIN

**DIREITO SOCIETÁRIO,
MERCADO DE CAPITAIS,
ARBITRAGEM E
OUTROS TEMAS**

HOMENAGEM A NELSON EIZIRIK

VOLUME III

QUARTIER LATIN

RODRIGO ROCHA MONTEIRO DE CASTRO; LUIS ANDRE AZEVEDO; MARCUS DE FREITAS HENRIQUES (COORDS.)

Direito Societário, Mercado de Capitais, Arbitragem e Outros Temas:

Homenagem a Nelson Eizirik – Volume III

São Paulo: Quartier Latin, 2020

ISBN 978-65-5575-044-7

1. Direito. 2. Direito comercial. 3. Direito Empresarial. 4. Direito privado.
5. Arbitragem. I. Título

Editor

Vinícius Vieira

Produção editorial

José Ubiratan Ferraz Bueno

Diagramação

Victor Guimarães

Revisão gramatical

Studio Quartier

Capa

Rafael Nicolau

EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL

Rua General Flores, 508

Bom Retiro – São Paulo

CEP 01129-010

Telefones: +55 11 3222-2423; +55 11 3222-2815;

Whatsapp: +55 11 9 9431 1922

Email: quartierlatin@globo.com

TODOS OS DIREITOS RESERVADOS. Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfilmicos, fotográficos, reprográficos, fonográficos, videográficos. Vedada a memorização e/ou a recuperação total ou parcial, bem como a inclusão de qualquer parte desta obra em qualquer sistema de processamento de dados. Essas proibições aplicam-se também às características gráficas da obra e à sua editoração. A violação dos direitos autorais é punível como crime (art. 184 e parágrafos do Código Penal), com pena de prisão e multa, busca e apreensão e indenizações diversas (arts. 101 a 110 da Lei 9.610, de 19.02.1998, Lei dos Direitos Autorais).

IV. ARBITRAGEM, CONFIDENCIALIDADE E DESENVOLVIMENTO DO DIREITO SOCIETÁRIO E DO MERCADO DE CAPITAIS: O BRASIL FEZ A ESCOLHA CERTA?

GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA

Advogado. Doutor, Mestre e Bacharel pela USP. Professor do INSPER e do IBMEC.

Este trabalho retoma considerações feitas em dois trabalhos pretéritos: Guilherme Setoguti J. Pereira, Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, passim; e “Temos que repensar a confidencialidade das arbitragens societárias”. In: Processo Societário III (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 219/238.

1. A IMPORTÂNCIA DOS MECANISMOS DE ENFORCEMENT PARA O DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE CAPITAIS

É corrente na doutrina a assertiva de que a eficiência e o grau de desenvolvimento de um dado mercado de capitais dependem, diretamente, da efetividade de seus mecanismos de *enforcement*, isto é, de seu sistema de cumprimento forçado de normas¹. Chega a ser um truísmo, ademais, afirmar que

¹ Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, *Enforcement e tutela...*, p. 24; Mark Gillen e Pittman Potter, “The convergence of securities law and implications for developing securities markets”. *North Carolina Journal of International Law*, v. 24, 1998-1999, p. 123; Ziven Scott Birdwell, “The key elements for developing a securities market to drive economic growth: a roadmap for emerging markets”. *Georgia Journal of International and Comparative Law*, v. 39, 2011, p. 544 e 545; John Coffee Jr., “Law and the market: the impact of enforcement”. *University of Pennsylvania Law Review*, v. 156, n. 2, dez. 2007, p. 232-234; Ronald Gilson, “Controlling shareholders and corporate governance: complicating the comparative taxonomy”. *Harvard Law Review*, v. 119, abr. 2006, p. 1.674 e 1.675; Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer e Robert Vishny. “Legal determinants of external finance”. *The Journal of Finance*, v. 52, jul. 1997, p. 1.131-1.150 e “Investor protection and corporate valuation”. *The Journal of Finance*, v. 57, jun. 2002, p. 1.147-1.170; Rafael La Porta, Florencio Lopez-De-Silanes e Andrei Schleifer, “What works in securities laws?”. *The Journal of Finance*, v. LXI, n. 1, fev. 2006, p. 5; Érica Gorga, “A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais”. *Revista de Administração*. v. 39, out./dez. 2004, p. 311; Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores por termo de compromisso”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 623; Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito so-

as normas processuais desempenham um papel importante na construção de um sistema jurídico efetivo.² A inexistência de “um sistema eficiente de cumprimento das normas societárias (*enforcement*)” é vista, assim, como “um dos fatores impeditivos do desenvolvimento do mercado de capitais”.³

A assertiva parte da ideia de que investidores não participarão do mercado de capitais se estiverem temerosos de que seus direitos não serão respeitados pelos tomadores dos seus recursos, o que gera um círculo vicioso que impede a evolução do mercado.⁴ Não é nova a relação entre tutela do investidor e o bom desenvolvimento do mercado.⁵

É por conta disso que na Exposição de Motivos da Lei das S/A o então Ministro da Fazenda Mário Henrique Simonsen, logo após destacar que o principal objetivo daquele corpo normativo era criar condições para o fortalecimento do mercado de capitais no país, afirmou que a mobilização

cietário: limites do instituto da arbitragem”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira São Paulo: Quartier Latin: 2012, p. 78; Sheila Neder Cerezetti, *Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei n. 6.385/76* (coords. Gabriela Codorniz e Laura Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 122; Lionel Zaclis, *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 197; Ana Novaes, “Mercado de capitais: lições da experiência internacional”. In: *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros* (coords. Edmar Bacha e Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho), Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005, p. 108; Jairo Saddi, “Qual é o melhor sistema jurídico para o mercado de capitais?”. In: *Direito societário – desafios atuais* (coords. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão). São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 223; Luiz Felipe Amaral Calabró, *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa*. São Paulo: Almedina, 2011, p. 156; Gabriel Saad Kik Buschinelli e Rafael Helou Bresciani, “Aspectos processuais da ação de responsabilidade do controlador movida por acionista titular de menos de 5% do capital social (art. 246, § 1º, ‘b’ da Lei 6.404/76)”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 303; e Vinícius Krüger Fadanelli e Lucas Braun, Patella). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 243. A respeito da correlação entre mercado de capitais e crescimento econômico, v. Ross Levine e Sara Zervos, “Stock markets, banks, and economic growth”. *The American Economic Review*, v. 88, n. 3, jun. 1998, p. 546 e 554; e Robert G. King e Ross Levine, “Finance and growth: Schumpeter might be right”. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 108, n. 3, ago. 1993, p. 717-737

² Cf. Theodor Baums e Kenneth Scott, “Taking shareholder protection seriously? Corporate governance in the United States and Germany”. *ECGI Law Working Paper*, n. 17, nov. 2003, p. 10; Robin Hui Huang, “Private enforcement of securities law in China: a ten-year retrospective and empirical assessment”. *The American Journal of Comparative Law*, v. 61, 2013, p. 758; e Guido Ferrarini e Paolo Giudici, “Financial scandals and the role of private enforcement: The Parmalat case”. *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 40, maio 2005, p. 3. Nesse sentido é a afirmativa de Eduardo Secchi Munhoz de que a circunstância de que o mercado de capitais brasileiro é de capital concentrado, com ampla possibilidade de extração de benefícios privados da companhia pelo acionista controlador, decorre menos de deficiências materiais da Lei 6.404/76 (“Lei das S/A”) e mais da ausência de mecanismos adequados de cumprimento de suas regras (cf. *Alienação de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 99).

³

⁴

⁵

Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema...”, p. 78.

Cf. Viviane Muller Prado e Renato Vilela, “Indenização de investidores...”, p. 623.

Cf. Sheila Neder Cerezetti, *Comentários à Lei...*, p. 122.

da poupança popular através desse mercado depende de uma sistemática que assegure aos seus participantes *respeito às regras a que se sujeitam*.⁶

O crescimento do mercado de capitais fazia parte do modelo de desenvolvimento que se vislumbrava para o país por meio daquela lei e da Lei 6.385/76,⁷ e as medidas de *enforcement* dessa legislação assumiam papel relevante nesse mister. A Exposição de Motivos da Lei 6.385/76 também contém passagens semelhantes à acima destacada, que atrelam a evolução do mercado de capitais brasileiro às funções fiscalizadora e sancionadora da CVM.⁸ A correlação que existe entre desenvolvimento econômico e cumprimento das normas que regem o mercado de valores mobiliários é encontrada, portanto, na gênese dessas duas leis, alicerces legais do mercado de capitais brasileiro.

Faz sentido que assim seja. Se as condutas prescritas pelo direito material não são observadas espontaneamente pelos jurisdicionados, cabe ao Estado – de ofício ou mediante provocação do interessado, a depender da natureza da crise jurídica – exigir o seu cumprimento. Se um dado ordenamento não conta com ferramentas adequadas de imposição dessas condutas, é razoável concluir que será menos efetivo do que se contasse, não só porque as normas descumpridas tendem a assim permanecer, mas também porque esse estado de coisas transmite um desincentivo ao cumprimento, decorrente da baixa probabilidade de aplicação da sanção. É uma obviedade afirmar que leis de proteção às companhias, aos acionistas e aos investidores só são significativas se a sua aplicação for devidamente imposta em caso de inobservância.⁹

E é justamente com base nesse entendimento que o legislador, o regulador estatal e o regulador privado elegeram a arbitragem como o método mais adequado de solução de controvérsias societárias das companhias abertas do país, por meio de medidas que desde o começo dos anos 2000 vêm sendo to-

6 Item 4 da Exposição de Motivos n. 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda (<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM196-Lei6404.pdf>>; consultado em 11.12.16). Fazendo considerações sobre a Lei 6.385/76 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, José Alexandre Cavalcanti Vasco, “A proteção e educação ao investidor: 1976/2006”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34. out./dez. 2006, p. 153.

7 Cf. Otavio Yazbek, “Reflexões sobre a atividade sancionadora da CVM em caso de descumprimento de regras de direito societário”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 610.

8 Cf. Item 4 da Mensagem n. 203, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda (<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis/anexos/EM197-Lei6385.pdf>>; consultado em 11.12.16).

9 Cf. Theodor Baums e Kenneth Scott, “Taking shareholder...”, p. 10; e Robin Hui Huang, “Private enforcement...”, p. 758. Um exemplo da importância do *enforcement* é a afirmação de Guido Ferrarini e Paolo Giudici de que a responsabilidade pelo escândalo Parmalat na Itália não deve ser atribuída ao seu direito substancial regulador das condutas de gatekeepers, que era suficientemente adequado e até mais rigoroso do que a legislação norte-americana, mas sim ao *enforcement* dessa legislação (ou à falta de dele) (cf. “Financial scandals...”, p. 3).

mas. Tais ações partem da ideia, forte na doutrina, de que a arbitragem é, se não o melhor, um método de solução de controvérsias societárias com largas vantagens sobre o processo estatal.¹⁰

Mas há vários motivos para contestar esse entendimento, que, para serem analisados em sua plenitude, exigiriam um trabalho mais extenso do que o presente. Com tal espírito, este artigo se propõe a questionar o atrelamento que se faz entre, de um lado, arbitragem e, de outro, litígios societários, sob a ótica da *confidencialidade* que é inerente à esmagadora maioria dos processos arbitrais. E como esse atrelamento impacta o desenvolvimento do direito societário e do mercado de capitais brasileiro.¹¹

Conforme será tratado à frente, em nenhum momento a legislação brasileira impõe a confidencialidade como regra procedimental obrigatória da arbitragem. Mas a confidencialidade sem dúvida é uma prática arbitral, de modo que, exceto nas situações em que a lei impõe um regime de publicidade (como nas arbitragens envolvendo o Poder Público), uma arbitragem sob regime de publicidade (ainda que parcial) é uma autêntica *avis rara*.

É possível afirmar, pois, que, ao elegermos a arbitragem como o melhor método (ou o mais adequado) para a solução de controvérsias societárias (como se vem fazendo no Brasil desde pelo menos 2001), submetemos tais litígios a um método confidencial de solução de disputas.

¹⁰ Cf. Luciano Benetti Timm, *Arbitragem nos contratos empresariais, internacionais e governamentais*. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009, p. 57; Luiz Eduardo Martins Ferreira, "O Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa - a Câmara de Arbitragem do Mercado". In: Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos (org. Jairo Saddi). São Paulo: IOB, 2002, p. 400; e Daniel de Andrade Levy, "Aspectos polêmicos da arbitragem no mercado de capitais". *Revista Brasileira de Arbitragem*, n. 27, jul./ago./set. 2010, p. 8 e 10 e "Estudo comparado da arbitragem no mercado de capitais". *RDM*, n. 155/156, ago./dez. 2010, p. 275; Gu Weixia, "Securities arbitration in China: a better alternative to retail shareholder protection". *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 33, 2012-2013, p. 305-308; Angélica Ramos de Frias, "Alcance subjetivo da cláusula compromissória na solução de conflitos societários e no âmbito do mercado de capitais". In: *Mercado de capitais brasileiro - doutrina, cases & material* (coords. Mauro Rodrigues Pentead e Eduardo Secchi Munhoz). São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 57; Luis Fernando Guerrero, *Convenção de arbitragem e processo arbitral*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 60; Arnoldo Wald, "A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os direitos dos minoritários na nova Lei das S.A.". In: *A reforma da Lei das Sociedades Anônimas* (coord. Jorge Lobo). Rio de Janeiro, Forense, 2002, p. 238; Pedro Batista Martins, *Arbitragem no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 115; José Alexandre Tavares Guerreiro, "Direito das minorias na sociedade anônima". *RDM*, n. 63, 1986, p. 111; Bernard Black, "Strengthening Brazil's securities markets". *RDM*, n. 120, out./dez. 2000, p. 17; Raquel Stein, *Arbitrabilidade no direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, p. 115 e 116; e Nelson Eizirik, "Arbitrabilidade objetiva nas sociedades anônimas e instituições financeiras". In: *Arbitragem - desafios atuais* (coords. Rodrigo R. Monteiro de Castro e Leandro Santos de Aragão). São Paulo: Quartier Latin, 2001, p. 32.

¹¹ Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, "Temos que repensar...", p. 219/238.

Este artigo propõe-se a questionar o quase dogma doutrinário e a opção do legislador e do regulador mencionados acima, para defender o argumento de que, permitir a confidencialidade de arbitragens que envolvem disputas societárias, mais atrapalha do que ajuda a aplicação (o *enforcement*) do direito societário e, conseqüentemente, o desenvolvimento do direito societário e do mercado de capitais brasileiro. É que, por isso, arbitragens envolvendo tais disputas (ou pelo menos parte delas, especialmente as que apresentam algum grau de unitariedade), deveriam se sujeitar a um regime de não confidencialidade ou de confidencialidade atenuada.

Hoje se percebe que essa escolha, de submeter praticamente todo o contencioso societário brasileiro de companhias abertas à arbitragem, talvez não tenha sido a mais acertada. Há inúmeros problemas que decorrem dessa escolha, que não poderiam ser tratados aqui em profundidade e que foram abordados mais detalhadamente em nosso “*Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*”,¹² ao qual tomamos a liberdade de fazer remissão. Neste artigo escolhemos um desses problemas, relativo à confidencialidade dos processos arbitrais e a de que forma ela impacta (negativamente) a aplicação do direito societário e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

2. A EFETIVIDADE DO SISTEMA BRASILEIRO DE ENFORCEMENT

Colhe-se com frequência na doutrina a opinião de que o sistema brasileiro de cumprimento forçado das normas societárias e do mercado de capitais é pouco efetivo.¹³ Exemplo disso é a assertiva de que no Brasil não há mecanis-

¹² Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, *passim*.

¹³ Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, “*Enforcement e tutela...*”, p. 59; Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira. São Paulo: Quartier Latin: 2012, p. 79 e “Influência do patrimonialismo na sociedade anônima. Importância dos mecanismos privados de efetivação dos deveres do acionista controlador e Importância dos mecanismos privados de efetivação dos deveres do acionista controlador e “Legal protection of minority shareholders of listed corporations in Brazil: brief history, legal structure and empirical evidence”. *Journal of Civil Law Studies*, v. 4, 2011, p. 184; Viviane Muller Prado e Vinícius Correa Buranelli, “Relatório da pesquisa de jurisprudência sobre direito societário e mercado de capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo”. *Caderno Direito GV*, n. 9, jan. 2006, p. 4; Calixto Salomão Filho, “Direito societário e Novo Mercado”. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 53; José Alexandre Tavares Guerreiro, “Direito das minorias na sociedade anônima”. *RDM*, n. 63, 1986, p. 111; Nelson Eizirik, “‘Insider trading’ e responsabilidade de administrador de companhia aberta”. In: *Questões de direito societário e mercado de capitais*, 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 61; Paulo Cezar Aragão, “A CVM em juízo: limites e possibilidades”. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34, out./dez. 2006, p. 39; Osmar Brina Corrêa-Lima, *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 111; Marcelo Vieira von Adamek, *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 206 e 207; Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade*

mo que “satisfaça de forma eficiente os interesses dos investidores do mercado de capitais”.¹⁴ Sob a perspectiva do direito societário, já se disse que reformas legislativas se ocuparam principalmente do direito material, “tendo ficado em segundo plano a preocupação de criar um sistema eficiente de solução de conflitos, voltado a assegurar o cumprimento dessas normas”.¹⁵

É também com esse espírito que se alude à “escassa litigância sobre responsabilidade civil dos administradores de sociedades anônimas”¹⁶ e ao “diagnóstico de que as ações de responsabilidade civil são pouco utilizadas como instrumento de responsabilização de administradores de companhias abertas”.¹⁷ Afirma-se, na mesma direção, que é “extremamente pobre a verificação concreta do cumprimento dos deveres do controlador e dos administradores” e que o direito brasileiro apresenta “baixíssima efetividade na concretização dos deveres do controlador e dos administradores”.¹⁸ Alude-se à “rarefação da casuística brasileira” sobre responsabilidade civil envolvendo sociedades comerciais.¹⁹

A literatura já produzida sobre o tema faz referência ao número reduzido de ações derivadas e a uma sintomática apatia dos sócios, especialmente nas macrocompanhias e naquelas cujos estatutos sociais contêm cláusula compromissória de arbitragem, que funciona como um desestímulo ao ajuizamento de demandas.²⁰ Fala-se, ainda, na “inadequação das regras processuais às disposições da Lei de Sociedades por Ações”, que, aliada à morosidade, à onerosidade e à ineficiência do Judiciário, responderia pela inércia das minorias acionárias.²¹

civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro (dissertação de mestrado). São Paulo: Escola de Direito da FGV. 2011, p. 105; Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, “Os empecilhos à tutela judicial dos investidores no mercado de capitais e a class action no Brasil”. In: *Processo Societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 192; e José Marcelo Martins Proença e Alberto Barbosa Jr., “Notas sobre a revisão judicial dos atos de gestão em sociedades anônimas: os tribunais judiciais podem aprender com a CVM?”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 373.

- 14 Cf. Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, “Os empecilhos...”, p. 192. De certa forma, é o que também diz Calixto Salomão Filho, ao afirmar que o modelo brasileiro de concentração de poderes nas mãos do acionista controlador não vem acompanhado, como contrapartida, de proteção efetiva dos demais sócios e dos demais interesses envolvidos pela sociedade (cf. “Direito societário...”, p. 53).
- 15 Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema...”, p. 79.
- 16 Cf. José Marcelo Martins Proença e Alberto Barbosa Jr., “Notas sobre...”, p. 373.
- 17 Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 8.
- 18 Cf. Eduardo Secchi Munhoz, “Influência do patrimonialismo...”, p. 12 e 20.
- 19 Cf. Osma Brina Corrêa-Lima, *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 111.
- 20 Cf. Marcelo von Adamek, *Abuso de minoria em direito societário*. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 206 e 207.
- 21 Cf. José Alexandre Tavares Guerreiro, “Direito das minorias...”, p. 111.

Para além dessas opiniões, há também algumas pesquisas que procuraram firmar evidências empíricas nessa direção.

Um interessante estudo realizado por Ana Carolina Rodrigues concluiu que as ações de responsabilidade civil são pouco utilizadas como instrumento de responsabilização de administradores de companhias abertas. Esse entendimento partiu do diagnóstico de que o número de tais demandas contra administradores de companhias abertas é escasso, na comparação com o número de processos administrativos sancionadores julgados pela CVM.²² O cotejo entre as duas realidades mostrou haver um claro desequilíbrio entre as demandas indenizatórias judiciais e aqueles processos administrativos.

A mencionada autora efetuou um levantamento nos sítios eletrônicos dos tribunais superiores e nos tribunais de justiça do sudeste e do sul do país (TJ/SP, TJ/RJ, TJ/MG, TJ/ES, TJ/RS, TJ/SC e TJ/PR), em busca de julgados proferidos entre 2000 a 2010, relativos às ações de responsabilidade. Promoveu pesquisa nos sítios eletrônicos da CVM e da BM&FBovespa, analisando todas as atas de assembleia de companhias abertas daquele mesmo período, em busca de deliberações assembleares versando sobre propositura de ação contra administradores da companhia, conforme exigido pelo art. 159 da Lei das S/A. A pesquisa encontrou 11 (onze) deliberações tratando do assunto, sendo 7 (sete) deliberações positivas (aprovação da propositura da demanda) e 4 (quatro) deliberações negativas (rejeição da propositura da demanda).

Conjugando os resultados desses diferentes métodos de pesquisa, Rodrigues encontrou 5 (cinco) processos julgados em segunda instância e 10 (dez) atas de assembleia geral deliberando a respeito da propositura de ação de responsabilidade contra administradores. Apenas 6 (seis) dessas atas referiam-se a casos que poderiam ter dado ensejo à propositura da ação, na medida em que, em 4 (quatro) das 10 (dez) atas encontradas, a deliberação foi pelo não ajuizamento da ação, e não havia, em tais companhias, acionistas minoritários que atingissem o quórum de 5% do capital social exigido pelo art. 159, § 4º da Lei das S/A em caso de deliberação negativa. Essa pesquisa indicou,

²² “De acordo com os dados reunidos ao longo deste trabalho, foi possível verificar que as ações de responsabilidade civil contra administradores de companhias abertas são escassas, especialmente se comparadas com o volume de processos administrativos sancionadores julgados pela CVM: não mais de 11 casos em esfera judicial contra 210 casos em esfera administrativa” (cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 105). De modo mais resumido, a pesquisa também está refletida no artigo “A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas e a proteção dos acionistas minoritários”. *Revista de Direito Público da Economia*, n. 45, jan./mar. 2014, onde concluiu que “a ação de responsabilidade civil, a despeito da sua importância, parecer apresentar sérios obstáculos à sua propositura” (p. 29).

assim, que o número dessas ações de responsabilidade civil no período não seria maior do que 12 (doze).²³

O estudo também analisou os processos sancionadores da CVM julgados entre 2000 e 2010, que tinham como acusados administradores de companhias abertas não financeiras. Foram encontrados 210 (duzentos e dez) processos administrativos sancionadores com esse objeto, dos quais cerca de 15% (quinze por cento) – isto é, 32 (trinta e dois) processos – foram iniciados por reclamações de investidores, tendo os demais aproximadamente 85% sido iniciados de ofício pela autarquia.²⁴

Embora o número de processos administrativos sancionadores iniciados por provocação de investidores seja modesto se comparado com o número total de tais processos – o que mostra uma proporção elevada de medidas iniciadas de ofício pela autarquia –, trata-se de número bastante superior ao de precedentes encontrados na esfera judicial: são 32 (trinta e dois) processos administrativos sancionadores em oposição a 11 (onze) processos judiciais. Essa constatação sugere que os investidores *preferem se manifestar pela via administrativa a utilizar a via judicial*. E uma possível resposta para isso é o fato de que as denúncias ou reclamações perante a CVM são apresentadas de modo mais simples, são apreciadas mais rapidamente e têm um custo mais baixo na comparação com uma demanda judicial e, mais ainda, arbitral.²⁵

O trabalho de Rodrigues, nesse sentido, aponta diferenças entre os sistemas de responsabilidade civil e responsabilidade administrativa, tais como (i) a necessidade de advogado para o ajuizamento de ações judiciais e a desnecessidade de advogado para se fazer uma reclamação ou denúncia à CVM; (ii) a necessidade de deliberação assemblear para a propositura de ação social de responsabilidade contra administradores (Lei das S/A, art. 159) e a desnecessidade de tal deliberação para a instauração de processo administrativo sancionador; (iii) o efeito extintivo da aprovação das contas e demonstrações financeiras sem ressalvas (Lei das S/A, art. 134, § 3º) e a inaplicabilidade de tal efeito na esfera administrativa; (iv) a previsão de exclusão de responsabilidade do administrador que agiu com boa-fé (Lei das S/A, art. 159, § 6º) e a inexistência de tal previsão na esfera administrativa; (v) previsão de verba sucumbencial na esfera judicial e inexistência de tal previsão na esfera administrativa; (vi) possibilidade de início do processo administrativo por iniciativa da CVM (de ofício) e necessidade de provocação para ações judiciais; e (vii) tec-

23 Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 66-69 e 118-121.

24 *Ibidem*, p. 121-164.

25 *Ibidem*, p. 78.

nicidade dos julgadores na esfera administrativa, superior à dos julgadores da esfera judicial, entre outros motivos.²⁶

O alto volume de condenações em esfera administrativa afasta o argumento de que a legislação material seria tão eficiente a ponto de desestimular as condutas ilícitas, e sinaliza que o ilícito existe, mas é melhor e mais frequentemente sancionado nessa esfera.²⁷ Não haveria problema nessa constatação se a via administrativa fosse uma alternativa adequada à solução de tais conflitos, mas não é, especialmente sob a ótica da reparação civil.

Esse estudo corrobora a opinião de Paulo Cezar Aragão de que a tutela administrativa prestada pela CVM e a proteção judicial dos investidores e do correto funcionamento do mercado de valores mobiliários não são adequadamente interligadas.²⁸ Esse mesmo autor apontou, aliás, que nos mais de trinta anos de vigência do Decreto-Lei 2.627/40 (diploma que dispunha sobre a sociedade por ações anteriormente à Lei das S/A), houve apenas um caso judicial de discussão sobre responsabilidade de administradores de sociedades anônimas.²⁹

Outro interessante estudo empírico foi realizado por Viviane Muller Prado e Vinícius Buranelli, que analisaram acórdãos do Tribunal de Justiça de São Paulo sobre temas de direito societário e mercado de capitais no período compreendido entre 1998 e 2005. Foram encontrados 50 (cinquenta) casos envolvendo questões relacionadas a direito societário, mas apenas 3 (três) deles referiam-se à responsabilidade civil de controladores e administradores.

Essa pesquisa avaliou inúmeras variáveis nas amostras colhidas e indicou que nos processos envolvendo direito societário a maior parte das demandas foi ajuizada por pessoa física (66%), hipótese seguida por demandas iniciadas por investidor institucional (18%), pessoa jurídica (14%) e Ministério Público (2%). Os réus dessas demandas foram a sociedade (88%), o acionista controlador (10%) e o administrador (2%). Já nos processos tendo por objeto matérias de mercado de capitais, a iniciativa de ajuizamento foi de pessoa física (56,1%), Ministério Público (19,5%), pessoa jurídica (12,2%), corretora de valores mobiliários (8,5%), bolsa de valores (2,4%) e investidor institucional (1,2%). Os réus dessas demandas foram corretora (59,8%), pessoa física (17,1%), bolsa de

²⁶ Cf. Ana Carolina Rodrigues, *A responsabilidade civil...*, p. 106; e "A responsabilidade civil...", p. 29.

²⁷ Vai nessa linha a observação de Nelson Eizirik de que a repressão ao insider trading ocorre de maneira "satisfatória e uniforme" no âmbito da competência administrativa da CVM, mas na órbita do Poder Judiciário isso não acontece (cf. "Insider trading" e responsabilidade de administrador de companhia aberta". In: *Questões de direito societário e mercado de capitais*, 1ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1987, p. 61).

²⁸ Cf. Paulo Cezar Aragão, "A CVM em juízo...", p. 39.

²⁹ *Ibidem*, p. 40.

valores (12,2%), pessoa física e corretora em litisconsórcio (6,1%), pessoa jurídica (2,4%) e investidor institucional (2,4%).³⁰

A pesquisa evidenciou que demandas de responsabilização de acionista controlador e de administradores são pouco frequentes, na comparação com outras matérias (apenas 6% da amostra).³¹ Em um ambiente em que é historicamente alta a ocorrência de extração de benefícios privados de controle, esse número sugere serem pouco sancionadas as condutas abusivas praticadas pelo acionista controlador.³²

Outra conclusão interessante desse estudo é que o número de demandas ajuizadas por investidores institucionais é relativamente baixo, tanto em processos envolvendo direito societário como nas relacionadas a direito do mercado de capitais, embora se esperasse uma conduta mais ativa e relevante desse investidor.³³

Da mesma forma, pesquisa conduzida por Paulo de Lorenza Messina e Paula Andrea Forgioni analisou a jurisprudência do Supremo Tribunal Federal, do Superior Tribunal de Justiça, do Tribunal de Justiça de São Paulo e dos então Tribunais de Alçada Cíveis de São Paulo, proferidos entre os anos de 1986 a 1998, encontrando apenas 3 (três) decisões relativas à responsabilidade civil de administradores.³⁴

Outro relevante estudo empírico, também realizado por Viviane Muller Prado, focou-se em mecanismos de ressarcimento de prejuízos derivados de falhas informacionais. Com base em levantamento feito nos Tribunais de Justiça das regiões Sul e Sudeste e nos Tribunais Regionais Federais da Terceira e Quarta Regiões, foram identificados apenas 3 (três) casos envolvendo pleitos individuais de ressarcimento de investidores por falhas informacionais. E apenas 1 (um) caso em que investidores foram de fato indenizados em decorrência de falha informacional.³⁵

Também sobre falhas informacionais, Aline de Menezes Santos escreveu, em artigo publicado em 2010, que, embora tenham sido realizadas no Brasil mais de 140 (cento e quarenta) ofertas públicas de valores mobiliários entre 2004 até setembro de 2010, o que fez com o número de companhias abertas brasileiras saltasse de 358 (trezentos e cinquenta e oito) para 400 (quatrocentos

³⁰ Viviane Muller Prado e Vinícius Buranelli. "Relatório da pesquisa...", p. 17, 27 e 28.

³¹ Cf. Viviane Muller Prado e Vinícius Buranelli, "Relatório da pesquisa...", p. 36.

³² Cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, "Legal protection...", p. 180.

³³ Cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, "Legal protection...", p. 180.

³⁴ Cf. *Sociedade por ações: jurisprudência, casos e comentários*. São Paulo: RT, 1999.

³⁵ Cf. "Não custa nada mentir...", p. 4 e 13-17.

tas), “não há precedentes judiciais ou administrativos recentes relativos à responsabilidade do emissor ou da instituição intermediária das ofertas”.³⁶

A jurisprudência relativa a medidas de responsabilização da sociedade por prejuízos causados aos sócios e a terceiros também é “relativamente reduzida”.³⁷

O diagnóstico aplica-se igualmente aos processos coletivos. Embora a Lei 7.913/89, que cuida da tutela coletiva dos investidores do mercado de valores mobiliários, tenha sido promulgada em 1989, ela foi pouco aplicada. Prova disso é que, em 2007 – quando a referida lei já completara 18 (dezoito) anos de vigência –, foram identificadas apenas 9 (nove) nove ações civis públicas ajuizadas até então com fundamento nessa legislação.³⁸

Em um dos trabalhos referidos há pouco, Viviane Muller Prado encontrou, em pesquisa jurisprudencial feita nos Tribunais de Justiça das regiões Sul e Sudeste e nos Tribunais Regionais Federais da Terceira e Quarta Regiões, apenas 3 (três) decisões proferidas em ações civis públicas ajuizadas pelo Ministério Público e 2 (duas) em ações civis coletivas ajuizadas por associações de investidores, tendo por objeto indenização decorrente de falhas informacionais no mercado de valores mobiliários. O achado sugere que também sob a ótica coletiva o Judiciário “não aparece como uma instituição constantemente procurada por investidores”.³⁹

Mais do que isso: o estudo mostrou não apenas ser reduzido o número de tais ações coletivas, mas também que elas não são um mecanismo efetivo de reparação, na medida em que em nenhuma delas houve condenação e efetivo ressarcimento de investidores.⁴⁰

O cenário da arbitragem não é diferente. Embora haja poucos estudos empíricos e estatísticas⁴¹ a respeito do tema – em razão da confidencialidade comum aos processos arbitrais –, há motivos para questioná-la como um efe-

³⁶ Cf. “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. In: *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* (coord. Marcelo von Adamek). São Paulo, 2011, p. 227 e 228.

³⁷ Cf. Arnoldo Wald, “Considerações sobre...”, p. 16.

³⁸ Cf. Lionel Zaclis, *Proteção coletiva...*, p. 178-183.

³⁹ Cf. “Não custa nada mentir...”, p. 25.

⁴⁰ Cf. “Não custa nada mentir...”, p. 25.

⁴¹ Há alguns poucos estudos empíricos sobre arbitragem no Brasil, podendo ser citados os seguintes estudos, que, contudo, pouco contribuíram para o objeto desta tese (cf. Selma Lemes, Adriana Braghetta, Daniela Gabbay, Eleonora Pitombo e Rafael Alves. “Arbitragem e Poder Judiciário: uma radiografia dos casos que chegam ao Judiciário brasileiro”. *Cadernos Direito GV*, v. 6, n. 6, nov. 2009; CBAR-Comitê Brasileiro de Arbitragem. *Separata - Arbitragem no Brasil - Pesquisa CBar-Ipsos*. São Paulo: IOB, 2012; e Selma Lemes, *Análise da Pesquisa Arbitragem em Números de 2010 a 2013*, <<http://selmalemes.adv.br/artigos/An%C3%A1lise%20da%20Pesquisa%20Arbitragem%20em%20N%C3%BAmeros%20-2010-2013.pdf>> (consultado em 21.11.16).

tivo mecanismo de solução de controvérsias societárias envolvendo companhias abertas.

De acordo com informações fornecidas pela Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), até dezembro de 2016 haviam sido instauradas 80 (oitenta) arbitragens perante aquele centro, sendo 4 (quatro) em 2010, 7 (sete) em 2011, 16 (dezesesseis) em 2012, 7 (sete) em 2013, 16 (dezesesseis) em 2014, 15 (quinze) em 2015 e 15 (quinze) em 2016.

Desse total, 38 (trinta e oito) encontravam-se ativas e 42 (quarenta e dois) haviam sido encerradas. Além disso, 63% (sessenta e três por cento) tinham por objeto matérias de direito societário, 25% (vinte e cinco por cento) contratos empresariais em geral e 12% (doze por cento) operações em bolsa. Esses dados indicam que apenas 14% (quatorze por cento) dessas arbitragens foram iniciadas em razão de cláusula compromissória estatutária obrigatória, sendo 4% (quatro por cento) de cláusulas estatutárias facultativas e 82% (oitenta e dois por cento) de cláusulas previstas em outros negócios jurídicos.

Se considerado que em dezembro de 2016 havia 148 (cento e quarenta e oito) companhias integrantes do Novo Mercado e do Nível 2⁴² (número que já foi maior), e se firmada a premissa de que todos os litígios societários envolvendo tais companhias deveriam ser resolvidos por meio de arbitragem, o número de processos arbitrais administrados pela CAM é extremamente reduzido. O que sugere que também nesse âmbito as ferramentas de tutela são pouco efetivas.

Essa conclusão é ainda pior se considerado que muitas das arbitragens administradas pela CAM envolvem partes que a elegeram espontaneamente como órgão arbitral, e disputas privadas, como, por exemplo, discussões relativas a acordos de acionistas. É extremamente relevante, por isso, o dado de que, do total de arbitragens até hoje administradas pela CAM, apenas 14% (quatorze por cento) referem-se a litígios originados em razão de cláusulas compromissórias estatutárias obrigatórias. Ou seja, de um total de 80 (oitenta) arbitragens administradas até hoje, apenas 11 (onze) arbitragens relacionam-se às companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2. Esse número é extremamente baixo.

Diante da ausência de estatísticas e dados públicos, não é possível traçar com segurança um diagnóstico seguro sobre a efetividade da arbitragem enquanto mecanismo de solução de controvérsias societárias e de mercado. Mas

42 <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm> (consultado em 28.12.16).

os poucos dados a que se teve acesso, somados às considerações acima, mostram que, embora parte significativa do contencioso de companhias abertas brasileiras esteja submetida à arbitragem, é extremamente baixo o número de litígios submetidos à arbitragem. Isso mostra que, sendo a arbitragem a única via para a solução de tais litígios, ela não está sendo utilizada e, conseqüentemente, as controvérsias que surgem estão permanecendo latentes, sem acessar algum mecanismo para que possam ser solucionadas.

As considerações feitas há pouco mostram que os mecanismos de *enforcement* do mercado de capitais brasileiro, especialmente sob a ótica da tutela indenizatória, são pouco efetivos, quer por conta do reduzido número de medidas tomadas, quer por conta da ausência de resultados concretos. Os estudos empíricos mencionados confirmam a noção de que é baixo o número de medidas tomadas em defesa dos sujeitos do mercado de capitais, como as ações indenizatórias movidas contra administradores, contra acionistas controladores e contra as próprias companhias.

3. O ENFORCEMENT DAS REGRAS SOCIETÁRIAS E DE MERCADO DE CAPITAIS E A ESCOLHA PELA ARBITRAGEM: DECISÃO ACERTADA?

A partir do final dos anos 1990 e começo dos anos 2000 desenvolveu-se no Brasil um movimento de reflexão doutrinária e reforma legislativa com o intuito de aprimorar o mercado de capitais do país, por meio da melhora do arcabouço legal societário e do estabelecimento de um regime mais adequado de proteção a investidores.⁴³

É nesse cenário que se inseriu a reforma da Lei das S/A promovida pelas Leis 10.303/01 e 10.411/02⁴⁴, que, entre outras muitas alterações, acrescentou o § 3º ao art. 109 da Lei das S/A, que prevê expressamente a possibilidade de cláusula compromissória de arbitragem estatutária.

43 Esse movimento deveu-se, entre outros fatores, à crise financeira de liquidez que atingiu o Brasil em 1999 e outras economias emergentes entre meados dos anos 1990 e começo dos anos 2000, além de ter sido uma resposta às reformas que haviam sido promovidas à Lei das S/A em 1997, para possibilitar a privatização de companhias de controle estatal. Sobre os fatores históricos que levaram a tal movimento, v. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, "Legal protection of minority shareholders of listed corporations in Brazil: brief history, legal structure and empirical evidence". *Journal of Civil Law Studies*, v. 4, 2011, p. 152-155.

44 "A tramitação da Lei n. 10.303/2001 provocou intensas discussões (...). O objeto inicial da reforma era o de promover o fortalecimento do mercado de capitais, mediante o estabelecimento de um sistema de maior proteção aos minoritários, bem como de incorporação ao direito societário de princípios de boas práticas de governança corporativa, seguindo o receituário de agências internacionais de fomento do mercado de capitais" (cf. Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik, *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 2).

É também nesse contexto que a então Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa (hoje B3) decidiu, em 2000, (i) instituir segmentos diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), para, ao estabelecer práticas de governança corporativa mais rigorosas do que as previstas em lei, criar um ambiente de negociação que fomentasse o mercado de capitais;⁴⁵ e (ii) tornar obrigatória a arbitragem para a solução de conflitos envolvendo acionistas, administradores e companhias dos dois segmentos com os mais elevados níveis de governança (Novo Mercado e Nível 2).⁴⁶

Como alternativa a uma alegada inadequação da Justiça brasileira para resolver controvérsias societárias e advindas do mercado de valores mobiliários, em 2001 a Bovespa criou a Câmara de Arbitragem do Mercado e impôs a inserção de cláusula compromissória de arbitragem nos estatutos sociais das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado⁴⁷ e Nível 2.⁴⁸ Isso, sustentou-se à época, contribuiria para o aprimoramento do mercado acionário brasileiro.⁴⁹

45 Sobre a criação do Novo Mercado, v. Angela Rita Franco Donaggio, Julya Sotto Mayor Wellisch e Tatiana Flores Serafim, “Desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: o Novo Mercado”. In: *Mercado de capitais brasileiro II* (coord. Mauro Rodrigues Penteado). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 242-272. Conforme apontam essas autoras, o movimento rumo a melhores práticas de governança corporativa no mundo ocorreu após inúmeras crises e colapsos empresariais, em inúmeros países, a partir da década de 1990 (p. 258). Sobre a evolução dos segmentos especiais de governança corporativa, v. também <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-segmentos-especiais/> (consultado em 20.8.16).

46 Cf. Viviane Muller Prado, “Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores”, disponível em <https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores_dados_e_reflex%C3%B5es_sobre_o_n%C3%A3o_ressarcimento_de_investidores>, 2016 (consultado em 28.12.16), p. 2.

47 “13.1 Arbitragem. A BOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Novo Mercado, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem” (<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/RegulamentoNMercado.pdf>) (consultado em 9.11.14).

48 “13.1 Arbitragem. A BM&FBOVESPA, a Companhia, o Acionista Controlador, os demais acionistas da Companhia, os Administradores e os membros do conselho fiscal da Companhia comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada com ou oriunda deste Regulamento de Listagem, do Contrato de Participação no Nível 2 de Governança Corporativa, do Regulamento de Sanções, das Cláusulas Compromissórias, em especial, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violação e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, nos termos do seu Regulamento de Arbitragem” (<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Nivel-2.pdf>) (consultado em 9.11.14).

49 Cf. Uinie Caminha, “Arbitragem como instrumento...”, p. 94, 95 e 106-108. Novamente, é o que afirma Maria Helena Santana: “Por tal razão, a Bolsa decidiu, entre os requisitos estabelecidos pelo Novo Mercado e pelo Nível 2, instituir o uso obrigatório de arbitragem para a solução de controvérsias relacionadas a questões societárias e de mercado de capitais envolvendo a companhia, seus acionistas (inclusive controladores), seus administradores, membros do conselho fiscal e a própria BOVESPA. (...) Em complemento às regras de listagem e aos poderes conferidos à BOVESPA, para garantir seu *enforcement*, avaliou-se que era necessária a criação de uma

Essas iniciativas fundamentaram-se no entendimento de que a inexistência de ferramentas adequadas de *enforcement* é um dos motivos de entrave ao progresso do mercado acionário de um país.⁵⁰ Assim discursou a ex-Diretora da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) Maria Helena Santana quando da criação do Novo Mercado, no sentido de que o Judiciário brasileiro é lento e não conta com varas especializadas em assuntos societários, o que gera insegurança para os investidores e, conseqüentemente, perda de valor das companhias de capital aberto.⁵¹ A criação de cortes arbitrais especializadas faria com que os conflitos societários fossem julgados mais adequadamente.⁵²

Tal medida tomada pelo regulador privado partiu do pressuposto de que a arbitragem é um excelente, se não o melhor, método de solução de conflitos societários e de mercado de capitais, como se pode verificar pelas referências bibliográficas contidas na nota de rodapé 2 acima. É o que se infere, também, do sítio eletrônico da Câmara de Arbitragem do Mercado, de onde se lê que “A Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) é o foro mais adequado para resolver disputas societárias e do mercado de capitais”.⁵³

O Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa – IBGC estabelece que os conflitos societários devem ser resolvidos mediante negociação entre as partes ou, se isso não for possível, por mediação e/ou arbitragem.⁵⁴ A Cartilha de Governança Corporativa da CVM, por sua vez, também estabelece que questões societárias devem ser preferencialmente resolvidas por arbitragem.⁵⁵

câmara de arbitragem, contando com um corpo de árbitros especializados nas questões que se pretendia ver julgadas nesse ambiente. A Câmara de Arbitragem do Mercado foi instituída pela BOVESPA em 2001 e conta com autonomia operacional e dotação de recursos assegurada” (cf. “O Novo Mercado” (2008), disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf>> (acessado em 8.11.14), p. 14). Sobre o assunto, v. também Haroldo Malheiros Verçosa, “A arbitragem e o mercado de capitais”. *RDM*, n. 146, abr./jun. 2007, p. 160.

50 “Com o propósito de prover condições para o desenvolvimento do mercado, foi aprovada no Brasil, em 2001, a reforma na Lei das Sociedades Anônimas, ainda que aspectos cruciais das propostas iniciais tenham sido descartados durante o trâmite legislativo, em razão a pressão de grupos de interesse. As propostas iniciais objetivaram o fortalecimento de mecanismos de proteção aos acionistas minoritários, de acordo com modelos correntes de boas práticas de governança corporativa” (cf. Érica Gorga “A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais”. *Revista de Administração*, v. 39, out./dez. 2004, p. 310).

51 Cf. “O Novo Mercado. The World Bank Group”, 2008, p. 14, disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf>> (acessado em 8.11.14).

52 Cf. Calixto Salomão Filho, “Direito societário e Novo Mercado”. In: *O novo direito societário*, 3^a ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 59.

53 <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/regulacao/camara-de-arbitragem-do-mercado/camara-de-arbitragem-do-mercado.aspx?idioma=pt-br>> (consultado em 8.11.14).

54 Cláusula 1.4 (<<http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf>>; consultado em 15.6.16).

55 Cláusula III.6 (<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>; consultado em 25.12.16).

Com isso, os reguladores estatal e privado sinalizaram que a adoção da arbitragem está diretamente relacionada com padrões elevados de governança corporativa e, conseqüentemente, proteção de minoritários e de investidores. Companhias cujos estatutos contivessem cláusula compromissória de arbitragem seriam, sob esse aspecto, mais aptas a receber investimentos.

3.1. CONFIDENCIALIDADE NA ARBITRAGEM

Nossa legislação submete o árbitro a um dever de *discrissão* quanto aos atos do processo arbitral (Lei de Arbitragem, art. 13, § 6º). A lei não contém palavra a respeito de um dever de *confidencialidade* dos sujeitos da relação processual,⁵⁶ o que autoriza dizer que inexistente relação de necessariedade entre arbitragem e confidencialidade.⁵⁷⁻⁵⁸

A despeito disso, a confidencialidade é frequentemente apontada como uma das grandes vantagens da arbitragem frente à jurisdição estatal, não só pela doutrina,⁵⁹ mas também pelos seus usuários, como mostra pesquisa de opinião realizada pelo Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAr) e pelo Instituto Ipsos em 2012, na qual a quinta vantagem da arbitragem mais lembrada pelos entrevistados foi a confidencialidade.⁶⁰ Reforça essa constatação o fato de que,

56 Cf. Francisco José Cahali, *Curso de arbitragem*, 3ª ed. São Paulo: RT, p. 240.

57 Embora haja quem diga que "pelo menos no Brasil, o dever de sigilo existe e é inerente ao procedimento arbitral" (cf. José Emílio Nunes Pinto, "A confidencialidade na arbitragem". *Revista de Arbitragem e Mediação*, n. 6, jul./set. 2005, p. 36).

58 E isso ocorre também em outros países (cf. Edward Dolido, "Confidentiality during and after arbitration". In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net, 2010, p. 399; e Gabriele Crespi Reghizzi e Matteo Dragoni, "Class actions and arbitration in the European Union - Italy". In: *Class arbitration in the European Union* (editor. Philippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 133).

59 Cf. Margaret L. Moses, *The principles and practice of international commercial arbitration*. 2ª ed. Cambridge: Cambridge University Press, p. 4; e Gary B. Born, *International arbitration: law and practice*. Netherlands: Kluwer, 2012, p. 15. Fazendo referência ao art. 109, § 3º da LSA, que prevê a arbitragem como mecanismo de solução de controvérsias societárias, Arnoldo Wald afirmou que a arbitragem traz, frente ao Judiciário, vantagens na solução de tais conflitos. E uma dessas vantagens consistiria no fato de que o processo judicial enseja "uma publicidade que pode ser nociva para a empresa" (cf. "A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os direitos dos minoritários na Nova Lei das S/A". In: *Reforma da Lei das Sociedades Anônimas* (coord. Jorge Lobo). Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 238).

60 Em 2012 o Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAr) e o Instituto de Pesquisa Ipsos realizaram uma ampla pesquisa de opinião com profissionais que atuam com arbitragem (árbitros, advogados, membros de departamentos jurídicos e de câmaras arbitrais). Um dos objetos da pesquisa foi verificar quais eram, na perspectiva dos entrevistados, as principais vantagens da arbitragem. (cf. *Separata - Arbitragem no Brasil - Pesquisa CBAr-Ipsos*, São Paulo, IOB, 2012, p. 12). Tratando do "fator confidencialidade", como uma das vantagens da arbitragem, v. John H. Henn, "Where should you litigate your business dispute? In an arbitration or through the courts?". In: *American Arbitration Association handbook on commercial arbitration*, 2ª ed. New York: Juris Net, 2010, pp. 325/326.

via de regra, não só as convenções arbitrais, como também os regulamentos dos órgãos arbitrais, preveem que o processo deve se desenvolver sob sigilo.⁶¹

O art. 9.1 do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, por exemplo, estabelece que “o procedimento arbitral é sigiloso, devendo as partes, árbitros e membros da Câmara de Arbitragem abster-se de divulgar informações sobre seu conteúdo, exceto em cumprimento a normas dos órgãos reguladores, ou previsão legal”.⁶² O Regimento Interno da Câmara de Arbitragem do Mercado, por sua vez, dispõe que (i) os processos arbitrais sob sua administração “deverão correr em sigilo” (art. 6.1), (ii) é incumbência do Secretário Geral zelar pelo cumprimento do sigilo na tramitação do processo arbitral (art. 3.3, (d)), (iii) é atribuição do Presidente da câmara e do tribunal arbitral fiscalizar o cumprimento do sigilo (art. 6.1) e (iv) os documentos integrantes da arbitragem não serão de acesso público, permanecendo privados.⁶³

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) já se manifestou sobre a questão em algumas ocasiões.

Uma delas no processo administrativo RJ 2008/0713, iniciado por reclamação de acionista de companhia listada no Novo Mercado, que alegou que a garantia de sigilo nos processos arbitrais administrados pela Câmara de Arbitragem do Mercado viola o direito essencial dos acionistas de fiscalização dos negócios sociais, previsto no art. 109, III da Lei das S/A. O reclamante pleiteou fossem determinadas à então BM&FBovespa (hoje B3) (i) a supressão, tanto no Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado como no seu Regimento Interno, da previsão de sigilo, e (ii) a disponibilização de meios para obtenção de informações sobre arbitragens em curso e já extintas, com a ressalva de que, em casos excepcionais, o sigilo dos processos pudesse ser, a pedido das partes, deferido pela CVM.

A reclamação foi rejeitada pela área técnica da autarquia (Superintendência de Proteção e Orientação aos Investidores – SOI), o que levou à interposição de recurso ao colegiado. Em reunião realizada no dia 9 de fevereiro de 2010, o colegiado negou provimento ao recurso, acompanhando voto do relator Diretor

⁶¹ É o que também afirmam Christina Beyrodt Cardoso, Leonardo de C. Coelho e Thiago Rodovalho: “Embora a lei de arbitragem brasileira não preveja a obrigatoriedade de o procedimento ser sigiloso, em regra a arbitragem é sigilosa. A maioria das instituições arbitrais preveem a confidencialidade, além do fato de muitas cláusulas arbitrais também preverem a confidencialidade da arbitragem” (cf. “Poderes, deveres e jurisdição de um tribunal arbitral”, In: *Arbitragem comercial. Princípios, instituições e procedimentos. A prática no CAM-CCBC* (coords. Maristela Basso e Fabrício Polido). São Paulo: Marcial Pons. 2013, p. 233).

⁶² <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294E6F7F51014E734202294677>> (consultado em 7.8.16).

⁶³ <<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294E6F7F51014E7342026E46C8>> (consultado em 7.8.16).

Otávio Yazbek, que manifestou o entendimento de que o direito à informação do acionista, previsto no art. 109, III da Lei das S/A, não é absoluto, pois esse dispositivo assegura um direito de fiscalização “na forma prevista nesta lei”. A Lei das S/A, assim, somente concede ao acionista o acesso a algumas informações e desde que preenchidos certos requisitos, de modo que não é amplo e irrestrito o seu direito de obter informações sobre a sociedade. Ignorar os limites desse direito, sustentou a autarquia, leva a uma indesejada fetichização do princípio do *full disclosure*. Entendeu-se que não existe um direito à informação em abstrato e que as informações a respeito de arbitragens envolvendo companhias abertas devem, se o caso, ser divulgadas como fatos relevantes.⁶⁴

Em outro processo administrativo (RJ 2012/13700), o colegiado da autarquia acompanhou voto da relatora Diretora Ana Novaes e indeferiu o recurso interposto pelo investidor Torque Fundo de Investimento Multimercado contra a decisão da área técnica (Superintendência de Relações com Empresas – SEP) que havia rejeitado seu requerimento para que a CVM “determine aos envolvidos no procedimento arbitral que seja franqueado acesso ao Reclamante (e a terceiros igualmente legitimados) ao conteúdo e ao andamento do mesmo”.

O requerimento narrou que Morzan Empreendimentos e Participações Ltda. iniciou uma arbitragem contra subsidiária da Companhia Brasileira de Distribuição, tendo por objeto questões decorrentes de contrato de compra de ações celebrado entre as partes para aquisição de 70,2421% do capital social total e votante da Globex Utilidades S.A. O pleito fundamentou-se no argumento de que, como participante da oferta pública para aquisição de ações por alienação de controle da Globex Utilidades S.A., o requerente teria interesse direto na arbitragem em curso, o que faria com que o sigilo desse processo fosse ilegal, por contrariar o disposto nos arts. 109, III e 254-A da Lei das S/A, bem como o previsto na alínea “i”, item II, do Anexo I e na alínea “d”, item I, do Anexo II da Instrução CVM N. 361/02. As informações referentes ao preço de alienação de controle, argumentou o requerente, não poderiam ser discutidas em sigilo, pois aquela controvérsia envolveria interesses que transcendem a esfera jurídica das partes da arbitragem. Invocou, também, o dever de publicidade quanto à formação do preço de alienação. O requerente, em suma, disse ter interesse na mencionada arbitragem, na medida em que nela poderia ser proferida sentença favorável ao antigo controlador da Globex Utilidades S.A., da qual poderia decorrer seu interesse em *tag along*.⁶⁵

64 <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100209_R2.html> (consultado em 7.8.16).
65 <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130618_R1.html> (consultado em 7.8.16).

Em seu voto, a Diretora Ana Novaes entendeu que a Lei das S/A não outorgou poderes à CVM para dar acesso a um terceiro interessado em arbitragem sigilosa entre as partes, de modo que atender ao requerimento implicaria violação ao princípio da legalidade. O voto, além disso, seguiu o entendimento manifestado no processo administrativo CVM RJ 2008/0713, já referido, no sentido de que fatos relacionados a arbitragens devem, se o caso, ser divulgados como fatos relevantes.

3.2. OS PROBLEMAS DA CONFIDENCIALIDADE

Os problemas da confidencialidade nos processos envolvendo litígios societários e de mercado de capitais desdobram-se em dois aspectos: (i) assimetria de informações e (ii) formação do direito.⁶⁶

3.2.1. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES

A confidencialidade dificulta que o mercado e até mesmo os sócios da sociedade envolvida no litígio tenham informação a respeito da controvérsia. E essa falta de conhecimento pode prejudicar a tomada de decisões, de modo informado e eficiente, sobre comprar, vender ou manter títulos da sociedade.⁶⁷

É igualmente essencial saber de *decisões anteriores*, impostas em processos já encerrados, especialmente as que reconheceram a prática de ato ilícito e impuseram sanção à sociedade, seus administradores ou acionista controlador.⁶⁸ Esses dados são relevantes para que os sócios, particulares e agentes de mercado tenham condições de tomar uma decisão negocial informada.

A ciência a respeito de ilícitos societários e do modo como são reprimidos é fundamental para a aplicação do direito societário e o desenvolvimento do mercado de capitais. Essa informação não apenas reduz a assimetria informacional que existe no mercado, fazendo com que os agentes precifiquem os valores mobiliários adequadamente e tomem decisões mais eficientes e racionais, como também permite o monitoramento dos envolvidos no litígio e dos seus julgadores.⁶⁹

- 66 Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, "Temos que repensar...", p. 226 e seguintes.
- 67 Nos Estados Unidos, a vasta maioria de litígios entre investidores e corretores de valores é resolvida por meio de arbitragem mandatária administrada pela National Association of Securities Dealers (NASD) e pela New York Stock Exchange (NYSE). Em razão disso, se afirmou que é difícil saber o que vem acontecendo nessas *trincheiras* (cf. "Wall Street meets the wild west: bringing law and order to securities arbitration". *North Carolina Law Review*, v. 84, 2005-2006, p. 126, 131 e 132).
- 68 Cf. John Armour, Henry Hansmann e Reinier Kraakman, "Agency problems and legal strategies". In: *The anatomy of corporate law*, 2ª ed. Oxford: Oxford University Press, p. 47; e Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, "Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista". *RDM*, n. 153/154, jan./jul. 2010, p. 100.
- 69 Cf. Érica Gorga, "Is US law enforcement stronger than of a developing country? The case of securities fraud by Brazilian corporations and lessons for the private and public enforcement debate". *Columbia Journal of Transnational Law*, v. 54, n. 3, 2016, p. 668.

Um dos pilares do mercado de capitais,⁷⁰ o regime de *full disclosure* é vulnerado pela confidencialidade da arbitragem envolvendo litígios societários.⁷¹ O sigilo aumenta a assimetria de informações entre os agentes de mercado e até mesmo entre sócios de uma mesma sociedade, e, conseqüentemente, diminui a eficiência do mercado de capitais.

Da mesma forma que a qualidade de bens negociados em um mercado diminui quando há assimetria informacional, a “qualidade” geral de companhias também reduz em um cenário em que existe falta de informação sobre ilícitos e más práticas. O segredo de informações relativas a ilícitos pode gerar uma seleção adversa, fazendo com que as sociedades que adotam boas práticas percam vantagens competitivas em relação às que não empregam tais práticas, pois, diante da falta de informação, os agentes tendem a penalizar genericamente todas elas, sancionando indevidamente as primeiras.⁷²

É verdade que para as companhias abertas existe a possibilidade de que o litígio submetido à arbitragem seja considerado *fato relevante*, se puder influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia ou na tomada de decisão sobre exercer direitos associados a tais valores mobiliários. Se a arbitragem se enquadrar em alguma dessas categorias, deve ser divulgada ao mercado na forma do disposto no art. 157, § 4º da Lei das S/A e da Instrução CVM 358. Mas esse regime de publicidade é insuficiente.⁷³

70 Cf. Marcelo Trindade, “O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil”. In: *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos* (org. Jairo Saddi). São Paulo: IOB, 2002, p. 309; André Grünspun Pitta, *O regime de informação das companhias abertas*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 67; e André Antunes Soares de Camargo, *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 38, out./dez. 2007, p. 106-112.

71 Cf. Mariana Pargendler, Viviane Muller Prado e Alberto Barbosa Jr., “Cláusulas arbitrais no mercado de capitais brasileiro: alguns dados empíricos”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, n. 40, 2014, p. 107; Ana Tereza Basilio e Thiago Lins, “A relativização da confidencialidade na arbitragem: companhias abertas”. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 49, abr./jun., 2016, p. 168; Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. *RDM*, n. 153/154, jan./jul. 2010, p. 102; Fernando Antonio Maia da Cunha e Walfrido Jorge Warde Júnior, “A arbitragem e os limites à atuação do Judiciário nos litígios societários”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 756 e 757; e Eduardo Secchi Munhoz, “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: *Processo societário* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin: 2012, p. 91 e 92).

72 Fazendo uma analogia e uma aproximação simplificadas, é o que defendeu George Akerlof no famoso artigo “Market for lemons”: costs of dishonesty. Consider a market in which goods are sold honestly or dishonestly; quality may be represented, or it may be misrepresented. The purchaser’s problem, of course, is to identify quality. The presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tends to drive the market out of existence – as in the case of our automobile ‘lemons.’” (cf. “The market for ‘lemons’: quality uncertainty and the market mechanism”. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n. 3, ago. 1970, p. 495).

73 Cf. Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. *RDM*, n. 153/154, jan./jul. 2010, p. 102.

Primeiro porque não é qualquer arbitragem que pode ser considerada fato relevante, na medida em que o art. 2º da Instrução CVM 358 o qualifica como o acontecimento que possa influir “de modo ponderável” na cotação do valor mobiliário ou na decisão do investidor de tomar qualquer atitude em relação ao valor mobiliário. O dever de informar parte de um juízo que deve ser feito no caso concreto, em busca da capacidade que a informação possa ter de influenciar a decisão do investidor sobre valores mobiliários emitidos pela companhia, o que mostra haver certo subjetivismo na interpretação do que é fato relevante.

Em segundo lugar, as regras que impõem a divulgação do fato relevante não determinam o conteúdo da divulgação. Isso faz com que, na prática, as divulgações sejam superficiais e pouco detalhadas, e deem notícia sobre a instauração do litígio e sobre alguns acontecimentos do seu desenrolar, mas sem detalhes sobre o seu conteúdo e sem a disponibilização de documentos.

Em terceiro lugar, a Lei das S/A excepciona o dever de informar ao dispor, no § 5º do art. 157, que os administradores podem deixar de divulgar a informação “se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia”,⁷⁴ o que representa mais uma válvula de escape à prestação de informações.

Há quem defenda que em litígios envolvendo mercado de capitais o fornecimento de informações a respeito da arbitragem – e conseqüente quebra da confidencialidade – deve ocorrer parcialmente, fornecendo-se tais informações apenas ao “grupo de investidores que tem interesse nelas”.⁷⁵ Mas essa alternativa também não resolve o problema em sua inteireza, porque, tratando-se de arbitragem que envolve tema societário ou de mercado de capitais, o interesse na informação a respeito desse tema é de *todos os acionistas* da companhia e, em última análise, até mesmo de *todo o mercado*. Exigir que se comprove interesse em determinada informação é impor mais um obstáculo a ser superado, mais uma camada a ser transposta, rumo à informação.

Outra forma de abordar a questão é por meio do direito de fiscalização, previsto pelo art. 109, III da Lei das S/A, que estabelece ser um direito essencial de sócio “fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais”.⁷⁶ Além disso, aquela norma estipula expressamente que o exercício desse direito deve ser exercido “na forma prevista nesta Lei”, de modo que, como não existe

74 Cf. Alex Hatanaka, “Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto”. *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 3, maio 2016, p. 121 e 122.

75 Cf. Rômulo Greff Mariani, *Arbitragens coletivas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2015, n. 3.3.6, p. 155.

76 Cf. Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. *RDM*, n. 153/154, jan./jul. 2010, p. 100.

disposição legal assegurando ao acionista expressamente acesso a informações relativas a processos judiciais, arbitrais ou administrativos, parte da doutrina afirma que essa norma não asseguraria tal acesso.⁷⁷

É verdade que a dificuldade de acesso à informação acontece também fora da arbitragem, em processos judiciais, em razão da decretação de segredo de justiça. Apesar da determinação constitucional (CF, art. 5º, LX) e legal (CPC, arts. 11 e 189) de que os processos devem tramitar publicamente, exceto nas hipóteses previstas em lei, é comum a decretação de segredo de justiça não fundamentada.⁷⁸ A documentação do processo sob a forma eletrônica melhora o acesso à informação, mas não resolve a questão da confidencialidade, que é frequentemente imposta por decisões não fundamentadas. Litígios envolvendo companhias abertas interessam a um número indefinido de pessoas e, por isso, pelas mesmas razões que se criticou acima a confidencialidade na arbitragem, também se deve entender que a decretação de segredo de justiça deve ser revestida de excepcionalidade.

3.2.2. FORMAÇÃO DO DIREITO

Outro aspecto negativo de se impor confidencialidade aos litígios societários é que a aplicação do direito que ocorre nesse âmbito não é conhecida pelo público ou o é de maneira superficial, sem detalhamento a respeito da norma jurídica concreta imposta naquele litígio.⁷⁹

O fato é grave, pois prejudica a formação de uma *jurisprudência societária*,⁸⁰ e faz com que a CVM seja o principal intérprete do direito societário e do mer-

77 Cf. Alex Hatanaka, "Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto". *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 3, maio 2016, p. 123 e 124.

78 Nesse sentido, Érica Gorga comparou processos que tramitaram nos Estados Unidos e no Brasil, tendo por objeto as mesmas controvérsias (casos Aracruz e Sadia), e concluiu que, enquanto teve fácil acesso, pela internet, a todas as peças e decisões das ações coletivas que tramitaram naquele país, enfrentou grandes dificuldades para ter acesso aos processos que tramitaram no Brasil, seja por conta de os autos dos processos serem físicos, seja por estes tramitarem sob segredo de justiça (cf. "Is US law enforcement stronger than of a developing country? The case of securities fraud by Brazilian corporations and lessons for the private and public enforcement debate". *Columbia Journal of Transnational Law*, v. 54, n. 3, 2016, p. 668-674). Essa dificuldade de acesso à informação dificulta inclusive estudos que procuram estabelecer um panorama e diagnóstico sobre a aplicação do direito societário e do mercado de capitais por nossos órgãos dotados de poder jurisdicional, como apontam Bruno Salama e Viviane Muller Prado ("Legal protection of minority shareholders of listed corporations in Brazil: brief history, legal structure and empirical evidence". *Journal of Civil Law Studies*, v. 4, 2011, p. 179).

79 O que levou a duras críticas de Érica Gorga (cf. "Nada a esconder". *Capital Aberto*. São Paulo: Antítese, ago. 2013, p. 42). Na mesma direção, Mayara Gasparoto Tonin e Mayara Roth Isfer, "Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (enforcement) no mercado de valores mobiliários brasileiro". *Revista de Direito Empresarial*, v. 9, mai./jun. 2015, p. 285.

80 W. Mark C. Weidemaier defende que essa afirmativa deve, na realidade, ser vista com um grão de sal ("Judging-Lite: How Arbitrators Use and Create Precedent", p. 9 e 32 e seguintes; consultado em <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1982144>, em 10.12.16).

cado de capitais no Brasil, o que é um problema, porque a CVM interpreta e aplica o direito especialmente sob a perspectiva de um agente sancionador, que não se preocupa (e nem tem que se preocupar) com a reparação de prejudicados.

Como exposto anteriormente, após ser reformado em 2011, o Regulamento de Arbitragem da Câmara de Arbitragem do Mercado passou a prever, em seu art. 7.10, a publicação de um ementário das sentenças arbitrais proferidas em arbitragens administradas por aquele centro, com a supressão dos dados que pudessem levar à identificação da arbitragem e das partes envolvidas.⁸¹ Referido ementário começou a ser publicado recentemente, o que já é um grande avanço, mas ainda é insuficiente, porque apenas com a ementa não é possível saber exatamente o que foi decidido. Salvo engano, nenhum outro centro de arbitragem brasileiro realiza publicação semelhante

Os jurisdicionados não sabem, nesse cenário, como as normas abstratas são concretizadas nas arbitragens. Não conseguem por isso, pautar suas condutas de acordo com o *direito fora dos livros*. É com esse espírito que Roberta Romano afirma que as normas legais são um “bem público”, de modo que todas as companhias e agentes de mercado se beneficiam de uma decisão que clarifique uma determinada regra legal. Os benefícios de tal clarificação consistem no desestímulo a condutas futuras contrárias a tais regras e na identificação de como se comportar.⁸²

As publicações de ementas das sentenças arbitrais poderiam contribuir para melhorar esse quadro, mas, como se viu, até hoje não foram implantadas pelos centros de arbitragem brasileiros. E ainda que tivessem sido, seriam insuficientes, porque, a experiência em outros países mostra que, a pretexto de preservar a confidencialidade, tais ementas, no mais das vezes, omitem informações essenciais para o correto entendimento das questões jurídicas nelas tratadas.

3.3. INSTRUMENTALIDADE DA ARBITRAGEM

O processo tem por finalidade aplicar o direito material e solucionar a controvérsia que o justifica. Em razão dessa relação de instrumentalidade, deve fornecer meios *adequados* às diferentes situações de direito material que o justificam.

É o que se colhe na obra de Cândido Rangel Dinamarco, segundo a qual “às variadas espécies de situações regidas pelo direito material corresponde

81

⁸¹ “7.10. Periodicamente, a Câmara de Arbitragem produzirá a publicação de Ementário das Sentenças Arbitrais proferidas, agrupadas por temas tratados, as quais poderão ser levadas em conta pelos árbitros, como simples referencial, a fim de orientar suas decisões. A publicação das sentenças suprimirá qualquer elemento que possibilite a identificação do procedimento”.

82

Cf. Roberta Romano, “The shareholder suit: litigation without foundation?”. *The Journal of Law, Economics & Organizations*, v. 7, n. 1, 1991, p. 85.

simétrica variedade de meios processuais adequados a dar-lhes solução efetiva em caso da insatisfação”.⁸³ A mesma ideia encontra-se na doutrina de Flávio Luiz Yarshell, para quem, em razão do caráter instrumental do processo, “é natural que, sem qualquer risco de retrocesso ao sincretismo (...), o processo muitas vezes considere as peculiaridades da relação material controvertida”.⁸⁴ Iguamente nessa direção, Luiz Guilherme Marinoni afirma que “para a prestação da tutela jurisdicional é imprescindível a consideração das *necessidades do direito material*”.⁸⁵

Essa conexão entre o direito material e o meio de solução de disputas aplica-se também à arbitragem. Sendo mecanismo *jurisdicional* de solução de controvérsias, ela justifica-se e legitima-se em função de seus escopos, e, por isso, ostenta caráter de instrumentalidade com o direito material e com a controvérsia que busca resolver.

A arbitragem é atividade jurisdicional – e não equivalente jurisdicional, como afirmava Carnelutti⁸⁶ –, na medida em que por meio dela atingem-se todos os escopos da jurisdição.⁸⁷ No direito brasileiro podem ser invocados, ainda, argumentos de direito positivo em favor do que ora se afirma: a sentença arbitral equipara-se à sentença judicial (Lei de Arbitragem, art. 31), prescinde de homologação judicial (Lei 9.307/96, art. 18) e constitui título executivo judicial (CPC, art. 475-N, IV), e o árbitro é chamado pela lei de juiz de fato e de direito (Lei de Arbitragem, art. 18).⁸⁸ Apesar da sua gênese contratual, não deve ser negado o caráter jurisdicional da arbitragem.⁸⁹

É necessário, por isso, estudar a relação que existe entre esse método de solução de controvérsias e o direito material,⁹⁰ para que se saiba de que forma

83 Cf. *Instituições de direito processual civil*, v. I. 6ª ed., São Paulo, Malheiros, 2009, p. 151.

84 Cf. *Curso de direito processual civil*, v. I. São Paulo, Marcial Pons, 2014, p. 39.

85 Cf. *Teoria geral do processo*, 4ª ed. São Paulo: RT, 2010, p. 114. É o que também já afirmamos (cf. *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 330).

86 Cf. *Istituciones del proceso civil* (trad. de Santiago Sentís Melendo), v. I. Buenos Aires: El Foro, s.d., p. 115.

87 Cf. Dinamarco, *A arbitragem na teoria geral do processo*. São Paulo: Malheiros, 2013, n. 9, p. 39; Eduardo de Albuquerque Parente, *Processo arbitral e sistema*. São Paulo: Atlas, 2012, p. 89/90; Edoardo Flavio Ricci, *Lei de Arbitragem Brasileira*. São Paulo: RT, 2004, p. 193-194; e Flávio Luiz Yarshell, *Curso de direito processual civil*, v. I. São Paulo, Marcial Pons, 2014, p. 87.

88 Cf. Carlos Alberto Carmona, *Arbitragem e processo*, 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 26-27; e José Carlos de Magalhães e Luiz Olavo Baptista, *Arbitragem comercial*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1986, p. 20 e 21.

89 Estas considerações foram feitas anteriormente em outro estudo deste autor (cf. *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. V (coords. Luiz Guilherme Marinoni, Sérgio Cruz Arenhart e Daniel Mitidiero). São Paulo: RT, 2016, p. 144).

90 Existe “uma relação intersistêmica entre o processo arbitral e o direito material, influenciando-se mutuamente” (cf. Eduardo de Albuquerque Parente, *Processo arbitral e sistema*. São Paulo: Atlas, 2012, p. 61). Na mesma direção Christina Beyrodt Cardoso, Leonardo de C. Coelho e Thiago

a arbitragem pode ser moldada pelas peculiaridades da controvérsia. Munido desse espírito, Carlos Alberto de Salles propôs-se a empregar a instrumentalidade da jurisdição sob uma perspectiva diversa da que usualmente colhe-se na doutrina, a fim de que as regras do processo e da arbitragem conformem-se de acordo com as características do direito material.

Disse Salles que, ao romper com a interpretação formalista das normas processuais e preconizar que a aplicação das normas do direito processual civil deve levar em consideração as finalidades a que se destina (os escopos da jurisdição), a instrumentalidade do processo é o mais importante movimento de renovação da ciência processual civil das últimas décadas.⁹¹ É no contexto desse movimento que as preocupações dos estudiosos do direito processual voltaram-se para a ideia de efetividade, isto é, que se intensificaram as preocupações com a idoneidade de o processo oferecer respostas adequadas, tomando-se por base as finalidades a que se destina. A instrumentalidade tem, por essa ótica, um sentido eminentemente teleológico, o que o leva a empregar a expressão *instrumentalidade finalista*.⁹²

A tese daquele jurista defende ser o momento de avançar nas premissas da teoria instrumentalista, especificamente para “descer ao próprio direito material ou, mais exatamente, às situações controvertidas, (...) ante a necessidade de apreender as características, premissas e problemas que são próprios a essa área, com o objeto de construir uma resposta processual adequada às questões a ela peculiares”. Isso é a *instrumentalidade metodológica*.⁹³

Com essa proposta de abordagem do direito, Salles procurou afastar o que nomeia de caráter transsubstancial do processo, segundo o qual as normas processuais atenderiam indistintamente a inúmeras e diversas situações controvertidas.⁹⁴ É possível, defendeu, aprofundar a afirmação de que o processo

Rodvalho, “Poderes, deveres e jurisdição de um tribunal arbitral”. In: *Arbitragem comercial. Princípios, instituições e procedimentos. A prática no CAM-CCBC* (coords. Maristela Basso e Fabrício Polido). São Paulo: Marcial Pons, 2013, p. 235.

91 Cf. *Arbitragem em contratos administrativos*. Rio de Janeiro: Gen Forense, 2011, p. 13 e 14.

92 Ibidem, p. 15. Paulo Henrique dos Santos Lucon e João Paulo Hecker da Silva aludem à “transversalidade de temas comuns para o direito processual e o direito material”, para fazer referência ao direito processual societário (cf. “Apontamentos sobre relações entre algumas demandas societárias sob a égide do novo Código de Processo Civil”. In: *Processo societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 629).

93 Idem. E, de fato, como apontado por Cintra-Grinover-Dinamarco, a terceira fase da evolução histórica do direito processual, chamada de fase instrumentalista, “está longe de exaurir seu potencial reformista” (cf. *Teoria geral do processo*. 18ª ed., São Paulo, Malheiros, 2005, p. 52).

94 Ibidem..., p. 20: “A transsubstancialidade do processo, ainda mais em um sistema de direito processual, corresponde à premissa, no mais das vezes implícita, de as normas e arranjos procedimentais serem aplicáveis a qualquer tipo de relação de direito material, indistintamente dos diversos campos fáticos e jurídicos em que possa estar inserido. O processo, enquanto forma, estaria imune às vicissitudes dos conteúdos substanciais por ele veiculados. O processo, sob

deve orientar-se instrumentalmente, em relação a determinados valores e, especificamente, quanto ao direito material. E foi com esse espírito que afirmou que “a perda da capacidade do processo para responder a uma grande diversidade de situações, independentemente da matéria a que digam respeito, acaba por enfraquecer a qualidade da resposta processual”.⁹⁵

O referido autor alerta que a sua proposta de uma instrumentalidade metodológica não se coloca no plano legislativo, como se a superação da transsubstancialidade do processo se desse mediante a edição de normas processuais especiais. A sua recomendação situa-se em um plano epistemológico, a fim de que o estudo do processo a partir de ramos específicos do direito material permita “uma interpretação, aplicação e adequação mais abalizadas das normas processuais”.⁹⁶

Da mesma forma que os estudiosos do direito processual civil, os que se dedicam à arbitragem também precisam aprofundar os estudos sobre esse tema, para que se conclua de que forma e dentro de quais limites as especiais características da situação controvertida devem influenciar as regra processuais e arbitrais.

Que essa relação de instrumentalidade que existe para o processo civil estatal existe também para a arbitragem não temos dúvida. A questão que resta é saber de que forma ela se operacionaliza. E nos parece que, para litígios societários e de mercado de capitais isso se dá por meio de um regime que contemple (i) confidencialidade atenuada, (ii) facilitação de intervenção de terceiros e (iii) regras diversas na formação do tribunal arbitral. Considerando-se o objeto deste artigo, trataremos apenas da confidencialidade atenuada.

3.3.1. CONFIDENCIALIDADE ATENUADA

Apesar de não haver uma relação de necessariedade entre arbitragem e confidencialidade, os processos arbitrais são em regra sigilosos, o que, no contexto de conflitos societários, é fonte de inúmeros problemas.

Com o intuito de contornar essas adversidades, o direito italiano prevê que a demanda arbitral proposta pela sociedade empresária ou contra ela seja arquivada no registro do comércio (art. 35, *comma* 1º do Decreto Legislativo 5/03).

essa perspectiva, apresentaria certa neutralidade em relação ao direito material e às situações a ele peculiares. (...) Vale dizer, a transsubstancialidade refere-se ao pressuposto de que uma determinada regulamentação processual deve tender à generalidade, servindo a todas ou a um grande número de situações de direito material”.

95

96

ibidem, p. 23.

O acesso a tais dados é público e, assim, a legislação italiana afastou desse modo o problema da falta de conhecimento sobre processos arbitrais societários.⁹⁷

A regra deriva do entendimento de que os litígios societários envolvem em regra um número elevado de sujeitos juridicamente interessados – principalmente sócios, mas, em determinadas situações, também outros *stakeholders*, como empregados, credores, contratantes etc. –, o que torna a confidencialidade imprópria para esses litígios. Em razão de suas peculiaridades, o sigilo é inadequado.⁹⁸

Seguindo uma lógica semelhante, o art. 2º, § 3º da Lei de Arbitragem brasileira – acrescido pela Lei 13.129/15 – dispõe que a arbitragem envolvendo a administração pública “respeitará o princípio da publicidade”. Com isso, o legislador reconheceu que, por conta de singularidades do direito material, essas arbitragens não podem ser sigilosas.

Antes mesmo da promulgação dessa legislação já havia manifestações doutrinárias defendendo a relativização da confidencialidade em arbitragens tendo como parte o poder público. Nesse sentido, Carlos Alberto de Salles defendeu a inadequação da confidencialidade nessa sede, em razão do imperativo de publicidade dos atos administrativos. De acordo com o autor, esses processos deveriam se submeter a um regime de ampla publicidade, no que se inclui a divulgação e a possibilidade de acesso às decisões e a todos os documentos produzidos no curso da relação processual, ainda que tal publicidade seja postergada para o final do processo.⁹⁹

Acolhendo posição intermediária, Carlos Alberto Carmona disse – também anteriormente à Lei 13.129/15 – que não pode haver “sigilo absoluto” em

97 “1. La domanda di arbitrato proposta dalla società o in suo confronto è depositata presso il registro delle imprese ed è accessibile ai soci”. Levando em consideração a redação desse dispositivo legal, Francesco P. Luiso afirma que esse dever existe apenas quando a demanda envolver a sociedade. Se ela envolver apenas os sócios, assim, não haverá tal dever (cf. “Appunti sull’arbitrato societario”. *Rivista di Diritto Processuale*, v. 58. Padova: Cedam, jul./set. 2003, p. 717).

98 A legislação italiana, note-se, não excepciona o sigilo em qualquer hipótese de contenda societária. Nos litígios societários bilaterais ou contratuais – como, por exemplo, os relativos a um acordo de sócios –, não se aplica a norma em comento, na medida em que a sociedade não integra algum dos polos da demanda.

99 Cf. *A arbitragem em contratos administrativos*. Rio de Janeiro: Gen Forense, 2011, p. 283 e 284: “Evidentemente, a mesma lógica não pode imperar no âmbito da Administração Pública. Afinal, a publicidade dos atos da Administração Pública é um dos princípios centrais da atividade administrativa contemporânea. Ela é propulsora da *transparência* dos atos da administração e fator indispensável para se garantir a *responsividade* dos agentes públicos. (...) é fundamental à convenção arbitral administrativa (...) garantir a ampla publicidade da sentença arbitral e dos documentos produzidos durante o procedimento arbitral. Nesse sentido, acredita-se ser essencial a divulgação do resultado da arbitragem e daqueles elementos de prova e argumentação que lhe serviram de base”.

arbitragem da qual participe o Estado, em razão dos princípios da transparência e publicidade dos atos administrativos. Quando necessário, deveria ser dada ciência aos interessados a respeito dos atos essenciais do processo, preservando-se o sigilo dos debates e dos documentos que instruíram o processo.¹⁰⁰

Também antes da Lei 13.129/15, a Agência Nacional de Energia Elétrica editou a Resolução Homologatória 531/2007, impondo a adesão compulsória dos agentes do setor elétrico a uma convenção arbitral para solução de conflitos surgidos entre os associados da Câmara de Comercialização de Energia Elétrica – CCEE ou entre tais associados e a CCEE, que elegeu a Câmara FGV de Conciliação e Arbitragem como instituição administradora do processo. A Cláusula 19 do anexo à mencionada resolução estabelece que a Câmara FGV de Conciliação e Arbitragem deve divulgar o extrato da sentença arbitral a todos os associados da Câmara de Comercialização de Energia Elétrica.

Esses são exemplos de como as singularidades da controvérsia *moldam as regras da arbitragem*: o sigilo é afastado, parcial ou totalmente, por conta de exigências vindas do direito material.

Ao mesmo entendimento se deve chegar quanto aos litígios societários. Por conta do regime jurídico a que se submetem as sociedades (sobretudo, no caso das sociedades abertas, em razão do seu regime informacional) e da natureza dos interesses titularizados pelos seus sócios, também os litígios societários não comportam um regime de confidencialidade, ou, quando menos, exigem um regime de confidencialidade atenuada, especialmente nas sociedades de capital aberto.

E mais: se a arbitragem é um processo, sujeita-se aos postulados da teoria geral do processo e, conseqüentemente, às garantias constitucionais do processo. Por isso, por conta do direito de ação e dos postulados do contraditório e da ampla defesa, quando menos em arbitragens que envolvem *litisconsórcio unitário* – como muitas das que se referem a controvérsias de direito societário – não pode haver confidencialidade, pois isso equivaleria a impedir o conhecimento e a intervenção de quem será afetado diretamente pela decisão a ser proferida, o que referidas garantias constitucionais não admitem.¹⁰¹

¹⁰⁰ Cf. *Arbitragem e processo: um comentário à Lei 9.307/96*. 3ª ed., São Paulo: Atlas, 2009, p. 52.

¹⁰¹ De acordo com Daniel de Andrade Levy, “É clara a tendência atual em relativizar o dever de confidencialidade não apenas em prol da transparência do Mercado, mas também em vista do impacto cada vez maior que as arbitragens têm em um interesse que transcende a relação processual. Dessa forma, na ponderação entre o *full disclosure* e o sigilo arbitral, deve prevalecer o primeiro até o limite constituído pela prova de que determinada informação, especificamente, não pode ser divulgada, com base nos prejuízos que ela causaria para as partes, somada à sua inutilidade para o suposto destinatário” (cf. “Aspectos polêmicos da arbitragem no mercado de capitais”. *Revista Brasileira de Arbitragem*, n. 27, jul-ago-set 2010, p. 36).

3.3.2. COMUNHÃO DE INTERESSES E LITISCONSÓRCIO UNITÁRIO

A mesma relação de instrumentalidade e moldabilidade que existe entre, de um lado, as regras do processo estatal, e, de outro, as características do direito material e da relação controvertida, existe também para a arbitragem.

Uma maneira pela qual essa relação de moldabilidade pode ocorrer se dá no *plano legislativo*: o legislador sensibiliza-se com uma carência do plano material e edita uma regra particular para reger o processo arbitral. Exemplos disso são as regras de que nos contratos de adesão a cláusula compromissória deve ser pactuada em instrumento apartado ou no próprio instrumento contratual, desde que escrita por negrito e com assinatura ou visto especial (Lei de Arbitragem, art. 4º, § 2º), e de que as arbitragens envolvendo o poder público devem respeitar o princípio da publicidade (Lei de Arbitragem, art. 2º, § 3º).

Uma segunda maneira de operacionalizar essa flexibilização é entender que, a despeito da ausência de regra específica positivada, é possível extrair uma norma particularizada a partir da interpretação do direito vigente. Exemplo disso é o entendimento de parte da doutrina, há pouco referido, no sentido de que, mesmo antes da Lei 13.129/15 – que acrescentou o § 3º ao art. 2º da Lei de Arbitragem –, as arbitragens envolvendo o Poder Público deveriam se desenvolver sob um regime de confidencialidade atenuada.

Essa mesma visão pode ser aplicada aos litígios societários, de modo que também nesse âmbito afaste-se o sigilo,¹⁰² independentemente de alteração legislativa ou dos regulamentos dos centros de arbitragem. O ideal seria que o legislador editasse regra similar à prevista no art. 2º, § 3º da Lei de Arbitragem, estabelecendo que, em litígios societários envolvendo companhias abertas, não pode haver confidencialidade. Mas até que isso ocorra parece-nos perfeitamente possível defender o afastamento dessa confidencialidade. Para tanto, devem ser distinguidas duas situações.

A primeira ocorre quando há *unitariedade* no plano do direito material: a controvérsia envolve relação jurídica unitária e, por isso, configura *litisconsórcio unitário*¹⁰³ entre a sociedade e os seus sócios, ou entre os próprios sócios. Referida unitariedade ocorre quando o caráter *incindível* da relação faz com

¹⁰² Cf. Alex Hatanaka, "Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto". *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 3, maio 2016, p. 140.

¹⁰³ Uma das classificações dos tipos de litisconsórcio parte do regime de tratamento dos litisconsortes. Há, assim, duas categorias: o litisconsórcio comum (ou simples) e o unitário. O comum é pautado pela independência entre os colitigantes e conseqüente possibilidade de que o processo lhes ofereça diferentes resultados. Trata-se do regime ordinário (daí a nomenclatura comum). O litisconsórcio unitário, por sua vez, está presente quando o litígio só pode ser decidido de modo uniforme para os litisconsortes (CPC, art. 116). Diversamente do que acontece com o

que decisões a seu respeito produzam o mesmo efeito na esfera de todos os que a integram.¹⁰⁴ Nessa situação, a sentença arbitral produzirá efeitos substanciais na esfera jurídica dos sócios, que, por isso, têm interesse jurídico em tomar conhecimento do litígio e até mesmo dele participar. É o que ocorre, por exemplo, quando se pretende anular uma deliberação social: o negócio jurídico colegial não pode ser desconstituído para uns e não para outros. Da mesma forma com demandas que pretendam a responsabilidade de administrador ou o pagamento de crédito por *tag along*, para citar outros exemplos.

A segunda situação se aplica apenas às companhias abertas e ocorre quando a controvérsia *não* ostenta essa mesma característica de unitariedade. Nesses casos, cabe à administração, em atenção ao dever de informar que lhe impõem o art. 157, § 4º da Lei das S/A e a Instrução CVM 358, avaliar se a arbitragem e os atos praticados em seu curso configuram fato relevante. Se a resposta for positiva, esses fatos devem ser revelados ao mercado.¹⁰⁵

Na primeira situação, quando há unitariedade, a administração da sociedade deve cientificar os sócios, para que tenham conhecimento da arbitragem e, se o caso, intervenham no processo. Além disso, devem ser disponibilizados os documentos da arbitragem. Não basta a mera publicação de informação de que existe um litígio em curso. É preciso fornecer os documentos do processo ao público.

4. CONCLUSÃO

Da forma como feita, a escolha do legislador, do regulador estatal e do regulador privado de atrelar a solução das controvérsias societárias de companhias abertas a um método de solução de disputas que via de regra se sujeita a um regime de confidencialidade, foi e continua a ser prejudicial ao desenvolvimento do direito societário e do mercado de capitais brasileiro.

Devemos repensar a confidencialidade de arbitragens societárias, sobretudo (mas não exclusivamente) das que envolvem companhias abertas. A opção do legislador e dos reguladores estatal e privado, amparada pela doutrina amplamente dominante, de eleger a arbitragem como o melhor método de so-

comum, nele os atos de um colitigante impactam da mesma forma as esferas jurídicas de todos os consortes.

104 Cf. Guilherme Setoguti J. Pereira, *Impugnação de deliberações de assembleia das S/A*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, n. 24.

105 Cf. Alex Hatakana, "Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto". *Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários*, v. 3, maio 2016, p. 138, 145 e 146.

lução de disputas societárias, fez com que tais litígios sejam, via de regra, julgados em processos sigilosos.

A consequência disso é que o mercado e até mesmo sujeitos diretamente interessados em tais disputas não (i) sabem que elas existem ou o sabem de modo superficial; (ii) não conseguem intervir no processo; e (iii) não têm conhecimento de como o direito vem sendo aplicado.

Por esses motivos, arbitragens que envolvem litígios societários no mais das vezes não podem ser confidenciais ou, quando muito, devem se submeter a um regime de confidencialidade atenuada.

Tratando-se de sociedades contratuais ou de companhias de capital fechado, quando o litígio for marcado pela característica de *unitariedade* e impactar a esfera jurídica de outros sócios ou acionistas, os demais sócios ou acionistas devem ter pleno acesso aos dados e documentos do procedimento, por meio de informações a serem prestadas pela administração. Não havendo tal unitariedade (quando, por exemplo, o litígio versar sobre uma disputa privada entre dois acionistas), o processo arbitral pode ser sigiloso.

De modo similar com as companhias de capital aberto: quando o litígio se caracterizar por unitariedade, todo o mercado deve ter acesso aos dados e documentos do processo, também por meio de informações prestadas pela administração. Quando o litígio não for marcado por tal unitariedade, cabe à administração, em atenção ao dever de informar que lhe impõem o art. 157, § 4º da Lei das S/A e a Instrução CVM 358, avaliar se a arbitragem e os atos praticados em seu curso configuram fato relevante. Se a resposta for positiva, esses fatos devem ser revelados ao mercado. Não ocorrendo nenhuma dessas hipóteses, as informações do processo não necessitam ser divulgadas a ninguém.

Essa mudança de paradigma nos parece ser essencial para o desenvolvimento do direito societário e do mercado de capitais brasileiro, e para que, de fato, a arbitragem possa, como pensado pelo legislador e pelo regulador no começo dos anos 2000, ser um instrumento de melhora do ambiente de negócios no Brasil.