

Coordenação  
**Andre Luis Monteiro**  
**Marcelo Vieira von Adamek**  
**Mariana Conti Craveiro**

# ARBITRAGEM EM DIREITO SOCIETÁRIO

Prefácio  
Paulo Cezar Aragão

Apresentação  
Sidnei Beneti

Revista  
dos Tribunais



**Thomson  
Reuters™**

**Diretor de Conteúdo e Operações Editoriais**  
Alexandre Ferreira Mattioli

**Gerente de Conteúdo**  
Andréia R. Schneider Nunes Carvalhaes

**Editorial:** Aline Marchesi da Silva, Camilla Sampaio e Quenia Becker

**Analistas Editoriais:** Ariene Cristina Almeida do Nascimento, Emilly Costa Silva e Maria Eduarda Silva Rocha

**Produção Editorial e Equipe de Conteúdo Digital**  
**Gerente de Conteúdo**  
Milisa Cristine Romera

**Especialistas Editoriais:** Gabriele Lais Sant'Anna dos Santos e Maria Angélica Leite

**Analista de Projetos:** Jéssica Viana Bezerra

**Analistas de Operações Editoriais:** Danielle Castro de Moraes, Izabella Alarcon, Mariana Plastino Andrade e Patrícia Melhado Navarra

**Analistas de Qualidade Editorial e ProView:** Ana Paula Cavalcanti, Gabriel George Martins, Gabriela Cavalcante Lino, Maria Carolina Ferreira, Maria Cristina Lopes Araujo, Rodrigo Araujo e Vinícius Pereira Santos

**Estagiárias:** Beatriz Parise Jatene Castello Branco e Rebeca Crespo Rangel

**Capa:** Linotec

**Gerente de Operações e Produção Gráfica**  
Mauricio Alves Monte

**Analistas de Produção Gráfica:** Jéssica Maria Ferreira Bueno e Victória Menezes Pereira

**Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)**  
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Arbitragem em Direito Societário / Andre Luis Monteiro, Marcelo Vieira von Adamek, Mariana Conti Craveiro, coordenação. – São Paulo : Thomson Reuters Brasil, 2025.

Vários autores.  
Bibliografia.  
ISBN 978-65-260-1178-2

1. Arbitragem (Direito) 2. Direito societário - Brasil 3. Sociedades - Brasil I. Monteiro, Andre Luis. II. Adamek, Marcelo Vieira von. III. Craveiro, Mariana Conti.

24-242919

Índices para catálogo sistemático:

1. Brasil : Arbitragem : Direito societário 347.7(81)  
Cibele Maria Dias - Bibliotecária - CRB-8/9427

CDU-347.7(81)

# 39. O financiamento de arbitragens e o enforcement privado de normas societárias e de mercado de capitais

Guilherme Setoguti J. Pereira<sup>1</sup>

Natália Tavares Lima Giannasi<sup>2-3</sup>

## 1. Introdução

O financiamento de litígios por terceiros<sup>4</sup> é fenômeno consolidado em diversas jurisdições e vem ganhando cada vez mais relevância no Brasil. Litigar implica gastos e, por isso, questões relacionadas ao *regime financeiro do processo* têm relação direta com o acesso à justiça, isto é, o acesso à tutela jurisdicional. Um fator, entre muitos outros, que pode contribuir para superar tais dificuldades é atribuir o financiamento do processo a terceiros (como gestoras, fundos de investimento e empresas especializadas), em contrapartida a determinado percentual do resultado econômico do litígio.

Em âmbito internacional, os principais agentes do mercado de financiamento de litígios acumulam dezenas de bilhões de dólares sob gestão<sup>5</sup>. A consolidação da utilização do

1. Advogado de Monteiro de Castro, Setoguti Advogados. Professor do Insper. Doutor, mestre e bacharel em Direito pela USP. Presidente do Instituto de Direito Societário Aplicado (IDSA). Presidente da Associação de Special Situations e Litigation Finance.

2. Advogada de Monteiro de Castro, Setoguti Advogados. Bacharela em Direito pela PUC-SP. Mestranda em Direito Comercial pela USP.

3. Este artigo contém algumas considerações de artigo publicado pelos coautores em obra coletiva anterior: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; GIANNASI, Natália Tavares Lima. O financiamento de demandas (*litigation finance* ou *litigation funding*) e o acesso à justiça. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; CUEVA, Ricardo Villas Bôas. *Direito Societário, Recuperação Judicial e Falência na jurisprudência do STJ*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2024, p. 161-184. Este artigo também contém considerações dos seguintes trabalhos anteriores de um dos coautores: (i) PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018; (ii) PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; COSTA, Cláudia Gruppi; CARRARA, Débora; RODRIGUES, Rafaella Ueda. A ação de responsabilidade de acionista controlador e o financiamento de litígios. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023, p. 105-129.

4. Nos países de língua inglesa fala-se em *third-party funding*. No Brasil, o termo foi traduzido para “financiamento de litígios por terceiros” a despeito de críticas a respeito da exatidão da tradução. Nesse sentido: CASTRO, Leonardo Viveiros de; SETTON, Renata Szczerbacki. *Third Party Funding: Uma Visão Prática do Mercado Brasileiro*. In: MONTEIRO, André Luis; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (Coords.). *Arbitragem Coletiva Societária*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 277-296; VISCONTE, Débora; MARRA, Marianna Falconi. Apontamentos sobre o Third Party Funding e Special Situations. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023, p. 92-103.

5. Conforme dados divulgados pelo Litigation Finance Insider, a Burford Capital ocupa o primeiro lugar no ranking, com US\$ 8 bilhões sob gestão. Em segundo e terceiro lugar estão Omni Bridgeway e Harbour

financiamento de litígios tem resultado em um esforço de regulação da matéria e na definição de boas práticas que devem ser seguidas<sup>6</sup>. No Brasil o mercado de financiamento de litígios está em expansão, do que se pode extrair uma tendência de consolidação do instituto e, consequentemente, a necessidade de uma maior regulação, tendo em vista o vácuo legislativo e regulatório a respeito do tema.

Entre outras áreas, o financiamento de litígios por terceiros ganha especial relevância no âmbito de demandas que têm por objeto a reparação civil no mercado de capitais e no direito societário, tema que é objeto deste artigo.

Litigar custa dinheiro. Em se tratando de litígios complexos daquelas áreas, os custos são ainda maiores, sobretudo se considerado que, pelas peculiaridades do Brasil, onde, desde o início dos anos 2000, existe uma *primazia da arbitragem* como método de solução de disputas dessas naturezas, frequentemente o litígio deve ser submetido à arbitragem. Há gastos com despesas processuais (taxas judiciais, honorários de árbitro, remuneração da câmara de arbitragem, honorários de perito e de assistentes técnicos), despesas extraprocessuais (produção de documentos, viagens, deslocamento etc.) e remuneração de advogado, de modo que casos minimamente complexos podem ter custos totais que chegam à casa dos milhões.

Além dos custos da litigância, as disputas que têm por objeto a tutela de investidores não raro são permeadas por significativo desequilíbrio entre as partes. É comum que as partes litigantes apresentem condições econômicas e técnicas distintas. Embora nem sempre, em algumas situações, de um lado, há o investidor ou grupo de investidores com recursos financeiros limitados e sem muita experiência (*track record*) em litígios semelhantes; de outro, agentes com vasta experiência em litígios dessa natureza e orçamentos substanciais para contratação de profissionais especializados e pagamento dos custos com o processo<sup>7</sup>.

Tais desequilíbrios funcionam como elementos de desincentivo para que os investidores busquem o cumprimento das normas do direito societário e do mercado de capitais, seja em proteção de direitos próprios, seja em proteção dos direitos da própria companhia (substituição processual).

---

Litigation Funding, com US\$ 1,7 bilhões e US\$ 1,5 bilhões sob gestão, respectivamente. Disponível em: <https://litigationfinanceinsider.com/c/league-leaders>. Além disso, conforme divulgado no relatório do The Westfleet Insider de 2022 os ativos sob gestão em direitos litigiosos somaram, apenas em disputas comerciais nos Estados Unidos da América, US\$ 13,5 bilhões. Disponível em: <https://www.westfleetadvisors.com/wp-content/uploads/2023/02/WestfleetInsider-2022-Litigation-Finance-Market-Report.pdf>.

6. Na Inglaterra há uma espécie de autorregulação por meio do Code of Conduct for Litigation Funders (disponível em: <https://associationoflitigationfunders.com/wp-content/uploads/2018/03/Code-Of-Conduct-for-Litigation-Funders-at-Jan-2018-FINAL.pdf>, acesso em: 14.08.24). Singapura e Hong Kong regulamentaram o financiamento de litígios nas respectivas legislações: “Singapore has recently amended its law and permit third-party funding in relation to prescribed dispute resolution proceedings. (...) In a similar vein, Hong Kong recently enacted legislative reforms to permit third-party funding arrangements that had arguably been previously prohibited under the doctrines of champerty and maintenance” (ICCA-Queen Mary no Report of the ICCA-Queen Mary Task Force on Third-Party Funding in International Arbitration, p. 58-59).
7. CASTRO, João Mendes de Oliveira. O financiamento de litígios no sistema de solução de controvérsias. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023, p. 13-36.

É nesse contexto, em que, de um lado, pode haver benefícios econômicos incertos (em caso de eventual e futuro sucesso na demanda), e, de outro, há custos financeiros certos e incertos com o litigar, que o financiamento de litígios por terceiros tem se desenvolvido e se mostrado uma importante ferramenta de acesso à justiça e viabilização de demandas naquele âmbito.

Se realizado adequadamente, o financiamento possibilita o acesso à justiça, reduz as assimetrias entre os litigantes, filtra demandas frívolas e contribui para aumentar a eficiência da composição do litígio e das relações econômicas. São diversos os benefícios<sup>8</sup>. Mas, a exemplo do que se verificou em jurisdições estrangeiras, nas quais a utilização dessa ferramenta já está mais consolidada, são também diversos os questionamentos que surgem diante do financiamento do litígio por um terceiro. A prática demonstrou que há alguns temas que devem ser enfrentados a fim de garantir maior segurança jurídica na utilização do instituto. Entre eles estão: (i) a necessidade de revelar a existência do financiamento e a extensão dessa revelação; (ii) a responsabilidade do financiador pelos custos do processo, em especial pelos honorários sucumbenciais; (iii) o reembolso das despesas financiadas e dos custos do financiamento; (iv) a possibilidade de rescisão do contrato de financiamento; e (v) a possibilidade de o terceiro financiador exercer certa influência quanto aos rumos do processo, ainda que indiretamente, em razão do seu interesse no sucesso da parte financiada, entre tantas outras. São questões que devem ser debatidas e devidamente reguladas.

O presente estudo tem por objetivo discutir o financiamento de litígios e seus efeitos no universo das arbitragens societárias, especialmente sua contribuição para o fortalecimento do cumprimento forçado (*enforcement*) das normas societárias e do direito do mercado de capitais.

O exame se iniciará pela introdução ao tema do financiamento de litígios, por meio de uma contextualização geral sobre o assunto e sua aplicabilidade no Brasil. Na sequência, apontaremos algumas observações no que diz respeito às arbitragens que têm por objeto a tutela indenizatória no mercado de capitais e no direito societário, além de questões que devem ser observadas na hipótese de financiamento. Em seguida discutiremos os efeitos e consequências do financiamento de litígios por terceiros no *enforcement* privado. Por fim, trataremos de uma das principais discussões que circundam o tema envolvendo o financiamento de arbitragens: a revelação da existência do financiamento e as condições e a extensão de tal revelação.

## 2. O financiamento de litígios: considerações gerais e o financiamento de arbitragens

Por meio da celebração de um contrato de financiamento, um terceiro alheio à disputa arca com a totalidade ou parte dos custos incorridos pela parte da disputa judicial ou arbitral,

8. Há quem critique o mercado de financiamento de litígios sob o fundamento de que a possibilidade de financiamento de litígios tem o potencial de estimular demandas frívolas e abusivas (ABRAMOWICZ, Michael. *On the Alienability of Legal Claims*. The Yale Law Journal, Vol. 114, n. 2, 2005, p. 699). Por outro lado, como pontuou Napoleão Casado Filho em tese de doutorado a respeito do tema, tal receio é infundado na medida em que os financiadores possuem rigoroso processo de avaliação do caso antes de autorizarem o financiamento, de modo que somente são objeto do financiamento demandas com chances de êxito relevantes (FILHO, Napoleão Casado. *Arbitragem comercial internacional e acesso à justiça: o novo paradigma do third party funding* (tese de doutorado). São Paulo: PUC-SP, 2014, p. 120).

em contrapartida a determinado percentual do resultado econômico do processo. O conceito de financiamento por terceiros é amplo e transversal, mas pode ser definido da seguinte forma:

“The term ‘third-party funding’ refers to an agreement by an entity that is not a party to the dispute to provide a party, an affiliate of that party or a law firm representing that party,

a) funds or other material support in order to finance part or all of the cost of the proceedings, either individually or as part of a specific range of cases, and

b) such support or financing is either provided in exchange for remuneration or reimbursement that is wholly or partially dependent on the outcome of the dispute, or provided through a grant or in return for a premium payment.”<sup>9-10</sup>

O financiamento é instrumentalizado em um contrato, que pode assumir estruturas jurídicas diversas (como, para citar alguns exemplos, cessão de crédito ou mútuo, que podem ser acrescidos de garantias de diferentes naturezas) e que usualmente prevê o dever de reembolso e a remuneração do investidor quando do recebimento do crédito pela parte financiada. Há diversas estruturas possíveis, de modo que, em caso de perda, o investidor pode nada receber (modalidade *non-recourse*), embora haja situações em que o financiamento mais se assemelha a um empréstimo (modalidade *recourse*). Geralmente, a operação é precedida por uma avaliação criteriosa da probabilidade de êxito da parte que o pleiteia<sup>11</sup>.

Alguns dos aspectos responsáveis pela popularização desse método de custeio do processo são: (i) a escassez de recursos ou falta de liquidez da parte envolvida no litígio e (ii) a busca, pelos fundos e outros veículos de investimento, de novas formas de obtenção de lucro<sup>12</sup>.

O financiamento funciona como mecanismo facilitador do acesso à justiça para aqueles que não têm condições de arcar com as despesas do processo ou que, por outras razões (como conveniência), também não querem assumir o papel (e os custos de transação e de oportunidade decorrentes) de conduzir demandas em defesa de seus direitos. A partir de uma análise detalhada da perspectiva de êxito do litígio, o financiador, quando se trata da modalidade

9. Conforme estabelecido pelo ICCA-Queen Mary no Report of the ICCA-Queen Mary Task Force on Third-Party Funding in International Arbitration. Disponível em: [https://cdn.arbitration-icca.org/s3fs-public/document/media\\_document/Third-Party-Funding-Report%20.pdf](https://cdn.arbitration-icca.org/s3fs-public/document/media_document/Third-Party-Funding-Report%20.pdf).

10. Em sentido similar: “Em linhas gerais, pode-se conceituar o financiamento por terceiros como o investimento feito por um terceiro em um ou mais litígios com os quais ele não possui qualquer outra ligação, por meio da qual parcela (ou a totalidade) dos custos da demanda (e, conseqüentemente, dos riscos) é repassada ao financiador, cuja remuneração está vinculada ao sucesso da demanda. A rigor, qualquer auxílio financeiro que se dê ao litigante, cujo retorno esteja atrelado ao resultado de uma demanda, pode ser considerado *third-party funding*.” (CARDOSO, Marcel Carvalho Engholm. *Arbitragem e Financiamento por Terceiros*. São Paulo: Almedina, 2020, p. 49).

11. FILHO, Napoleão Casado. *Arbitragem comercial internacional e acesso à justiça: o novo paradigma do third party funding* (tese de doutorado). São Paulo: PUC-SP, 2014, p. 133-134.

12. FILHO, Napoleão Casado. *Arbitragem comercial internacional e acesso à justiça: o novo paradigma do third party funding* (tese de doutorado). São Paulo: PUC-SP, 2014, p. 92.

*non-recourse*<sup>13</sup>, antecipa as despesas processuais, viabilizando o processamento da demanda. O custo para litigar é alto, e o investimento no litígio por um terceiro possibilita a superação das barreiras relacionadas aos custos da litigância.

Embora o financiamento por terceiros seja comumente atrelado à ausência de recursos pela parte tomadora, nem sempre existe tal relação: em jurisdições em que o instituto se encontra mais maduro, valem-se dessa ferramenta também partes (em especial empresas) que, embora não enfrentem problemas de liquidez, entendem ser mais vantajoso terceirizar a condução de seus litígios a entes especializados, em razão dos custos de oportunidade e de transação envolvidos com a condução de demandas. Fazem em prol de uma alocação mais eficiente de seus recursos humanos e financeiros.

Dizendo de outro modo, esse instrumento é adequado não apenas para as situações em que a parte apresenta dificuldades financeiras. O financiador é profissional especializado e, por isso, tem melhores condições de avaliar o mérito da disputa e o prazo de retorno do investimento. Em razão de sua expertise, sua contribuição pode ir além de fornecer recursos a quem se encontra em dificuldades financeiras, revelando-se em muitas outras situações.

A “contribuição não financeira” do investidor (*non-cash contribution*) é igualmente relevante. A experiência e a expertise do financiador podem ajudar a equalizar as forças entre as partes e garantir um litígio em paridade de armas<sup>14</sup>. A contribuição – financeira e não financeira – do financiador fica evidente em litígios nos quais há relevante desproporção entre as realidades econômicas e técnicas das partes, como, por exemplo, litígios envolvendo pleitos indenizatórios de vítimas de desastres ambientais e demandas movidas por acionistas de varejo contra companhias, acionistas controladores e administradores, entre outros.

O financiamento por terceiros é comumente atrelado aos processos arbitrais, em razão de serem mais céleres do que processos judiciais – o que eleva as chances de um retorno mais rápido do investimento e, conseqüentemente, reduz o custo de capital envolvido com o desembolso –, ao que somam as vantagens usualmente atreladas à arbitragem, como as especialidades dos árbitros. A popularidade da utilização do financiamento nos processos arbitrais também decorre dos elevados custos necessários já logo no início da arbitragem<sup>15</sup>.

13. Na modalidade de operação de crédito *non-recourse* se o litígio não gerar resultado econômico positivo, a parte financiada não está obrigada a reembolsar o financiador. Nesse sentido: BEDI, Suneal; MARRA, William C. The Shadows of Litigation Finance. *Vanderbilt Law Review*. Vol. 74, 2021, p. 574.

14. CASTRO, João Mendes de Oliveira. O financiamento de litígios no sistema de solução de controvérsias. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023, p. 18.

15. “Em razão das particularidades da arbitragem, em que se faz presente a disponibilidade, o conhecimento e a credibilidade dos árbitros, somados à celeridade do procedimento e ao elevado consumo de capital concentrado em um período temporal curto, o TPF acabou encontrando, aí, um campo fértil para o seu desenvolvimento”. (CASTRO, Leonardo Viveiros de; SETTON, Renata Szczerbacki. Third Party Funding: Uma Visão Prática do Mercado Brasileiro. In: MONTEIRO, André Luis; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (Coords.). *Arbitragem Coletiva Societária*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021, p. 277-296). No mesmo sentido: VISCONTE, Débora; MARRA, Marianna Falconi. Apontamentos sobre o Third Party Funding e Special Situations. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023, p. 92-103.

Ainda que de modo incipiente, no Brasil o financiamento de litígios por terceiros também começou a ser uma alternativa cada vez mais conhecida e adotada em arbitragens. Em 2022, a tradicional pesquisa “Arbitragem em Números”<sup>16</sup>, conduzida por SELMA LEMES, destacou que “passou a ser uma realidade nacional a presença de terceiros financiando procedimentos arbitrais para as partes que não disponham de numerários para fazer face às despesas com o procedimento arbitral ou, por questões de administração de recursos, optam por financiar os procedimentos arbitrais”. Com relação aos processos arbitrais iniciados em 2020, primeiro ano da pandemia da Covid-19, o estudo aponta que 17 (dezesete) casos tiveram financiamento de terceiros no Brasil, o que representou um aumento de 55% em comparação com o ano de 2019. Nos anos subsequentes, houve uma pequena redução, sendo registrados 15 (quinze) casos em 2021 e 14 (quatorze) em 2022. A despeito da singela redução no número total de casos que tiveram financiamento por terceiros, note-se que o número de arbitragens financiadas processadas na Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), que concentra as principais arbitragens societárias e de mercado de capitais do país, cresceu, sendo 6 (seis) em 2020, 7 (sete) em 2021 e 11 (onze) em 2022.

Diante da popularidade do financiamento de arbitragens, alguns centros de arbitragem nacionais seguiram a tendência internacional e editaram resoluções regulando o procedimento para revelação da existência do financiamento, de modo a garantir a independência e imparcialidade dos árbitros<sup>17</sup>.

Esse *corpo autorregulatório* cria segurança jurídica com relação ao financiamento de arbitragens por terceiros. As regras já emitidas pelos centros de arbitragem brasileiros ainda não são exaustivas e não endereçam todas as questões envolvendo o tema, mas representam um importante passo rumo a uma maior clareza (e, conseqüentemente, maiores previsibilidade e segurança jurídica) sobre o assunto. O avanço é relevante e deve servir de ponto de partida para novas iniciativas para o estabelecimento de boas práticas e regulação das problemáticas envolvendo o financiamento de litígios.

### 3. O financiamento de arbitragens que têm por objeto tutelas indenizatórias no mercado de capitais e no direito societário

É bastante forte na doutrina o entendimento de que a arbitragem é, se não o melhor, um método de solução de controvérsias societárias com largas vantagens sobre o processo estatal<sup>18</sup>.

16. Arbitragem em Números: Pesquisa 2020/2021. Realizada em 2022. Disponível em: <https://canalarbitragem.com.br/wp-content/uploads/2023/10/ARBITRAGEM-EM-NUMEROS.pdf>.

Arbitragem em Números: Pesquisa 2021/2022. Realizada em 2023. Disponível em: <https://canalarbitragem.com.br/wp-content/uploads/2023/10/PESQUISA-2023-1010-0000.pdf>.

17. Resolução Administrativa nº 18/2016 do Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara Brasil-Canadá, Resolução nº 06/2019 da Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem CIESP/FIESP, Resolução Administrativa nº 14/2020 da Câmara de Mediação e Arbitragem Empresarial – CAMARB e Resolução CAM 02/2024 da Câmara de Arbitragem do Mercado.

18. Cf. referências bibliográficas indicadas nas notas de rodapé n. 351 a 357 de trabalho de um dos coautores deste artigo. PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 140-141).

O legislador e o regulador privado também acolheram esse entendimento, ao criar diversas normas para reforçar a arbitragem como o método preferencial de solução de disputas societárias<sup>19</sup>.

Arbitragem também foi, no passado, recomendada como indicador das melhores práticas de governança corporativa para as sociedades anônimas pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM")<sup>20</sup> e pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa ("IBGC")<sup>21</sup>. As medidas foram motivadas sobretudo pelo entendimento de que a inexistência de ferramentas adequadas de *enforcement* é um dos motivos de entrave ao progresso do mercado acionário do país.<sup>22-23</sup>

À época em que foram criados o Novo Mercado e a Câmara de Arbitragem do Mercado, sustentou-se que essas medidas contribuiriam para o aprimoramento do mercado acionário brasileiro, devido à criação de uma alternativa à alegada inadequação da justiça brasileira para resolver controvérsias societárias e advindas do mercado de valores mobiliários. E, de fato, a utilização da arbitragem cresceu exponencialmente para a solução de conflitos societários.

Tendo em vista o objeto deste artigo, é importante retomar, ainda que resumidamente, algumas demandas indenizatórias típicas no mercado de capitais e no direito societário brasileiros. Além de destacar as principais características de tais demandas, faremos algumas observações com relação à possibilidade de financiamento dos litígios.

### 3.1. Demandas indenizatórias previstas pela Lei das S/A

A leitura da Exposição de Motivos da LSA mostra que seus idealizadores quiseram consagrar um modelo em que o acionista controlador e os administradores – por ele eleitos e

19. Essa tendência pode ser verificada pela edição das Leis 10.303/2001 e 10.411/2002, que introduziram, entre outras mudanças, o § 3º do art. 109 da Lei 6.404/1976, que prevê expressamente a possibilidade de cláusula compromissória de arbitragem estatutária. No mesmo sentido, a então Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA (atualmente B3), decidiu, em 2000, instituir segmentos diferenciados de governança corporativa (Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2), para estabelecer práticas de governança corporativa mais rigorosas do que as previstas em lei e criar um ambiente de negociação que fomentasse o mercado de capitais. Para os segmentos com mais elevados níveis de governança (Novo Mercado e Nível 2), a B3 tornou obrigatória a arbitragem para a solução de conflitos envolvendo acionistas, administradores e companhias. (PRADO, Viviane Muller. *Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores*. Working Paper. Set. 2016. Disponível em: [https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O\\_CUSTA\\_NADA\\_MEN-TIR\\_desafios\\_para\\_o\\_ressarcimento\\_de\\_investidores%20dados%20e%20reflex%C3%B5es%20sobre%20o%20n%C3%A3o%20ressarcimento%20de%20investidores](https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MEN-TIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores%20dados%20e%20reflex%C3%B5es%20sobre%20o%20n%C3%A3o%20ressarcimento%20de%20investidores) (consultado em: 14.08.24).

20. Art. III.6. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf> (consultado em: 14.08.24).

21. Art. 1.4. Disponível em: <http://www.ibgc.org.br/userfiles/2014/files/CMPGPT.pdf> (consultado em: 14.08.24).

22. “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 da 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” (GORGA, Érica. 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).

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

orientados – gozem de ampla liberdade e, em contrapartida, sujeitem-se a um regime de regras estritas de responsabilidade<sup>24-25</sup>. Optou-se por atribuir-lhes autonomia e, por outro lado, exigí-los deveres rigorosos, estipulando-se, em caso de desrespeito a tais preceitos, a invalidade de atos (Lei das S/A, arts. 115, § 4º, e 156, § 2º) e um regime típico de responsabilização (arts. 116, 117, 153 a 158 e 245), que lista em caráter exemplificativo condutas que caracterizam abuso de poder de controle e violação a deveres fiduciários.

Para efetivar tais deveres, a lei prevê algumas demandas típicas, como a (i) ação de responsabilidade contra administradores (art. 159) e a (ii) ação de responsabilidade contra acionista controlador (art. 246), peças fundamentais na engrenagem que é o sistema da LSA.

Essas demandas podem ser movidas pela própria companhia, já que nelas se busca tutelar a sua própria esfera jurídica. Contudo, considerando o fato de que a companhia é representada (ou apresentada) por seus administradores (LSA, art. 144) – que, por sua vez, são eleitos pelo controlador –, a lei correta e inteligentemente atribui legitimidade extraordinária para que o acionista pleiteie a tutela do patrimônio social. Não fosse assim, estaria aberto um evidente caminho à *tirania do controlador*<sup>26</sup>. Dizendo de outro modo: como a sociedade é capitaneada pelo controlador e representada pelos administradores que aquele elege, dificilmente seriam tomadas medidas contra eles se não se outorgasse essa legitimidade aos demais acionistas<sup>27</sup>. Tais ações movidas por acionistas como substitutos processuais da companhia são chamadas de *ações derivadas* (*derivative suits*).

As ações derivadas são essenciais para o funcionamento de um sistema de imputação de deveres e responsabilidades atribuídos ao controlador e aos administradores, e, conseqüentemente, de proteção dos interesses da companhia frente aos danos causados por tais agentes. São mecanismos de tutela da minoria, por meio dos quais os acionistas demandam (em nome próprio, mas em defesa da sociedade) o controlador e os administradores da sociedade,

- 
24. Cf. Item 5, letras “a” e “b” da Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda.
25. PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 71 e seguintes; FILHO, Calixto Salomão. Organização interna: estrutura orgânica tríplice. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 84; FILHO, Calixto Salomão. Deveres fiduciários do controlador. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006, p. 169; LOBO, Jorge. Reforma da Lei das S.A. In: LOBO, Jorge. (Coord.). *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998, p. 28; e MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 88, nota 59, e p. 303.
26. DINAMARCO, Cândido Rangel. Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários – questões processuais. In: *Processo civil empresarial*. São Paulo: Malheiros, 2010, p. 643.
27. LATELLA, Dario. Shareholder derivative suits: a comparative analysis and the implications of the European Shareholders’ Rights Directive. *European Company and Financial Law Review*, v. 6, n. 2, 2009, p. 313; e BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. 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 6.404/1976). In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 249.

em razão da violação aos deveres a que se sujeitam.<sup>28</sup> Ao empregá-las, o acionista *veste os sapatos da companhia*.<sup>29</sup>

Nas ações previstas nos arts. 159 e 246 da LSA, o acionista age como substituto processual da companhia, deduzindo um pleito em favor dela. Há *concentração de custos e dispersão de benefícios*<sup>30</sup>; os custos (os certos e também os incertos) com o litigar são suportados integralmente pelo acionista, mas o eventual (e incerto) benefício será por ele aproveitado apenas indireta e proporcionalmente à sua participação no capital, na medida do que for acrescido ao patrimônio da sociedade, exceção feita ao prêmio previsto pelo art. 246 da LSA, que também é incerto, pois depende de desfecho favorável do processo, mas reverte ao próprio acionista.

Nesse âmbito, o sistema de incentivos econômicos estabelecido pela legislação para a propositura de ações derivadas pode representar um empecilho ao ativismo societário, na medida em que, se o acionista for vencedor em ação indenizatória movida contra o administrador, a sociedade controladora ou o acionista controlador (Lei das S/A, arts. 159, §§ 4º e 5º, e 246, § 1º), a indenização reverterá para a companhia e ele será beneficiado, indiretamente, apenas por uma fração da indenização, proporcional à sua participação no capital da sociedade. A depender do tipo de ação, será, ainda, reembolsado por parte das despesas e receberá um prêmio proporcional à indenização principal. Por outro lado, se for vencido, suportará integralmente os ônus financeiros consistentes na imposição de verba sucumbencial, sem partilhá-los com a companhia.<sup>31</sup> A alocação de riscos é desbalanceada: o acionista assume riscos no plano individual, mas, em caso de procedência, deve repartir o benefício com a coletividade.<sup>32</sup>

28. DIAS, Rui Pereira. Tutela da minoria social e convenções relativas às ações de responsabilidade. In: YAR-SHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 697. Tais ações, de acordo com John Coffee Jr., tiveram seu pico nos Estados Unidos após a Grande Depressão de 1929, e desde então declinaram em importância, embora recentemente tenham voltado a ser mais frequentes nas cortes norte-americanas (cf. *Entrepreneurial litigation – its rise, fall, and future*. Cambridge: Harvard Press, p. 45-28). A respeito da infrequência de tais ações em países europeus, cf. Martin Gelter, “Why do shareholder derivative suits remain rare in continental Europe?”. *Brooklyn Journal of International Law*, v. 37, n. 3, 2012, p. 843-892.
29. SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007, n. 2.5.1.5, n. 4.16.1, p. 232.
30. Expressões de Eduardo Secchi Munhoz (*Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 90).
31. OIOLI, Erik; FILHO, José Afonso Leirião. Os empecilhos à tutela judicial dos investidores no mercado de capitais e a class action no Brasil. In: YAR-SHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo Societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 172; SALAMA, Bruno; PRADO, Viviane Muller. 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. 174.
32. GORGA, Érica. 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. 656-657; RODRIGUES, Ana Carolina. 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, p. 20.

Justamente por conta desse desbalanceamento entre os riscos e os benefícios da ação movida contra o acionista controlador que o art. 246 da LSA estabelece incentivos econômicos para que o acionista tome tal iniciativa. Contudo, para que não haja abusos, a lei também estabelece requisitos para litigar, procurando estabelecer mecanismos de freios e contrapesos. Existem *incentivos e limites* à atuação do acionista que age como substituto processual.<sup>33</sup> Para que a ação do art. 246 da LSA seja efetiva, mas não seja empregada abusivamente, deve haver um equilíbrio entre os incentivos e os requisitos para o exercício do direito de ação.

É mirando esse equilíbrio que o legislador brasileiro estabeleceu uma complexa teia de requisitos (exigências a serem cumpridas) e incentivos (estímulos para a tomada de medidas). No caso da ação prevista pelo art. 246 da LSA, a lei estabelece *requisitos* como titularidade de pelo menos 5% do capital social ou caução de custas e honorários (§ 1º), e *incentivos*, como reembolso de custas, pagamento de honorários de 20% e prêmio de 5% sobre a condenação (§ 2º).

Diante dos incentivos econômicos atribuídos pela lei para que os acionistas tomem a iniciativa de propor medidas de responsabilização do acionista controlador, essa demanda é particularmente favorável ao financiamento de litígios.

A companhia é a única titular da indenização principal e, em princípio, essa indenização não pode ser objeto de negociação pelo acionista. Entretanto, o acionista que tomar a iniciativa de ingressar com a demanda é titular do prêmio de 5% e pode negociá-lo com o financiador. Se a demanda for exitosa, o financiador poderá receber uma parcela do prêmio, conforme pactuado no contrato de financiamento.

Esse contexto das ações previstas no art. 246 da LSA é especialmente propício para o financiamento de litígios. Não é possível afirmar o mesmo com relação à ação prevista no art. 159 da LSA, que tem por objeto a responsabilização de administradores.

A lei pecou por não ter estabelecido um regramento unitário com relação ao prêmio a quem toma a iniciativa de propor medida em defesa do patrimônio comum. Faltou coerência sistemática em prever aquele prêmio apenas para a ação do art. 246, mas não para a ação do art. 159<sup>34</sup>. Diante da ausência de previsão de pagamento de prêmio ao autor da demanda fundamentada no art. 159 da LSA, o acionista vencedor não auferirá benefícios econômicos diretos com a demanda, de modo que a indenização será integralmente revertida para a companhia e o acionista só será beneficiário, indiretamente, de uma fração da indenização proporcional à sua participação no capital da sociedade.

33. DIAS, Rui Pereira. Tutela da minoria social e convenções relativas às ações de responsabilidade. In: *Processo societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 698-699. No mesmo sentido: BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. 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 6.404/1976). In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 251.

34. O Projeto de Lei n. 2.925/23, em trâmite perante o Congresso Nacional, visa, dentre outras propostas, solucionar essa deficiência e estabelecer a hipótese de pagamento do prêmio para incentivar a propositura da ação de responsabilidade contra administradores prevista no art. 159 da LSA e a propositura da ação civil coletiva de responsabilidade pelos danos decorrentes de infrações às normas do mercado de valores mobiliários. Enquanto o Projeto de Lei não é deliberado e aprovado, aplicam-se as disposições atualmente vigentes.

Como o acionista não pode negociar ou dispor da indenização devida em favor da companhia, pois se trata de direito de terceiro, o financiamento de arbitragens que têm por objeto a responsabilização de administradores deixa de ser interessante aos agentes de mercado, já que o financiador nada terá a receber em caso de êxito na demanda, exceto se o acionista autor estiver disposto a remunerar o financiador mesmo que ele, acionista, não afaia recursos próprios, o que parece improvável. Em outras palavras: ainda que a demanda seja exitosa, a condenação reverterá apenas à companhia, o que, em princípio, afasta a atratividade dessa demanda para os financiadores.

Para contornar essa situação, RENATO BERGER propõe a inserção de previsões específicas a respeito do financiamento de arbitragens nos estatutos sociais das companhias<sup>35</sup>. Com amparo em disposição estatutária possibilitando o financiamento de arbitragens, o acionista poderá contratar o financiamento, de modo que, se a demanda for vitoriosa e os acionistas tiverem conduzido o processo arbitral, uma parcela da indenização será alocada ao financiador. A questão não é simples, e é preciso enfrentar um debate interessante: diante da inserção de regra no estatuto social possibilitando o financiamento de arbitragens societárias, é possível afirmar que os interessados no resultado da demanda (companhia e acionistas) concordam com a alocação de parcela da indenização em favor do financiador e, conseqüentemente, que o valor final a ser recebido pela companhia será menor do que seria caso não houvesse o financiamento? Embora seja razoável a defesa no sentido de que a dedução de parcela da indenização é consequência natural do financiamento<sup>36</sup>, há alguns pontos que devem ser considerados e analisados casuisticamente a depender da redação da cláusula estatutária. A proposta é engenhosa, mas, até onde se tem notícia, ainda não foi implementada pelas companhias brasileiras.

### 3.2. Arbitragens coletivas societárias

Um dos principais problemas dos litígios envolvendo ilícitos de mercado de capitais é que, na maioria dos casos, os investimentos de acionistas são de valor reduzido, de modo que

35. A sugestão de redação para cláusulas arbitrais é a seguinte: “Art. – [Cláusula compromissória] § - É permitida a contratação de financiamento (Third Party Funding) para as arbitragens processadas com base nesta cláusula compromissória. § - A parte que contratar financiamento para a arbitragem deverá informar a contratação e o nome do financiador à parte contrária e aos árbitros, não sendo obrigatória, contudo, a revelação dos termos do contrato de financiamento. Caso a contratação ocorra antes da apresentação do requerimento de arbitragem, a revelação deverá ser feita no próprio requerimento; caso a contratação ocorra em momento posterior, a parte deverá informar em até 5 dias úteis. § - Quaisquer despesas da arbitragem (incluindo, mas não se limitando, aos custos da câmara, honorários dos árbitros e honorários advocatícios) que forem assumidas contratualmente pelo financiador não serão objeto da indenização prevista no art. 159, § 5º da Lei n. 6.404/1976” (Financiamento de Arbitragens em Litígios Societários. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; YARSHELL, Flávio Luiz (Coords.). *Processo societário III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 659).

36. “No nosso entendimento, a resposta seria sim, pois a dedução de parcela da indenização seria consequência natural de se utilizar o financiamento, cuja possibilidade de utilização seria incontestada em virtude da cláusula estatutária. De qualquer forma, nada impede que uma postura mais conservadora seja adotada, caso em que a redação do Estatuto Social poderia tratar especificamente deste ponto” (BERGER, Renato. Financiamento de Arbitragens em Litígios Societários. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; YARSHELL, Flávio Luiz (Coords.). *Processo societário III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 655).

a única forma economicamente viável de exercerem sua pretensão em relação a esses investimentos é litigando em grupo (*molecularização de interesses*), através de mecanismos como ações coletivas<sup>37</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>38</sup>

Como uma porcentagem significativa das companhias listadas na bolsa submetem suas disputas societárias e de mercado de capitais à arbitragem (muito em razão da escolha autorregulatória pela arbitragem feita pela então Bovespa, no início dos anos 2000), a arbitragem coletiva societária – seja a arbitragem coletiva em sentido estrito, movida por legitimados extraordinários, seja a arbitragem coletiva em sentido lato, movida em litisconsórcio ativo por número elevado de requerentes – também se tornou uma realidade no Brasil. A expectativa é que o número de demandas coletivas julgadas em sede de arbitragem continue a aumentar.

A *arbitragem* coletiva pode ter por objeto direitos difusos, coletivos ou individuais homogêneos, desde que patrimoniais disponíveis, em razão da exigência feita pelo art. 1º da Lei de Arbitragem<sup>39</sup>. A despeito dessa possibilidade teórica, é difícil se pensar em direitos difusos que sejam patrimonialmente disponíveis, o que, em princípio, afasta a aplicação da arbitragem nesse âmbito. Assim, podemos conceituar as arbitragens coletivas societárias como sendo aquelas que tratam de direitos coletivos ou individuais homogêneos em matéria societária e que sejam patrimoniais disponíveis. Via de regra, as arbitragens coletivas societárias tutelam direitos individuais homogêneos, ou seja, direitos que, apesar de individuais, exigem tratamento unitário por conta da homogeneidade e origem comum, como direitos de investidores que buscam reparação pelo mesmo ato ilícito.

O Brasil ainda precisa avançar no que diz respeito à regulação das arbitragens coletivas societárias. Na legislação estatal, não há regra sobre o tema. Em 2023 o Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC) editou a Norma Complementar 02/2023, que dispõe sobre as arbitragens relativas a interesses pluri-individuais uniformes na arbitragem societária (“Regulamento de Arbitragem Societária”). As inovações buscaram enfrentar alguns desafios envolvendo as arbitragens societárias e regularam temas importantes como a forma e o modo de comunicação da existência do processo para terceiros afetados, a forma de ingresso de terceiros interessados, a divulgação de informações pertinentes ao processo para terceiros interessados, entre outros. Referida norma não tratou especificamente das arbitragens coletivas. A iniciativa é relevante e deve inspirar os demais centros de arbitragem para a adoção de medidas semelhantes.

As especificidades das arbitragens coletivas societárias exigem um esforço normativo, com o objetivo de conferir maior segurança a esse tipo de litígio. A análise da matéria em sua

- 
37. COX, James D.; HILLMAN, Robert; LANGEVOORT, Donald. *Securities regulation*, 7ª ed. New York: Kluwer, 2013, p. 789. Sobre o assunto: HUNTER, Ian; FLANNERY, Louis. Class action and arbitration procedures – United Kingdom. In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013, p. 185.
38. SAVITT, William; YAVITZ, Noah. *The securities litigation review – Chapter 14* (ed. William Savitt). London: Law Business Research, 2015, p. 182.
39. NERY, Ana Luíza. Notas sobre a arbitragem coletiva no Brasil. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 53, abr./jun., 2017, p. 112-113.

plenitude demandaria um trabalho mais extenso do que o presente artigo, mas, de forma geral, entendemos que caberia à legislação: (i) admitir expressamente a possibilidade de instauração de arbitragens coletivas societárias, dirimindo quaisquer dúvidas sobre a sua utilização; e (ii) insinuar tipo de litígio, referentes a questões como confidencialidade e informação ao mercado. Já aos centros de arbitragem caberia, no exercício de seus poderes de autorregulação, instituir normas específicas a partir das balizas legais, como regras relativas à intervenção de terceiros, formação do tribunal arbitral, custos do processo arbitral, formas de acesso à informação etc.

Para o que importa para este artigo, importante afirmar que, mesmo diante dos desafios que permeiam as arbitragens coletivas societárias (tanto em sentido lato como estrito), tais demandas são terreno fértil para o financiamento de litígios<sup>40</sup>.

O financiamento de demandas coletivas funciona como um importante instrumento para a efetivação do acesso à justiça. A presença de um terceiro financiador muitas vezes torna possíveis demandas que seriam financeiramente inviáveis para os demandantes, especialmente quando os danos individuais são pequenos, mas significativos se analisados sob a perspectiva coletiva.

Além das contribuições financeira e técnica do financiador, sua presença, não raro, acaba por viabilizar a própria reunião dos investidores e o processamento conjunto das pretensões,<sup>41</sup> funcionando como uma espécie de aglutinador de interesses, o que não ocorreria espontaneamente<sup>42</sup>.

40. “Um campo privilegiado do financiamento seria a arbitragem requerida por grupos que corresponde à *class action* do direito norte-americano e, em certo sentido, à ação civil pública, especialmente a prevista pela Lei 7.913/1989, que trata da proteção dos investidores no caso de fraude ou manipulação no mercado de capitais. Este tipo de procedimento que se desenvolveu muito nos Estados Unidos, com elevados percentuais de honorários de êxito dos advogados, que muitas vezes acabam financiando o processo, tornaria mais fácil o procedimento, que também poderia ser menos oneroso para as partes e não obrigaria mais os advogados a um investimento importante, que não está na natureza da sua atividade profissional e que existe agora nos Estados Unidos” (WALD, Arnaldo. Alguns aspectos positivos e negativos do financiamento de arbitragens. *Revista de Arbitragem e Mediação*. Vol. 49, 2016).

41. “De fato, a natureza heterogênea dos investidores que podem vir a demandar uma companhia e seus administradores, compreendendo pessoas físicas (investidores individuais), investidores estrangeiros e investidores institucionais (tais como bancos, fundos e seguradoras), aponta para apetites e capacidades diferentes para custeio de eventual litígio. (...) Em tais situações, o *third party funding* pode ser de extrema valia para viabilizar que disputas congregando uma série de pleitos e investidores possam ser, de fato, levadas à arbitragem. Eliminando-se a discussão envolvendo os custos a serem arcados por tais investidores, que passarão a ser suportados pelo financiador, o processamento conjunto dos pleitos passa a ser possível tanto no plano jurídico-processual, como no plano prático.” (GRION, Renato Stepahn; ZANELATO, Thiago Del Pozzo. Breves Notas sobre o Uso de *Third-Party-Funding* em Arbitragens Coletivas Societárias. In: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (Coords.). *Arbitragem coletiva societária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021, p. 568).

42. Não por acaso que, em âmbito internacional, o financiamento de litígios tem sido utilizado em *class actions*. O escritório de advocacia Pogust Goodhead, sediado em Londres, celebrou o maior acordo de financiamento de litígios da história jurídica com a Gramercy, gestora de investimentos em mercados emergentes. O acordo foi celebrado para financiar demandas coletivas, entre elas, a *class action* contra a mineradora BHP Billiton. A ação coletiva tem mais de 700 mil demandantes e tem por objeto a indenização bilionária pela suposta

#### 4. O financiamento de arbitragens societárias como ferramenta de *enforcement* privado

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 seu sistema de cumprimento forçado de normas<sup>43</sup>. É também frequente na doutrina a assertiva de que o sistema brasileiro de cumprimento forçado (*enforcement*) das normas societárias e do direito do mercado de capitais é pouco efetivo<sup>44</sup>.

Entre as principais críticas ao modelo atual a doutrina aponta a falta de incentivos econômicos aos investidores para pleitearem o cumprimento das normas societárias e de mercado de capitais. Como visto, pode ser dito que o sistema de incentivos econômicos estabelecido pela legislação para a propositura das demandas societárias é um empecilho ao ativismo societário e pode ser melhorado.

Além disso, frequentemente os litígios societários são permeados por uma significativa desigualdade econômica e técnica entre as partes. Em tais situações, as disputas, de um lado, envolvem investidores com recursos limitados, pouca expertise em litígios e pouca tolerância para aguardarem anos até o julgamento final. De outro, companhias ou acionistas controladores que dispõem de orçamento vultoso e contam com equipes jurídicas estruturadas e preparadas para enfrentar a disputa.

Nesse contexto, o financiamento do litígio por um terceiro funciona como uma alternativa para reduzir as barreiras relacionadas aos custos do processo, além de permitir maior equilíbrio de forças entre as partes da disputa.

Disputas societárias, especialmente as arbitrais, são custosas, e a contribuição financeira e não financeira de um agente especializado proporciona um litígio mais equilibrado e a mitigação da relação entre risco e retorno da demanda.

Em artigo publicado em 2013 MARCELO ROBERTO FERRO apontou que é “tão certo quanto a morte e os impostos” que o tema referente ao financiamento de litígios por terceiros frequentará as arbitragens domésticas, especialmente aquelas envolvendo matéria societária e de infraestrutura.<sup>45</sup>

---

negligência na operação da Barragem de Rejeitos do Fundão, em Mariana (MG), que se rompeu em 2015. Disponível em: <https://pogustgoodhead.com/pt-br/largest-litigation-funding-deal-in-history/> (Acesso em: 14.08.24).

43. Cf. referências bibliográficas indicadas na nota de rodapé n. 2 do trabalho de um dos coautores deste artigo: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 24.
44. SALAMA, Bruno; PRADO, Viviane Muller. 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; PRADO, Viviane Muller; BURANELLI, Vinícius Correa. 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.
45. FERRO, Marcelo Roberto. O financiamento de arbitragens por terceiro e a independência do árbitro. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha et al. (Orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 623.

Em 2020, a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) disponibilizou o relatório *Private Enforcement of Shareholder Rights*<sup>46</sup>, o qual tinha por objetivo recomendar a adoção de medidas fortalecimento dos instrumentos de defesa dos investidores no Brasil. No capítulo referente às ações derivadas e arbitragem coletiva, de autoria do coautor deste artigo, GUILHERME SETOGUTI, recomendou-se o estabelecimento de regras sobre o financiamento de litígios considerando a sua relevância como ferramenta de superação das barreiras ao exercício do direito de acesso à justiça.

A jurisprudência ainda é incipiente. O Tribunal de Justiça de São Paulo já reconheceu a viabilidade do financiamento de litígios no ordenamento jurídico brasileiro e apontou que não há "qualquer impedimento para que o acionista minoritário busque ajuda financeira de terceiros para compartilhar os altos custos e os resultados de uma demanda".<sup>47</sup> De forma semelhante, em voto proferido pelo diretor OTTO LOBO, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários destacou o impacto do financiamento de litígios na busca por concretude aos direitos dos acionistas minoritários em litígios contra acionistas controladores<sup>48</sup>.

Para JOÃO MENDES DE OLIVEIRA CASTRO, o financiamento de litígios será protagonista do *private enforcement* no sistema jurídico brasileiro<sup>49</sup>. O potencial do instituto está relacionado à sua capacidade de tornar as disputas privadas mais eficientes, equilibrando as forças de uma disputa geralmente desigual.

Críticos ao financiamento de litígios endereçam preocupações no sentido de que o financiamento acabaria por estimular o surgimento de demandas frívolas. Em se tratando de litígios societários, essas preocupações seriam agravadas pelos riscos envolvendo as *strike suits*<sup>50</sup>, isto é, medidas temerárias, propostas por minoritários com interesses egoísticos e desalinhados aos da sociedade.

Entretanto, essas preocupações parecem desconsiderar a lógica do mercado de financiamento de litígios<sup>51</sup>. Como o retorno financeiro do financiador dependerá do êxito da demanda investida, demandas pouco meritórias e com baixa probabilidade de êxito dificilmente serão objeto de financiamento<sup>52</sup>. Os agentes do mercado de financiamento de litígios contam com

46. Disponível em: <https://web-archive.oecd.org/temp/2022-03-25/570141-shareholder-rights-brazil.htm>.

47. TJSP, Agravo de Instrumento n. 2153411-63.2022.8.26.0000, Relator Nathan Zelinski de Arruda, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 20/09/2022.

48. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.008172/2021-93, Relator Diretor Alexandre Costa Rangel, Voto do Diretor Otto Eduardo Fonseca de Albuquerque Lobo, julgado em 16/08/2022, p. 12.

49. CASTRO, João Mendes de Oliveira. O financiamento de litígios no sistema de solução de controvérsias. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023, p. 20.

50. São ações de *combate*, que, na lição de Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França e Marcelo Vieira von Adamek, têm como propósito imediato "paralisar ou dificultar o bom andamento dos negócios sociais para, de forma mediata, conseguir o sócio hostil uma vantagem indevida qualquer" (cf. Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 157-158).

51. FILHO, Napoleão Casado. *Arbitragem comercial internacional e acesso à justiça: o novo paradigma do third party funding* (tese de doutorado). São Paulo: PUC-SP, 2014, p. 133.

52. "Some of these concerns, like the fear of a deluge of nonmeritorious claims are, at the very least, greatly exaggerated. Litigation finance does not eliminate litigation costs; it shifts them to the funder (and distributes

equipes especializadas e realizam criteriosa avaliação da probabilidade de êxito antes da tomada da decisão pelo investimento, já que seu retorno está atrelado ao sucesso da demanda.

Não se olvida que uma das consequências do financiamento de litígios pode ser um aumento no número de demandas<sup>53</sup>. Entretanto, em um mercado maduro e profissional, diante do racional econômico que envolve a decisão de investimento pelo financiador, esse aumento recairá apenas sobre demandas com boas ou ao menos razoáveis chances de êxito, o que pode levar a um efeito de seleção adversa para as demandas frívolas. Em nossa visão, o saldo é positivo: o financiamento de demandas bem fundamentadas e com altas chances de êxito reforça o acesso à justiça, a paridade de armas entre as partes e garante maior incentivo ao adimplemento das leis e contratos<sup>54</sup>. Sob essa perspectiva, o financiamento pode, inclusive, atuar como um filtro que separa o joio do trigo e expurgar do Judiciário e das arbitragens demandas levianas ou não meritórias.

O instituto tem o potencial de contribuir significativamente para o fortalecimento do *enforcement* privado de direitos. Possibilitar e regulamentar o financiamento dos litígios pode ser uma alternativa para a superação de alguns dos obstáculos econômicos envolvendo a propositura das demandas societárias.

## 5. Discussão prática: revelação da existência do financiamento

Uma das principais e mais atuais discussões envolvendo o financiamento de litígios por terceiros diz respeito à revelação da existência de tal financiamento e à extensão dessa revelação. Muitas vezes, a discussão surge motivada pela necessidade de garantir a independência e imparcialidade dos árbitros e dos peritos.

Diante de um contrato de financiamento, embora o financiador não passe a integrar formalmente a relação processual, é inequívoco seu interesse na solução do litígio, uma vez que se beneficiará do resultado econômico da parte financiada. Por esse motivo, as *Guidelines on Conflict of Interest in International Arbitration* da *Internacional Bar Association* apontam que terceiros financiadores podem ter “*direct economic interest in the prosecution or defence of the case in dispute, a controlling influence on a party to the arbitration, or influence over the conduct of proceedings, including the selection of arbitrators*”. E por isso determinam que as partes devem revelar aos árbitros eventuais relações com “*entity providing funding for the arbitration*”.

---

them in a secondary market in legal claims). A commercial funder needs to make a rational economic decision to invest in a claim. It would not do so if the claim does not have merit and is unlikely to succeed” (STEINITZ, Maya. Whose claim is this anyway? Third-party litigation funding. *Minnesota Law Review*, v. 95, 2011).

53. “It may bring more complex cases into the legal system, or cases which, for financial reasons, would not have been litigated and settled in favor of the defendant. This does not mean that the increase in the number of cases is evidence of some malfunction or perversity” (VELJANOVSKI, Cento. Third-Party Litigation Funding in Europe. *Journal of Law, Economics & Policy*, 2012).
54. CASTRO, João Mendes de Oliveira. O financiamento de litígios no sistema de solução de controvérsias. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023, p. 35.

É possível afirmar, com certo grau de tranquilidade, que há consenso no sentido de que a revelação da identidade do financiador constitui uma das boas práticas que devem ser seguidas nos processos judiciais e, sobretudo, arbitrais, de forma a assegurar a higidez do processo.

As principais instituições arbitrais brasileiras já publicaram resoluções regulando o procedimento para revelação da existência do financiamento. Conforme regras do CAM-CCBC, da CIESP/FIESP e da CAMARB, a revelação da existência e da identidade do financiador pelas partes é *recomendada*. Para as arbitragens que tramitam perante essas câmaras arbitrais, não há, em princípio, obrigação da parte financiada de revelar a existência do financiamento<sup>55</sup>. Já a Resolução 02/2024 da Câmara do Mercado/B3 determina que é *obrigatória* a revelação da existência do financiamento e da identidade do financiador.

Considerando que a transparência acerca da existência do financiamento e da identidade do financiador em litígios arbitrais é necessária para garantir a independência e a imparcialidade dos árbitros – e, conseqüentemente, a própria higidez do processo –, parece-nos razoável o reconhecimento da obrigação de se revelar a existência do financiamento.

Mas essa não é a única questão que precisa ser enfrentada. Ainda é preciso apurar *o que* deve ser revelado, *quando* deve ser revelado e *a quem* deve ser revelado.

### 5.1. O que deve ser revelado

Em princípio, a revelação da identidade do financiador é suficiente para assegurar a independência e a imparcialidade dos árbitros e de peritos, sendo desnecessária a divulgação dos termos do financiamento<sup>56</sup>. As principais instituições arbitrais regulam apenas o procedimento

55. Para Marcelo Roberto Ferro a obrigatoriedade da revelação da existência do financiamento e identidade do financiador decorre (i) da disposição do art. 14 da Lei n. 9.307/1996, que confere às partes o direito a uma sentença de mérito que atenda aos princípios legais e constitucionais, ao mesmo tempo em que atribui às partes o dever de cooperar para que o árbitro possa cumprir a obrigação da forma mais completa possível, e (ii) da disposição do art. 422 do Código Civil, segundo a qual todos os participantes do procedimento arbitral devem adotar comportamento pautado pela transparência, que permita a prolação de uma sentença executável e privada de vícios ou defeitos. Em outras palavras, “a parte não tem o direito de esconder do árbitro a participação efetiva e direta de um terceiro no resultado da demanda” (O financiamento de arbitragens por terceiro e a independência do árbitro. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha et al. (Orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 663).

56. “In light of these starting considerations, and based on analysis provided in greater detail below, broad agreement existed on the Task Force that disclosure by the funded party of the existence and identity of funders is necessary so that arbitrators could make appropriate disclosures and decisions regarding potential conflicts of interest. This view was regarded as in keeping with global trends in regulation of third-party funding, which increasingly requires disclosure of the existence and identity of the entity providing funding. There was also general agreement on the Task Force that, absent exceptional circumstances, no other information except the existence and identity of third-party funders was required for the purposes of analysing conflicts of interest” (ICCA-Queen Mary no Report of the ICCA-Queen Mary Task Force on Third-Party Funding in International Arbitration, p. 83). Em sentido similar: FERRO, Marcelo Roberto. O financiamento de arbitragens por terceiro e a independência do árbitro. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha et al. (Orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 636-367.

para revelação da existência do contrato e da identidade do financiador, sem abordar a divulgação de informações adicionais.

Muito se discute sobre a obrigatoriedade ou não de revelar os próprios contratos de financiamento, isto é, suas cláusulas e previsões. Não há, em princípio, justificativas suficientes para a obrigatoriedade da divulgação. O contrato de financiamento é uma relação privada existente entre a parte financiada e o financiador, de modo que, salvo especificidades de casos concretos que autorizem conclusão em sentido contrário, não deve ser revelado.

Mas há alguns precedentes internacionais que determinaram a divulgação do contrato de financiamento, o que, repita-se, pode ser compreensível diante de especificidades concretas. O posicionamento é minoritário, e os principais fundamentos considerados são a necessidade de garantir a transparência do processo e a independência e imparcialidade dos árbitros, além do risco de não estarem garantidos ou assegurados os custos da arbitragem<sup>57</sup>.

Até onde se tem notícia com base nas escassas informações públicas disponíveis, no Brasil, não há decisões arbitrais determinando a exibição do contrato de financiamento. Pelo contrário: em consulta ao ementário da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) há ao menos três arbitragens nas quais o pedido de exibição dos contratos de financiamento foi indeferido.

A primeira foi instaurada por acionistas minoritários da Petrobras para pleitear o ressarcimento de alegados prejuízos decorrentes da queda no valor de ações de que são titulares. Os acionistas estavam sendo financiados por escritórios de advocacia sediados no exterior, e o tribunal arbitral declarou que não estava impedido para atuar na arbitragem diante da revelação dos escritórios financiadores. Ao fazê-lo, entendeu ser desnecessária a juntada dos contratos de financiamento por se tratar de aspecto estranho ao processo e revestido de confidencialidade<sup>58</sup>.

A segunda foi instaurada pela Fundação Movimento Universitário de Desenvolvimento Econômico e Social – MUDES e Alejandro Constantino Stratiotis contra a União Federal, enquanto acionista controladora da Petrobras<sup>59</sup>. A sentença é pública, e sua análise é interessante para fins de compreensão da matéria<sup>60</sup>. Os dois acionistas estavam sendo financiados

57. ICSID Case N. ARB/12/16. Muhammet Çap & Sehil İnşaat Endustri v. Ticaret Ltd. Sti. v. Turkmenistan. Procedural Order n. 3. Em artigo sobre o tema Pedro Renato de Souza Mota e Gabriel Volasco Rodrigues analisaram a jurisprudência internacional e concluíram que, nos poucos precedentes em que há determinação para revelação dos termos do contrato de financiamento, o principal fundamento considerado é a garantia do custeio de obrigações pecuniárias perante a contraparte do litígio (Third-party funding: hora de entender e desmistificar o instituto. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023, p. 53-75).
58. Ementa nº 33.1.2.2019, publicada na 2ª Edição do Ementário de Sentenças Arbitrais da Câmara do Mercado, Societário, Sentença Arbitral Parcial, proferida em 22/04/2019, nos termos do item 7.10 do Regulamento de Arbitragem.
59. Ementa nº 42.1.3.2020, publicada na 3ª Edição do Ementário de Sentenças Arbitrais da Câmara do Mercado, Societário, Sentença Arbitral Parcial, proferida em 15/01/2020, nos termos do item 7.10 do Regulamento de Arbitragem.
60. Disponível em: [https://www.gov.br/agu/pt-br/composicao/cgu/cgu/neadir/arquivos/caso\\_alejandro\\_mudes\\_-\\_sentenca\\_parcial.pdf](https://www.gov.br/agu/pt-br/composicao/cgu/cgu/neadir/arquivos/caso_alejandro_mudes_-_sentenca_parcial.pdf) (Acesso em: 14.08.24).

por diferentes entes. O pedido de divulgação do contrato de financiamento de Alejandro Constantino Stratiotis foi indeferido sob o fundamento de que os termos do financiamento são irrelevantes, não tendo a União, no entendimento dos julgadores, apresentado alegação capaz de apontar excepcionalidade que justificasse a divulgação dos termos do financiamento. A sentença também diferenciou o caso dos precedentes internacionais apontados pela União, nos quais a ordem de exibição do contrato estava fundada no risco de não estarem garantidos os custos da arbitragem: “essa preocupação não está presente no presente caso, em razão da exigência legal da caução, nos termos do art. 246, § 1º, ‘b’, da Lei 6.404/1976”. O contrato de financiamento da MUDES já havia sido juntado aos autos, tendo o tribunal arbitral determinado seu desentranhamento.

A terceira foi proferida em arbitragem coletiva societária e, como constou da ementa, “considerando-se que a identidade do terceiro financiador e de seus beneficiários já fora revelada, a apresentação do contrato de financiamento entre a parte e o terceiro financiador é absolutamente despropositada, uma vez que não impacta a apreciação da independência e imparcialidade dos membros do Tribunal Arbitral e de seu secretário”<sup>61</sup>.

O entendimento que prevaleceu nas arbitragens acima indicadas nos parece correto. Salvo situações excepcionais e devidamente justificadas, diante de especificidades concretas, a revelação não deve se estender a ponto de serem divulgados os termos e condições do financiamento, sendo suficiente a revelação da identidade do terceiro financiador, sobretudo para que árbitros e peritos possam exercer seus deveres de imparcialidade e independência.

Considerando a relevância da discussão, abrimos um parêntesis para destacar precedente judicial sobre a divulgação dos contratos de financiamento. Em decisão proferida pela 2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, nos autos de ação de responsabilidade movida contra o acionista controlador com fundamento no art. 246 da Lei das S/A, foi determinado que o acionista esclarecesse se o litígio estava sendo financiado e, em caso positivo, identificasse o financiador e a forma de remuneração<sup>62</sup>.

A decisão foi posteriormente reformada pela 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, que reconheceu a irrelevância da divulgação do contrato de financiamento e apontou que se mostra “totalmente irrelevante a perquirição sobre a identidade dos financiadores das despesas processuais”, bem como que “o mero financiamento da demanda por terceiros ou a qualidade de litigante profissional não infirmam a condição do agravante de acionista minoritário e a caução prestada, cujo objetivo é justamente o de evitar ações temerárias”<sup>63</sup>. Atualmente, a questão está pendente de apreciação pelo Superior Tribunal de Justiça, em função de agravo em recurso especial interposto pela acionista controladora.

61. Ementa nº 80.1.6.2023, publicada na 6ª Edição do Ementário de Sentenças Arbitrais da Câmara do Mercado, Societário, Sentença Arbitral Final proferida em 15/06/2023, nos termos do item 7.10 do Regulamento de Arbitragem.

62. Decisão proferida em 29/06/2022 pelo Dr. Eduardo Palma Pellegrinelli nos autos do processo n. 1097498-46.2018.8.26.0100 (fls. 10.068/10.069).

63. TJSP, Agravo de Instrumento n. 2153411-63.2022.8.26.0000, Relator Desembargador Natan Zelinski de Arruda, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, j. 29/09/2022.

Embora deva ser vista com um grão de sal a afirmação da 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial no sentido de que “é irrelevante a perquirição sobre a identidade dos financiadores”, parece-nos correta a solução dada ao caso por aquela câmara especializada. A existência do financiamento não altera em nada a condição do acionista minoritário e não prejudica a legitimidade ou o interesse jurídico na propositura da ação de responsabilidade contra o controlador. O interesse do acionista ou do financiador na obtenção do prêmio previsto no art. 246 da LSA não infirma a legitimidade do acionista minoritário para a propositura da ação. Aliás, o prêmio é um incentivo econômico legítimo, que foi pensado pelos idealizadores da LSA justamente para que seja perseguido por acionistas (e, conseqüentemente, por terceiros que estejam dispostos a aportar recursos na empreitada), pois, caso contrário, seriam raras tais demandas. É dizer, a existência do prêmio é um dos elementos centrais na estrutura de incentivos da legislação brasileira para as ações derivadas, sem o qual estas dificilmente existiriam, de modo que não se deve encarar o prêmio com uma postura preconceituosa ou demagógica.

Feito esse breve aparte, adentra-se em outra discussão envolvendo a revelação da identidade do financiador. Considerando que o financiamento de litígios se dá, na maioria das vezes, por meio de fundos de investimento, questiona-se também quais informações devem ser reveladas. Bastaria a indicação do nome do fundo de investimento ou seria necessária a revelação da identidade do administrador, do gestor e dos cotistas do fundo?

Para MARCELO FERRO a revelação deve incluir o nome (i) do administrador do fundo, pois ele é o representante dos cotistas perante terceiros, além do fato de que os benefícios advindos da sentença favorável podem repercutir na sua remuneração, representada por um percentual do patrimônio líquido; (ii) do gestor do fundo uma vez que a sua função é alocar os recursos da forma mais rentável possível, e a sua remuneração está diretamente atrelada à performance do fundo; e (iii) dos cotistas do fundo, uma vez que são eles os verdadeiros titulares do patrimônio do fundo<sup>64</sup>.

O tema também foi endereçado na sentença parcial proferida em uma das arbitragens acima referidas, a movida pela Fundação Movimento Universitário de Desenvolvimento Econômico e Social – MUDES e Alejandro Constantino Stratiotis contra a União Federal. A MUDES revelou a identidade do fundo financiador, a identidade da gestora do fundo e dos seus diretores e sócios, mas alegou que a revelação dos cotistas do fundo era irrelevante, uma vez que eles têm interesse indireto e não têm ingerência ou influência sobre a escolha do litígio no qual o fundo investe. Após a União apresentar nos autos uma lista indicando a identidade dos supostos cotistas do fundo, o tribunal arbitral revelou que não estava configurada hipótese de conflito de interesses diante dos nomes apresentados. O mérito das alegações da MUDES não foi apreciado, tendo o tribunal arbitral apenas decidido que, com relação a Alejandro Constantino Stratiotis, “em razão da influência que o gestor do fundo de investimentos pode ter sobre a atuação da parte financiada na arbitragem e, em observância ao princípio da igualdade” deveria ser revelado quem era o gestor do fundo financiador.

Mais uma vez, a questão deve ser analisada de acordo com as circunstâncias de cada caso. Como se sabe, diante da realidade de pulverização da participação nas cotas e da falta de

64. FERRO, Marcelo Roberto. O financiamento de arbitragens por terceiro e a independência do árbitro. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha et al. (Orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 623.

interesse dos cotistas em efetivamente exercer o controle do fundo de investimento através das deliberações em assembleia geral, o poder de controle é geralmente exercido pelo administrador e pelo gestor do fundo de investimento<sup>65</sup>.

O administrador é responsável pela administração do fundo e atua como verdadeiro *gatekeeper* do fundo, fiscalizando os demais prestadores de serviços<sup>66</sup>. O gestor é o responsável pela tomada de decisões de investimento, escolhendo onde e como investir os recursos do fundo conforme a política de investimento estabelecida. Na imensa maioria das vezes, a decisão do investimento em determinado litígio ou carteira de casos parte do próprio gestor, competindo a ele o direcionamento das estratégias de investimento.

Considerando a influência que o gestor pode exercer sobre a condução do litígio, parece-nos razoável a revelação da sua identidade. Quanto ao administrador, ainda que ele não tenha, em tese, ingerência sobre as decisões de investimento, também parece-nos adequada a revelação da sua identidade diante dos poderes e competências a ele atribuídos pela regulamentação.

A posição aqui defendida se justifica também diante da circunstância de que a revelação de tais informações, ao menos em tese, não é prejudicial aos envolvidos. As informações sobre a gestão e administração dos fundos de investimento são públicas e acessíveis ao mercado, de modo que não há prejuízo em revelá-las no procedimento arbitral. Além disso, quando fundos de investimento atuam como partes em arbitragens, tais informações são relevadas aos árbitros a fim de que eles possam apurar a existência de conflito. Conforme estabelecido nas *Guidelines on Conflict of Interest in International Arbitration* da *Internacional Bar Association*, os fundos financiadores podem ser considerados como equiparados a uma parte, a depender do grau de controle sobre a parte financiada. Portanto, não há, em princípio, óbices à revelação da identidade do administrador e do gestor do fundo financiador.

A situação é mais delicada com relação à revelação da identidade dos cotistas. É verdade que eles são, em última instância, os titulares do patrimônio comum organizado sob a forma de fundo de investimento e serão beneficiados, ainda que indiretamente, por eventual sentença favorável na demanda financiada. Entretanto, salvo situações excepcionais, os cotistas não têm qualquer ingerência sobre as decisões de investimento (exceto se compuserem comitê de investimento, o que talvez justifique a revelação dos membros desse órgão) e não exercerão qualquer tipo de controle ou influência sobre a demanda. Além disso, a identidade dos cotistas dos fundos de investimento é matéria revestida por confidencialidade e sigilo, pela legislação e pela regulamentação aplicável, de modo que a sua revelação nos autos pode implicar quebra de sigilo.

Por esses motivos, entendemos que a revelação da identidade do fundo financiador não deve, via de regra, compreender a abertura das informações sobre os cotistas do fundo. Mas o assunto deve ser conduzido e decidido em cada arbitragem, a partir das peculiaridades do caso concreto. É possível que, diante de situações excepcionais, seja necessária a revelação de informações sobre os cotistas do fundo de investimento.

65. KUGLER, Herbert Morgenstern. *O Poder de Controle no Fundo de Investimentos*. São Paulo: Quartier Latin, 2022, p. 230.

66. DIAS, Luciana. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. In: HANSZMANN, Felipe (Org.) *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Vol. IV. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019, p. 512.

### 5.2. Quando deve ser revelado

Questão menos espinhosa, mas igualmente relevante, é referente ao momento em que deve ser feita a revelação sobre a participação do terceiro financiador. A resposta aqui é simples: quanto antes, melhor.

A existência do financiador deve ser revelada na primeira oportunidade possível<sup>67</sup> a fim de que os árbitros e peritos possam apurar a existência de conflito de interesses. Quanto antes a informação for revelada, menor será o impacto sobre o curso do processo arbitral.

Nem sempre o contrato de financiamento é celebrado no início do processo. Nada impede que o financiamento seja contratado após a formação do tribunal arbitral ou em qualquer outro momento do *iter* processual. Nessas hipóteses, evidentemente, a revelação da existência e da identidade do financiador deverá ser feita assim que possível, competindo aos árbitros a ratificação do compromisso de independência para incluir a pessoa do terceiro financiador.

### 5.3. A quem deve ser revelado

Por fim, questiona-se quem deve ser o beneficiário da revelação. Ainda que o principal motivador do dever de revelação seja garantir a checagem do conflito de interesses pelos árbitros e peritos, as informações devem ser reveladas também à contraparte, de forma a assegurar a transparência do processo e o controle dos atos processuais (e, conseqüentemente, o exercício das faculdades, poderes e ônus que compõem o devido processo legal).

As previsões das instituições arbitrais são nesse sentido. Conforme regras do CAM-CCBC, após a revelação da parte financiada sobre a existência do financiamento, a informação é encaminhada aos árbitros e à parte contrária. Da mesma forma, conforme regras da Câmara do Mercado, a revelação da existência do financiamento deve ser feita por meio de manifestação escrita que será, concomitantemente, encaminhada pela secretaria aos árbitros e à contraparte.

A divulgação da informação à contraparte também é justificada diante do direito de ela saber contra quem está, de fato, litigando<sup>68</sup>. A participação de um terceiro financiador no litígio pode influenciar significativamente a estratégia processual e os interesses na demanda. A transparência quanto à titularidade dos interesses em jogo é essencial para garantir um litígio equilibrado.

67. De acordo com o art. 4 da Resolução Administrativa nº 18/2016 do CAM-CCBC partes devem informar a existência de financiamento de terceiro na primeira oportunidade possível. Da mesma forma, o art. 3 da Resolução CAM 02/2024 da CAM determina que a revelação seja promovida por escrito na primeira oportunidade possível.

68. “Tenha-se presente que o dever de revelação sobre a existência de financiamento por terceiro não se justifica apenas para que os árbitros possam avaliar sua independência em relação aos interessados, mas atende também ao legítimo direito do adversário saber contra quem ele está, de fato e de direito, litigando. Neste sentido, o vetusto brocardo *nul ne plaide par procureur*, que obriga àquele que age em nome e por conta de outrem a revelar a identidade do representado, pois a liberdade de defesa e a lealdade da luta judiciária exigem que o combate entre as partes seja feito às claras”. (FERRO, Marcelo Roberto. O financiamento de arbitragens por terceiro e a independência do árbitro. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha et al. (Orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 628).

## 6. Conclusão

É um truísmo afirmar que litigar importa custos e que, portanto, o custo do processo tem relação direta com o acesso à justiça. Diante disso, o financiamento de litígios por terceiros pode ser uma peça-chave no fortalecimento do *enforcement* privado de normas societárias e de mercado de capitais, que, embora nem sempre, não raro são marcados por assimetria econômica, técnica e informacional.

Os custos envolvidos em tais litígios societários podem ser altos, sobretudo quando são submetidos à arbitragem. Além disso, as disputas que têm por objeto a tutela de acionistas e/ou da companhia envolvem benefícios econômicos incertos. Nesse contexto, o financiamento dos litígios societários tem se apresentado como uma importante ferramenta para viabilizar as tutelas indenizatórias no mercado de capitais e no direito societário.

O financiamento de litígios por terceiros é uma realidade recente no país e está em desenvolvimento. Nos últimos anos houve significativo crescimento do financiamento de arbitragens societárias e de mercado de capitais e a tendência é que essa ferramenta siga evoluindo, ainda que alguns necessários ajustes devam ser feitos. Com a consolidação, a exemplo do que se verificou em âmbito internacional, será necessário enfrentar alguns temas a fim de garantir maior segurança jurídica na utilização do instituto. E esse enfrentamento passa pelo estabelecimento de regras (legais ou autorregulatórias) sobre o tema.

Este estudo se propôs a debater uma das principais discussões envolvendo o financiamento de arbitragens, qual seja, a revelação da existência do financiamento, bem como as condições e extensão de tal revelação. O tema é um dos grandes *hot topics* envolvendo o instituto e levou algumas das principais câmaras de arbitragem nacionais a editarem resoluções regulando o procedimento para revelação da existência do financiamento. A discussão está longe de estar superada e, além dessa, há diversas outras que devem ser debatidas e devidamente reguladas. Acima, procuramos fazer considerações a respeito da extensão, do momento e do destinatário da revelação.

Espera-se que, em um futuro próximo, o financiamento de litígios por terceiros seja devidamente regulamentado. Enquanto isso, já são percebidas as contribuições para a superação das barreiras ao exercício do direito de acesso à justiça e para o fortalecimento do *enforcement* privado de direitos.

## 7. Bibliografia

- ABRAMOWICZ, Michael. *On the Alienability of Legal Claims*. The Yale Law Journal, Vol. 114, n. 2, 2005.
- BEDI, Suneal; MARRA, William C. The Shadows of Litigation Finance. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 74, 2021.
- BERGER, Renato. Financiamento de Arbitragens em Litígios Societários. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; YARSHELL, Flávio Luiz (Coords.). *Processo societário III*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.
- BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. 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 6.404/1976). In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- CARDOSO, Marcel Carvalho Engholm. *Arbitragem e Financiamento por Terceiros*. São Paulo: Almedina, 2020.
- CASTRO, João Mendes de Oliveira. O financiamento de litígios no sistema de solução de controvérsias. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023.
- CASTRO, Leonardo Viveiros de; SETTON, Renata Szczerbacki. Third Party Funding: Uma Visão Prática do Mercado Brasileiro. In: MONTEIRO, André Luis; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (Coords.). *Arbitragem Coletiva Societária*. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.
- CLARK, Robert. *Corporate law*. Boston: Little, Brown & Company, 1986.
- COFFEE JR., John. *Entrepreneurial litigation – its rise, fall, and future*. Cambridge: Harvard Press.
- COX, James D.; HILLMAN, Robert; LANGEVOORT, Donald. *Securities regulation*, 7ª ed. New York: Kluwer, 2013.
- DIAS, Luciana. Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. In: HANSZMANN, Felipe (Org.) *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Vol. IV. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.
- DIAS, Rui Pereira. Tutela da minoria social e convenções relativas às ações de responsabilidade. In: *Processo societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- DINAMARCO, Cândido Rangel. Sociedades anônimas e legitimidade dos minoritários – questões processuais. In: *Processo civil empresarial*. São Paulo: Malheiros, 2010.
- EIZIRIK, Nelson. Arbitrabilidade objetiva nas sociedades anônimas e instituições financeiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (Coords.). *Direito societário – desafios atuais*. São Paulo: Quartier Latin, 2001.
- FERREIRA, Luiz Eduardo Martins. O Novo Mercado e os Níveis 1 e 2 de práticas diferenciadas de governança corporativa da Bovespa – a Câmara de Arbitragem do Mercado. In: SADDI, Jairo (Coord.). *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. São Paulo: IOB, 2002.
- FERRO, Marcelo Roberto. O financiamento de arbitragens por terceiro e a independência do árbitro. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo Rocha et al. (Orgs.). *Direito Empresarial e outros Estudos de Direito em Homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- FILHO, Calixto Salomão. Deveres fiduciários do controlador. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.
- \_\_\_\_\_. Organização interna: estrutura orgânica tríplex. In: *O novo direito societário*, 3ª ed. São Paulo: Malheiros, 2006.
- FILHO, Napoleão Casado. *Arbitragem comercial internacional e acesso à justiça: o novo paradigma do third party funding* (tese de doutorado). São Paulo: PUC-SP, 2014.

- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Noves; ADAMEK, Marcelo Vicira Von. Algumas notas sobre o exercício abusivo da ação de invalidação de deliberação assemblear. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.
- GORGA, Érica. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa e no desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Administração*, v. 39, out./dez., 2004.
- \_\_\_\_\_. 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.
- GRION, Renato Stepan; ZANELATO, Thiago Del Pozzo. Breves Notas sobre o Uso de Third-Party-Funding em Arbitragens Coletivas Societárias. In: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDEUZI, Renato (Coords.). *Arbitragem coletiva societária*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2021.
- HUNTER, Ian; FLANNERY, Louis. Class action and arbitration procedures – United Kingdom. In: *Class arbitration in the European Union* (editor Phillippe Billiet). Antwerpen: Maklu, 2013.
- KUGLER, Herbert Morgenstern. *O Poder de Controle no Fundo de Investimentos*. São Paulo: Quartier Latin, 2022.
- LATELLA, Dario. Shareholder derivative suits: a comparative analysis and the implications of the European Shareholders' Rights Directive. *European Company and Financial Law Review*, v. 6, n. 2, 2009.
- LOBO, Jorge. Reforma da Lei das S.A. In: *A reforma da Lei das S.A.* São Paulo: Atlas, 1998.
- MOTA, Pedro Renato de Souza; RODRIGUES, João Gabriel Volasco. Third-party funding: hora de entender e desmistificar o instituto. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023.
- MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- NERY, Ana Luiza. Notas sobre a arbitragem coletiva no Brasil. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 53, abr./jun., 2017.
- OIOLI, Erik; FILHO, José Afonso Leirião. Os empecilhos à tutela judicial dos investidores no mercado de capitais e a class action no Brasil. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo Societário II*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.
- PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018.
- \_\_\_\_\_; COSTA, Cláudia Gruppi; CARRARA, Débora; RODRIGUES, Rafaella Ueda. A ação de responsabilidade de acionista controlador e o financiamento de litígios. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023.

PRADO, Viviane Muller; BURANELLI, Vinícius Correa. *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.

RODRIGUES, Ana Carolina. 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.

SALAMA, Bruno; PRADO, Viviane Muller. 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.

SAVITT, William; YAVITZ, Noah. *The securities litigation review—Chapter 14* (ed. William Savitt). London: Law Business Research, 2015, p. 182.

SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos administradores de S/A*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

STEINITZ, Maya. Whose claim is this anyway? Third-party litigation funding. *Minnesota Law Review*, v. 95, 2011.

VELJANOVSKI, Cento. Third-Party Litigation Funding in Europe. *Journal of Law, Economics & Policy*, 2012.

VISCONTE, Débora; MARRA, Marianna Falconi. Apontamentos sobre o Third Party Funding e Special Situations. In: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coord.). *Litigation finance e special situations: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações*. Revista dos Tribunais, 2023.

WALD, Arnoldo. Alguns aspectos positivos e negativos do financiamento de arbitragens. *Revista de Arbitragem e Mediação*. Vol. 49, 2016.