

ANDRÉ GRUNSPUN PITTA  
GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA  
COORDENAÇÃO

# DIREITO SOCIETÁRIO

E OUTROS TEMAS DE  
DIREITO EMPRESARIAL APLICADO

Ana Frazão • Ana Lúcia Alves da Costa Arduin • André de Godoy Fernandes • André Grunspun Pitta • Angelo Prata de Carvalho • Arthur Sadami Arelano Ikeda • Denise Chachamovitz Leão de Salles • Eduardo Azuma Nishi • Eduardo Caminati Anders • Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França • Fabiana Mendonça Martins de Almeida • Fábio Ulhoa Coelho • Fernanda Neves Piva • Flávia Mouta • Francisco Antunes Maciel Müssnich • Glauco da Rocha • Glauco Guerra • Guilherme Setoguti J. Pereira • Guilherme Teno Castilho Misale • Gustavo Machado Gonzalez • João Pedro Werneck de Brito Pereira • José Romeu Garcia do Amaral • Julya Sotto Mayor Wellisch • Leonardo Anthero Auriema • Leonardo Barém Leite • Luis Andre Azevedo • Luís Eduardo Galvão • Luís Fernando Cunha Villar • Marcelo Barbosa Sacramone • Marcelo Vieira von Adamek • Mariana Pinto • Maristela Rossetti • Mauricio Fabbri • Mauricio Negri Paschoal • Patrícia Bolina Pellini • Paulo Fernando Talarico • Paulo Roberto Grava Brazil • Pedro Henrique Pereira de Brito • Peter Christian Sester • Raphael Giovanini • Rodrigo R. Monteiro de Castro • Rogério Cimino • Sérgio Campinho • Victor Hugo Cunha Silva • Viviane Muller Prado

**IDSA**  
INSTITUTO DE DIREITO SOCIETÁRIO APLICADO

QUARTIER LATIN

**DIREITO SOCIETÁRIO**  
E OUTROS TEMAS DE  
**DIREITO EMPRESARIAL APLICADO**

**IDSA**  
INSTITUTO DE DIREITO SOCIETÁRIO APLICADO

QUARTIER LATIN

A QUARTIER LATIN teve o mérito de dar início a uma nova fase, na apresentação gráfica dos livros jurídicos, quebrando a frieza das capas neutras e trocando-as por edições artísticas. Seu pioneirismo impactou de tal forma o setor, que inúmeras Editoras seguiram seu modelo.”

IVES GANDRA DA SILVA MARTINS

“Entre os vários méritos da EDITORA QUARTIER LATIN, sobreleva, para mim, o de que suas escolhas editoriais levam em conta muito mais a contribuição científica para o Direito do que, propriamente, o lucro empresarial, quase transformado em uma espécie de mantra da sociedade contemporânea. Se a publicação de manuais, cursos e quejandos cumpre função corriqueira do aprendizado jurídico, não devemos nos olvidar de que são as monografias acadêmicas – conquanto na contramão dos resultados puramente mercadológicos – que impedem a petrificação do pensamento jurídico, impulsionando-o à criação de uma sociedade mais igualitária e sólida e menos argentária e líquida, como tem se revelado, infelizmente, a nossa.”

NEWTON DE LUCCA

Editora Quartier Latin do Brasil  
Empresa Brasileira, fundada em 20 de novembro de 2001  
Rua General Flores, 508 - CEP 01129-010  
Bom Retiro - São Paulo  
Telefone/WhatsApp: +55 11 9 9431 1922  
E-mail: quartierlatin@globo.com

ANDRE GRUNSPUN PITTA  
GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA

*Coordenadores*

# DIREITO SOCIETÁRIO E OUTROS TEMAS DE DIREITO EMPRESARIAL APLICADO

Ana Frazão  
Ana Lúcia Alves da Costa Arduin  
André de Godoy Fernandes  
Andre Grunspun Pitta  
Angelo Prata de Carvalho  
Arthur Sadami Arelano Ikeda  
Denise Chachamovitz Leão de Salles  
Eduardo Azuma Nishi  
Eduardo Caminati Anders  
Erasmu Valladolid Azevedo e Novaes França  
Fabiana Mendonça Martins de Almeida  
Fábio Ulhoa Coelho  
Fernanda Neves Piva  
Flavia Mouta  
Francisco Antunes Maciel Müssnich  
Glauco da Rocha  
Glauco Guerra  
Guilherme Setoguti J. Pereira  
Guilherme Teno Castilho Misale  
Gustavo Machado Gonzalez  
João Pedro Werneck de Britto Pereira  
José Romeu Garcia do Amaral  
Julya Sotto Mayor Wellisch

Leonardo Anthero Auriema  
Leonardo Barém Leite  
Luis Andre Azevedo  
Luís Eduardo Galvão  
Luís Fernando Cunha Villar  
Marcelo Barbosa Sacramone  
Marcelo Vieira von Adamek  
Mariana Pinto  
Maristela Rossetti  
Mauricio Fabbri  
Mauricio Negri Paschoal  
Patrícia Bolina Pellini  
Paulo Fernando Talarico  
Paulo Roberto Grava Brazil  
Pedro Henrique Pereira de Brito  
Peter Christian Sester  
Raphael Giovanini  
Rodrigo R. Monteiro de Castro  
Rogério Cimino  
Sérgio Campinho  
Victor Hugo Cunha Silva  
Viviane Muller Prado

Editora Quartier Latin do Brasil  
São Paulo, outono de 2021  
quartierlatin@quartierlatin.art.br

**ANDRE GRUNSPUN PITTA; GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA  
(COORDS.)**

*Direito Societário e Outros Temas de Direito Empresarial Aplicado*

São Paulo: Quartier Latin, 2021.

ISBN 978-65-5575-079-9

1. Direito Societário. 2. Direito Empresarial. 3. Mercado de Capitais. 4. Arbitragem  
5. Recuperação de Empresas. 6. Direito Concorrencial. 7. Governança. I. Título

*Editor*

Vinícius Vieira

*Produção editorial*

José Ubiratan Ferraz Bueno

*Diagramação*

Victor Guimarães

*Finalização*

Anderson dos Santos Pinto

*Revisão gramatical*

Studio Quartier

*Capa*

Rafael Nicolau

**EDITORA QUARTIER LATIN DO BRASIL**

Rua General Flores, 508

Bom Retiro – São Paulo

CEP 01129-010

Telefone/Whatsapp: +55 11 9 9431 1922

Email: [quartierlatin@globo.com](mailto:quartierlatin@globo.com)

**TODOS OS DIREITOS RESERVADOS.** Proibida a reprodução total ou parcial, por qualquer meio ou processo, especialmente por sistemas gráficos, microfílmicos, 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).

## XV. QUO VADIS? QUATRO QUESTÕES FUNDAMENTAIS SOBRE ARBITRAGEM COLETIVA SOCIETÁRIA NO BRASIL

GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA<sup>1</sup>

### 1. OBJETO DESTE ESTUDO

Este breve artigo nasceu de reflexões que foram feitas por seu autor em trabalho pregresso (*Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*) e em recente relatório elaborado para a OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (“Relatório OCDE”), que pode ser encontrado neste endereço: <<http://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>>.

Desde 2018 a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e o Ministério da Economia vêm conduzindo um projeto com a finalidade de avaliar eventuais mudanças legislativas, regulatórias e institucionais para a melhora da proteção de direitos de acionistas e investidores no mercado de capitais brasileiro. Foi constituído um Grupo de Trabalho para tanto e a primeira fase desse projeto culminou na elaboração do estudo “Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro”, que pode ser encontrado neste endereço e para o qual o autor deste trabalho teve oportunidade de contribuir: (<<https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos/fortalecimento-dos-meios-de-tutela-reparatoria-dos-direitos-dos-acionistas-no-mercado-de-capitais-brasileiro-relatorio-preliminar-cvm-ocde-spe-me-outubro-2019/view>>).

O projeto conta com apoio técnico da OCDE e com apoio financeiro do UK Prosperity Fund.

Em 19.11.20 a OCDE publicou o relatório “Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil”, que contém conclusões e sugestões para a melhora do ambiente de proteção a acionistas e investidores no Brasil. O relatório contém recomendações de política legislativa, regulatória e institucional

<sup>1</sup> Advogado, sócio de Monteiro de Castro, Setoguti Advogados. Professor do Insper. Doutor, mestre e bacharel pela USP.

sobre (i) arbitragem coletiva e (ii) ações indenizatórias contra administrador e acionista controlador no Brasil. O relatório pode ser encontrado neste já referido endereço: <<http://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>>. (OECD (2020), “*Private enforcement of shareholder rights: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil*”, <<http://www.oecd.org/corporate/shareholder-rights-brazil.htm>>.)

O projeto conduzido pela OCDE analisou legislações de 10 (dez) países (Alemanha, Brasil, Espanha, Estados Unidos, França, Israel, Itália, Portugal, Reino Unido e Singapura), relativamente a ações indenizatórias contra administradores e acionistas controladores, e arbitragem coletiva.

O trabalho da OCDE conta com 3 (três) relatórios, sendo um deles elaborado pelo autor deste artigo, como consultor da OCDE no projeto.

A análise empreendida permitiu concluir que, no que diz respeito às arbitragens societárias e às arbitragens coletivas, o Brasil está em uma posição bastante *peculiar* frente às jurisdições analisadas. Poucos países adotam a arbitragem como mecanismo de solução de litígios societários, e nenhum dos países analisados usa a arbitragem para solução de disputas coletivas societárias e de mercado e capitais. Entre os países analisados, apenas os Estados Unidos de fato têm arbitragens coletivas, mas que cuidam de disputas envolvendo outras matérias (direito do consumidor, direito concorrencial etc.).

Com algumas arbitragens coletivas societárias e de mercado de capitais em curso, o Brasil realmente se coloca numa posição única. E isso faz com que tenhamos que pensar em soluções para responder aos desafios que essa situação cria.

É nesse contexto que este artigo procura invocar algumas das conclusões contidas no Relatório OCDE, especificamente no que diz respeito às arbitragens coletivas societárias. Este artigo não tratará de qualquer assunto envolvendo as ações indenizatórias contra administradores e acionistas controladores, que também foram objeto do trabalho produzido para a OCDE.

## 2. ARBITRAGEM SOCIETÁRIA NO BRASIL

A partir do final dos anos 1990 e começo dos anos 2000 desenvolveu-se um movimento de reflexão doutrinária e reforma legislativa com o

intuito de aprimorar o mercado de capitais brasileiro, por meio da melhoria do arcabouço legal societário e do estabelecimento de um regime mais adequado de proteção a investidores. 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.<sup>2</sup>

É nesse cenário que se inseriu a reforma da Lei das S/A promovida pelas Leis 10.303/01 e 10.411/02<sup>3</sup>, que, entre outras muitas alterações, acrescentaram o § 3º ao art. 109 da Lei das S/A, prevendo expressamente a possibilidade de cláusula compromissória arbitral estatutária.

É também nesse contexto que em 2000 a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) decidiu (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;<sup>4</sup> e (ii) tornar obrigatória a arbitragem para a solução de conflitos envolvendo

2 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.

3 "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).

4 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/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/evolucao-segmentos-especiais/)> (consultado em 20.8.16).



acionistas, administradores e companhias dos dois segmentos com os mais elevados níveis de governança (Novo Mercado e Nível 2).<sup>5</sup>

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 arbitral nos estatutos sociais das companhias listadas nos segmentos Novo Mercado<sup>6</sup> e Nível 2.<sup>7</sup> Isso, sustentou-se à época, contribuiria para o aprimoramento do mercado acionário brasileiro.<sup>8</sup>

5 Cf. Viviane Muller Prado, "Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores", p. 2. Disponível em <[https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O\\_CUSTA\\_NADA\\_MENTIR\\_desafios\\_para\\_o\\_ressarcimento\\_de\\_investidores\\_dados\\_e\\_reflexões\\_sobre\\_o\\_não\\_ressarcimento\\_de\\_investidores](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).

6 "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).

7 "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).

8 Cf. Unie Caminha, "Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais". In: Arbitragem institucional - 12 anos da Lei 9.307/1996 (org. Haroldo Malheiros Verçosa). São Paulo: Malheiros. 2008, 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 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. The World Bank Group", 2008, p. 14, disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/pdf/Focus5.pdf>>

Essas medidas fundamentaram-se no já mencionado entendimento de que a inexistência de ferramentas adequadas de *enforcement* é um dos motivos de entrave ao progresso do mercado acionário de um país.<sup>9</sup> Assim discursou a ex-Diretora da 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.<sup>10</sup> A criação de cortes arbitrais especializadas faria com que os conflitos societários fossem julgados mais adequadamente.<sup>11</sup>

Essa 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. É o que se infere, também, do sítio eletrônico da CAM, 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”.<sup>12</sup>

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

Analisando-se esse fato é fácil concluir que a escolha de criar a CAM e impor a arbitragem aos emissores integrantes dos segmentos de governança

---

(acessado em 8.11.14). Sobre o assunto, v. também Haroldo Malheiros Verçosa, “A arbitragem e o mercado de capitais”. *RDM*, n. 146, abr./jun. 2007, p. 160.

9 “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).

10 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).

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

12 <<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).

corporativa mais elevados foi uma opção de fortalecimento do *enforcement* privado. Pretendeu-se criar melhores condições para que os particulares pudessem, por sua própria iniciativa, exigir o cumprimento de seus direitos.

Apesar das opiniões doutrinárias e da postura da Bovespa pró-arbitragem, a arbitragem demorou para cair no gosto das companhias. Apenas em 2010 é que o órgão recebeu seus primeiros quatro processos, o que motivou um movimento de reforma do seu regulamento em 2011. Uma das medidas propostas foi reduzir a confidencialidade dos processos, mediante a publicação compulsória (isto é, independentemente de autorização das partes) das ementas das sentenças arbitrais. Propôs-se, também, alterações procedimentais, visando a reduzir a burocracia, flexibilizar o procedimento e acelerar o andamento do processo.<sup>13</sup>

Boa parte da reforma estava relacionada a questões genéricas, que se aplicariam a qualquer tipo de arbitragem, independentemente de seu objeto. Por exemplo, o regulamento antigo previa que medidas de urgência deveriam ser solicitadas ao Poder Judiciário, mesmo após a constituição do tribunal arbitral, ao passo em que o regulamento reformado atribuiu a jurisdição para a concessão de tais medidas aos árbitros, desde que haja previsão de recurso ao árbitro de emergência na convenção arbitral. Ou, ainda, o fato de que após a reforma o regulamento passou a não mais prever a necessidade de revisão da sentença arbitral pelo presidente da câmara.<sup>14</sup>

No que diz respeito a questões que podem ser mais diretamente relacionadas ao direito societário, as modificações mais relevantes foram (i) a previsão de intervenção de terceiros (arts. 6.1 e seguintes), (ii) a consolidação de processos conexos (arts. 6.2 e seguintes) e (iii) a previsão de divulgação de informações em cumprimento de previsão legal ou regulatória (divulgação de fato relevante, por exemplo).

---

13 É sintomática dessa intenção de simplificação procedimental a circunstância de que o regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado tinha dezesseis capítulos e passou a ter nove após a reforma.

14 Para uma análise mais aprofundada da reforma, cf. Ana Carolina Weber, "O novo Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado". *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 36, jan./mar. 2013; e Maíra de Melo Vieira, Giovana Benetti, Lígia Veronese e Ana Teresa Boscolo, "Arbitragem nos conflitos societários, no mercado de capitais e a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BM&FBovespa". *Revista de Arbitragem e Mediação*, 40, p. 193-231.

Desde então, há um número significativo de companhias cujos estatutos sociais contêm cláusulas compromissórias de arbitragem, para cumprir imposição dos regulamentos dos segmentos de listagem do Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais,<sup>15</sup> e um número igualmente relevante de companhias que as incluíram em seus estatutos sociais voluntariamente, conforme aponta um interessante levantamento empírico realizado por Mariana Pargendler, Viviane Muller Prado e Alberto Barbosa Jr.<sup>16</sup>

Além disso, até há não muito tempo, vigorava grande incerteza doutrinária a respeito da vinculação dos acionistas à cláusula compromissória estatutária, prevista pelo § 3º do art. 109 da Lei das S/A (“O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”). Embora na jurisprudência houvesse número bastante reduzido, quase inexpressivo, de precedentes sobre o assunto, o que mostra que ser raro que temas abordados pela doutrina tenham pouca relevância prática.

Existiam infindáveis correntes a respeito da interpretação desse dispositivo. Para citar algumas delas, havia posicionamentos no sentido de que a deliberação de inclusão da cláusula compromissória estatutária (i) vinculava todos os acionistas, independentemente de sua postura frente à deliberação; (ii) apenas não vinculava os acionistas dissidentes; (iii) não vinculava os dissidentes e os abstenentes; (iv) não vinculava os acionistas ingressantes, a menos que concordassem expressamente com a cláusula; (v) só poderia ser tomada por unanimidade, e assim por diante.<sup>17</sup>

A Lei 13.129/15 procurou encerrar esse debate – que, contudo, continua a existir em relação a todas as companhias que inseriram cláusulas compromissórias em seus estatutos sociais antes da vigência da referida lei, que, por força do que dispõe o art. 5º, XXXVI da CF, não pode retroagir para

<sup>15</sup> Em 3.12.14 havia 171 companhias que aderiram à Câmara de Arbitragem do Mercado, em razão de estarem listadas nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 e Bovespa Mais (<<http://www.bmfbovespa.com.br/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=8A828D294E7A78BA014E92EC9C3E32CF>>) (consultado em 7.8.16).

<sup>16</sup> 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. 107-111.

<sup>17</sup> Para uma análise dessas correntes, cf. Rodrigo Tellechea, *Arbitragem nas sociedades anônimas – direitos individuais e princípio majoritário*. São Paulo: Quartier Latin, 2016, p. 373 e seguintes.

abarcam situações jurídicas anteriormente já consolidadas –, ao acrescentar o art. 136-A à Lei das S/A, o qual impõe a vinculação de todos os acionistas à cláusula compromissória e, em contrapartida, assegura ao dissidente o direito de recesso. Só não haverá tal direito de recesso, diz a regra, se a opção pela arbitragem tiver sido condição para que a companhia ingressasse em segmento especial de listagem de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado, ou se as ações da companhia forem dotadas de liquidez e dispersão, nos termos do art. 137, I, “a” e “b” da Lei das S/A.

Com essa modificação legislativa, consolidou-se ainda mais a escolha da arbitragem como meio de solução de controvérsias societárias envolvendo companhias abertas.<sup>18</sup>

### 3. ARBITRAGEM COLETIVA E DISPUTAS DE MERCADO DE CAPITAIS

Por todos os motivos até aqui expostos, deve ser repensada a crença – que não raro assume as vestes de dogma – de que a arbitragem é sempre o

---

18 Em julgamento realizado em 14.12.16, o Tribunal Regional Federal da 4ª Região negou provimento a recurso de acionista da Petrobras que pretendia reparação decorrente da perda de valor das ações da estatal. De acordo com a decisão, os acionistas estão comprometidos pelo estatuto da companhia a resolverem as controvérsias por meio da arbitragem: “DIREITO CONSTITUCIONAL. DIREITO ADMINISTRATIVO. DIREITO PROCESSUAL CIVIL. SOCIEDADE ANÔNIMA. ESTATUTO DA PETROBRÁS. CLÁUSULA COMPROMISSÓRIA ESTATUTÁRIA. Nos termos do artigo 58 do Estatuto da PETROBRÁS, disputas ou controvérsias que envolvam a Companhia, seus acionistas, os administradores, tendo por objeto a aplicação das disposições contidas na Lei nº 6.404/76 devem ser resolvidas por meio de arbitragem; Se no estatuto da empresa há previsão da solução de conflitos pela arbitragem, ou seja, se há cláusula compromissória, não poderá o sócio abster-se de aderir-la, uma vez que, o acesso às regras expostas no estatuto, é público, sob pena de inviabilizar a condução das relações internas da sociedade anônima. O investidor não é obrigado a fazer parte da companhia. Se optar pelo ingresso, presume-se que avaliou e acatou voluntariamente as disposições estatutárias. Até porque, o registro do estatuto social na junta comercial, ou sua inscrição na bolsa de valores ou no mercado de balcão, ratifica a presunção de pleno conhecimento pelos acionistas. A exigência de aceitação expressa não encontra respaldo nem na Lei das Sociedades Anônimas, nem na Lei da Arbitragem; Não há falar em ofensa ao princípio constitucional da inafastabilidade do controle judicial. O princípio contido no artigo 5º, inciso XXXV, da CRFB deve ser entendido como regra de coibição de abuso de direito, de ato arbitrário ou ilegal e somente nestes casos deve ser acionado” (TRF4, AC. 5009846-10.2015.4.04.7201/SC, rel. Des. Fed. Cândido Alfredo Silva Leal Junior, j. 14.12.16).

meio mais adequado para a solução de controvérsias societárias e de mercado de capitais.<sup>19</sup>

Mesmo com a utilização de técnicas de redução de custos, a arbitragem é um mecanismo custoso, que nem sempre será apropriado para a tutela de investidores e acionistas de companhia aberta em disputas não privadas, pois pensado para a solução de litígios individuais.

Um dos principais problemas dos litígios envolvendo ilícitos de mercado de capitais é que, na maioria dos casos, os investimentos de acionistas e investidores nas companhias são de valor reduzido e, por isso, a única forma economicamente viável de exercerem sua pretensão em relação a esses investimentos é litigando em grupo, por meio de mecanismos como ações coletivas<sup>20</sup>. Não é por outra razão que a principal técnica do direito norte-americano de *enforcement* privado da legislação do mercado de capitais é a *class action*.<sup>21</sup>

A mitigação da confidencialidade, a facilitação da intervenção de terceiros e o estabelecimento de regras diversas na formação do tribunal arbitral são medidas necessárias e que podem contribuir para melhorar a adequação e a efetividade da arbitragem enquanto instrumento de solução de disputas societárias envolvendo companhias abertas.

Mas não bastam. Para além delas, é necessário pensar em mecanismos para *coletivizar a arbitragem*, tornando-a adequada para a solução daquelas controvérsias. É necessário criar ferramentas para que as pretensões individuais sejam molecularizadas. Somente através de mecanismos de litigância agregada é que haverá um *enforcement* adequado da legislação societária e do mercado de capitais.

<sup>19</sup> Cf. "Wall Street meets the wild west: bringing law and order to securities arbitration". North Carolina Law Review, v. 84, 2005-2006, p. 139.

<sup>20</sup> "Characteristic of so many of the suits under Rule 10b-5 for false corporate announcements by a publicly traded company is that most purchasers or sellers have relatively small amounts at stake. When there are numerous investors who have suffered a common misrepresentation, the class action device is often the only economically viable means of achieving the compensatory and deterrent goals underlying private action" (cf. James D. Cox, Robert Hillman e Donald Langevoort, *Securities regulation*. 7ª ed. New York: Kluwer, 2013 p. 789). Sobre o assunto, cf. Ian Hunter e Louis Flannery, "Class action and arbitration procedures - United Kingdom". In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 185.

<sup>21</sup> Cf. William Savitt e Noah Yavitz, *The securities litigation review - Chapter 14* (ed. William Savitt). London: Law Business Research, 2015, p. 182.

A unitariedade dos litígios envolvendo mercado de capitais e a circunstância de que envolvem número elevado de pessoas é um dos grandes empecilhos ao emprego da arbitragem como mecanismo de solução de tais controvérsias, em razão das características (e fragilidades) que decorrem da sua natureza contratual. Questiona-se, por isso, da afirmação de que o mercado de capitais é o terreno ideal para o florescimento da arbitragem, porque, entre outros motivos, ela lidaria com mais eficácia com litígios envolvendo múltiplos atores, na comparação com o processo judicial.<sup>22</sup>

Em razão de sua gênese contratual, a arbitragem apresenta limites intrínsecos para servir como um meio adequado de solução de tais controvérsias. É por isso que já se disse que a tendência da Suprema Corte norte-americana de adotá-la mais amplamente em litígios pulverizados (litígios de consumo, mercado de capitais etc.) representa uma *nuvem negra* no sistema de *class actions* daquele país.<sup>23</sup>

Apesar desses limites, é possível criar ferramentas para tornar a arbitragem mais amigável a litígios coletivos.<sup>24</sup> Não existe uma oposição necessária entre arbitragem e litígios coletivos,<sup>25</sup> mormente em razão do caráter flexível do procedimento arbitral, mas é necessário estabelecer as bases de um devido processo legal arbitral coletivo.<sup>26</sup>

A preocupação com formas de coletivizar os litígios arbitrais é hoje uma das questões centrais nos debates que se desenrolam entre a doutrina

22 Cf. Daniel de Andrade Levy, "Aspectos polêmicos da arbitragem no mercado de capitais". Revista Brasileira de Arbitragem, n. 27, jul-ago-set 2010, p. 10 e 11.

23 Cf. John Coffee Jr., *Entrepreneurial litigation - its rise, fall, and future*. Cambridge: Harvard Press, p. 130.

24 De acordo com Philippe Billiet, a arbitragem de classe existe nos Estados Unidos desde pelo menos o final dos anos 80, e o número de tais arbitragens vem expandindo a uma rápida taxa. De 2007 a 2013, diz o referido autor, a American Arbitration Association administrou mais de 120 arbitragens coletivas (cf. "Introduction". In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 12).

25 Cf. Ana Luiza Nery, *Arbitragem coletiva*. São Paulo: RT, 2016, p. 225.

26 Sobre o assunto, Stacie Strong, "Enforcing class arbitration in the international sphere: due process and public policy concerns". *University of Pennsylvania Journal of International Law*, v. 30, 2008, p. 1-100; e Rômulo Greff Mariani, *Arbitragens coletivas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2015, n. 3, p. 115-118. Carole J. Buckner afirma que, embora se entenda pacificamente que o devido processo legal formal não é necessariamente exigido em arbitragens não coletivas, há decisões da Suprema Corte norte americana entendendo que referido devido processo legal é exigido em arbitragens coletivas, na medida em que a garantia do devido processo legal é uma das contrapartidas à vinculação de todos os membros da classe (cf. "Due process in class arbitration". *Florida Law Review*, v. 58, 2006, p. 186-188 e 214).

arbitralista. Há trabalhos acadêmicos no Brasil que se dedicaram exclusivamente ao tema.<sup>27</sup> O que cabe ser assentado aqui é que é necessário prosseguir com essa reflexão, e estabelecer mecanismos de litigância coletiva na arbitragem, adaptando o processo arbitral à matéria em que nele se discute. Somente assim é que a arbitragem será realmente uma alternativa adequada e efetiva para a solução de litígios de mercado de capitais.

#### 4. QUATRO QUESTÕES FUNDAMENTAIS ENVOLVENDO ARBITRAGEM COLETIVA SOCIETÁRIA NO BRASIL

Existem algumas arbitragens coletivas societárias em curso no Brasil, apesar de haver pouca informação disponível a respeito de tais processos arbitrais, uma vez que eles não são públicos.

Nesse contexto único no mundo, em que de fato existem arbitragens coletivas societárias em andamento, e em que provavelmente novas devem ser iniciadas em um futuro breve, o Brasil debate o tema da arbitragem coletiva.

O movimento é recente e o direito brasileiro ainda não está adaptado para essa realidade. A Lei de Arbitragem brasileira não conta com nenhuma regra que trate especificamente de arbitragem coletiva. Os regulamentos dos principais centros de arbitragem brasileiros<sup>28</sup> também não contam com disposições endereçando esse tema. O único que contempla uma disposição é o regulamento da CAMFIEP, que contém regra sobre representação em arbitragem iniciada por associação.<sup>29</sup>

27 Cf. Rômulo Greff Mariani, *Arbitragens coletivas no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2015; Ana Luiza Nery, *Arbitragem coletiva*. São Paulo: RT, 2016; André Vasconcelos Roque, *Arbitragem de direitos coletivos no Brasil: admissibilidade, finalidade e estrutura* (tese de doutorado). Rio de Janeiro: Faculdade de Direito da UERJ, 2014; Viviane Muller Prado e Antonio Deccache, "Arbitragem coletiva e companhias abertas". *Revista de Arbitragem e Mediação*. São Paulo, RT, ano 14, vol. 52, jan./mar., 2017, p. 99-123; e Antonio Gidi, *Rumo a um Código de Processo Civil Coletivo - a codificação das ações coletivas no Brasil*. Rio de Janeiro: GZ, 2008, n. 3.5, p. 196-200. Para uma análise comparada dos sistemas de países da União Europeia a respeito de arbitragem coletiva, v. Philippe Billiet (editor), *Class arbitration in the European Union*. Antwerpen: Maklu, 2013.

28 Foram analisados os regulamentos de arbitragem dos seguintes centros de arbitragem: CAM-CCBC, Câmara do Mercado, CIESP-FIESP, CAMARB, FGV, CCI e AMCHAM.

29 Arts. 9.7 e 9.8.



Quando se trata de arbitragem coletiva societária, o Brasil é único sob duas perspectivas.

Primeiro porque, como visto acima, desde o começo dos anos 2000 o país vem optando por submeter suas disputas societárias à arbitragem, especialmente aquelas que envolvem companhias de capital aberto. Conforme analisado no Relatório OCDE, isso é uma peculiaridade do Brasil, uma vez que a maior parte dos países não emprega a arbitragem como mecanismo de solução de disputas societárias.

Segundo porque o Brasil de fato tem arbitragens *coletivas societárias* em andamento. Dentre aqueles países analisados os Estados Unidos são o único país que tem arbitragens coletivas em andamento, mas tais arbitragens não são societárias ou de mercado de capitais, e sim envolvem outros assuntos como questões concorrenciais e consumeristas.

Essas circunstâncias mostram que sem dúvida o Brasil tem a aprender com as experiências de outros países, mas também devemos ter em mente que enfrentamos uma situação única e peculiar, e que estamos pisando em terreno desconhecido quando se trata de arbitragem coletiva societária.

Nesse cenário este breve artigo suscita quatro questões fundamentais que nos parecem essenciais para o adequado enfrentamento do tema.

A primeira questão diz respeito à própria escolha de se utilizar a arbitragem com mecanismo de solução de disputas societárias e de mercado de capitais. Como visto acima, ao menos desde o começo dos anos 2000 no Brasil existe um entendimento razoavelmente consolidado de que a arbitragem é o melhor método para solução de disputas societárias. No país a arbitragem é fortemente associada como altos níveis de governança corporativa e proteção de investidores.

Mas mais recentemente passamos a questionar essa premissa, isto é, a questionar se aquela decisão tomada no começo dos anos 2000 foi correta e se talvez tenhamos ido muito longe. Há motivos para questionar a premissa de que a arbitragem é *sempre* a melhor alternativa para solucionar disputas societárias e de mercado de capitais: arbitragem tem custos elevados, é confidencial, não é tão célere quanto gostaríamos e tem outros custos de transação.

E se não adaptada para a solução de disputas coletivas pode representar mais uma barreira do que um facilitador de acesso à Justiça, ao menos

quando se está diante de controvérsias de mercado de capitais, que exigem mecanismos de solução de disputas acessíveis ao pequeno investidor, acesso à informação e mecanismos de participação.

É por isso que a arbitragem precisa sofrer algumas adaptações e modulações, para que seja um mecanismo adequado e aderente a esse tipo de disputas.

A segunda questão fundamental é: queremos aplicar às arbitragens coletivas as mesmas normas que governam nosso sistema judicial de ações coletivas? O sistema brasileiro de ações coletivas tem peculiaridades, incluindo regras relevantes a respeito de legitimidade processual, competência e coisa julgada, entre outras. Existe uma opinião doutrinária relevante de que esse modelo não é tão efetivo quanto deveria, o que levou a algumas iniciativas legislativas procurando reformar tal modelo. Mas nenhuma deles teve sucesso.

Consequentemente, seria uma conclusão fácil sustentar que deveríamos aproveitar esta janela de oportunidade, em que se discute um modelo de arbitragem coletiva, para criar um novo, paralelo e melhor sistema de tutela coletiva de interesses transindividuais. Mas nós também devemos estar integralmente conscientes dos efeitos colaterais de termos dois sistemas diversos de tutela coletiva coexistindo em um mesmo ordenamento jurídico. Não se trata de uma decisão fácil.

Esse ponto nos leva para a terceira questão fundamental que este artigo levanta: se o Brasil decidir por seguir adiante com um sistema de arbitragem coletiva, nós iremos criar regras legais disciplinando a questão ou vamos delegar essa tarefa aos centros de arbitragem?

Dentre os países analisados pelo Relatório OCDE, apenas os EUA têm regras disciplinando arbitragens coletivas. Mas tais regras estão disciplinadas nos regulamentos de centros de arbitragem (AAA e JAMS). Qual é a melhor abordagem para o Brasil? Essa é uma questão fundamental de política legislativa.

A quarta e última questão fundamental que se quer levantar neste artigo diz respeito à confidencialidade. Se nós realmente decidirmos por seguir com um sistema de arbitragem coletiva como método de solução de disputas societárias e de mercado de capitais no Brasil, não há dúvida de que precisaremos endereçar a questão da confidencialidade.

É inconcebível pensar em confidencialidade em relação a qualquer sistema de tutela coletiva de interesses, seja ele judicial ou arbitral. Em qualquer situação a sociedade e o mercado têm interesse e direito de saber o que está sendo discutido em demandas coletivas. Informação é um dos pilares do mercado de capitais e de qualquer sistema de tutela de interesses coletivos. Nesse sentido, deve ser aplaudida a iniciativa da CVM de submeter à consulta uma minuta de regra tratando de divulgação de demandas societárias (Edital de Audiência Pública SDM nº 01/21).

## 5. CONCLUSÃO

Como se procurou demonstrar, o Brasil apresenta uma realidade realmente única e peculiar no mundo quando se trata de arbitragem coletiva societária. É nesse cenário em que se procurou levantar algumas questões relacionadas ao assunto, que nos parecem de fundamental importância para a discussão sobre qual o modelo de arbitragens coletivas societárias que queremos para nosso país.