

**AMANDA CRISTINA SIQUEIRA DA COSTA VILELA**

**A CONFIDENCIALIDADE DA ARBITRAGEM EM COMPANHIAS ABERTAS  
NO BRASIL**

Dissertação de Mestrado

Orientador: Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo - SP**

**2019**

**AMANDA CRISTINA SIQUEIRA DA COSTA VILELA**

**A CONFIDENCIALIDADE DA ARBITRAGEM EM COMPANHIAS ABERTAS  
NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro.

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO**

**FACULDADE DE DIREITO**

**São Paulo - SP**

**2019**

**Catálogo na Publicação**  
**Serviço de Processos Técnicos da Biblioteca da**  
**Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo**

---

Vilela, Amanda Cristina Siqueira da Costa

A confidencialidade da arbitragem em companhias abertas no Brasil / Amanda Cristina Siqueira da Costa Vilela. -- São Paulo, 2019. 209 p. ; 30 cm.

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito, Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2019. Orientador: José Alexandre Tavares Guerreiro.

1. Companhia aberta. 2. Arbitragem. 3. Confidencialidade. 4. Informação. 5. Governança. I. Guerreiro, José Alexandre Tavares, orient. II. Título.

---

**AMANDA CRISTINA SIQUEIRA DA COSTA VILELA**

**A CONFIDENCIALIDADE DA ARBITRAGEM EM COMPANHIAS ABERTAS  
NO BRASIL**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Ata n. \_\_\_\_\_ / 2019.

Aprovada em \_\_\_\_\_  
de 2019.

Banca Examinadora

---

Orientador: Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro  
Universidade de São Paulo – USP

---

Examinador(a)

---

Examinador(a)

---

Examinador(a)

*Aos meus pais, por tudo que me ensinaram.  
Ao Thiago, pelo amor, incentivo e companheirismo.*

## **AGRADECIMENTOS**

Já haviam me contado que a pesquisa acadêmica é um trabalho extremamente solitário e eu pude comprovar que, de certo modo, isto é verdade. No entanto, são tantas pessoas que se fazem presentes ao longo da caminhada de tantas formas diferentes que essa solidão é suavizada e dá espaço a um sentimento infinito de gratidão a todos que me apoiaram e viveram este projeto ao meu lado.

Agradeço primeiramente ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro, pelo privilégio de tê-lo como orientador desde a Tese de Láurea apresentada à FDUSP em 2014. Agradeço especialmente por ter aceitado a orientação deste trabalho, pelas diversas horas de riquíssimas discussões e pela oportunidade de aprender com o seu brilhantismo e genialidade.

Aos professores Rodrigo Octávio Broglia Mendes e Viviane Muller Prado, pelas valiosas contribuições à pesquisa realizadas durante o exame de qualificação.

À Câmara de Mediação, Conciliação e Arbitragem de São Paulo - CIESP/FIESP, nas pessoas de Lenora Hage e Daniel Falci Goulart, pela atenção e disponibilização de informações que enriqueceram a pesquisa, e ao Centro de Arbitragem da Câmara de Comércio Brasil-Canadá, nas pessoas de Maísa da Silva Barboza e Clara Bastos, pela contribuição com dados para o trabalho.

Ao meu chefe Mauro Cesar Leschziner, pelo incentivo, pela compreensão e pelo tempo que pude dedicar exclusivamente a esta dissertação. Agradeço ainda a toda equipe do Machado Meyer Sendacz e Opice, que muito me apoiou e com quem tenho a alegria de trabalhar e de dividir os desafios do dia-a-dia, Diana Pacifico Henne, Isabela Cruz Sanchez, Lais Silveira de Deus Lopes e também Ana Flávia de Oliveira Britto.

Aos colegas e amigos que dedicaram o seu tempo para discutir o presente trabalho comigo, em especial, à Ana Carolina Devito Dearo Zanetti, pelos inúmeros momentos de vivência acadêmica e pela querida amizade; ao Antonio Alberto de Rondina Cury, amigo desde o início da graduação, pela paciência e pela generosidade em não poupar esforços para ajudar em diversas fases do trabalho; ao Rafael Bresciani, pela disponibilidade e atenção em debater o tema da pesquisa. Agradeço ainda à Lia Yokomizo, pela amizade e parceria durante

a elaboração desta tese, em especial, no período de finalização; e à Julia Corrêa, pela amizade e pelos incentivos recíprocos que tornaram os últimos anos um pouco mais leves.

Aos amigos que estiveram próximos durante este tempo, suportaram diversas ausências e se fizeram presentes de alguma forma, Alina Miyake, Bruna Nunes, Camilla Garcia Pinetti, Daniela Valente Junqueira Ayres, Layla Sasaki, Guilherme Mazzafera e Silva Vilhena, Mayara Alves, Ricardo de Castro Barbosa e Passos e Saulo Christensen. E também aos amigos que, mesmo mais distantes geograficamente, acompanharam esta trajetória e não pouparam palavras de motivação, Ana Emília Chiaradia, Cristiane Cabral Costa Vilela, Pedro Augusto Schreier Rodrigues e Sofia Schreier Rodrigues.

À Larissa Lafuente Dahyr, pelo amor de irmã, pela disponibilidade em ouvir as minhas ideias e pelo amparo em todos os momentos.

À minha família e, em especial, à minha avó Sahara Vilhena Siqueira, ao meu avô Jaime Lopes Siqueira (*in memoriam*) e à Maria Augusta Vilhena, pelos exemplos de fé e pelas incansáveis orações.

Aos meus pais Dirceu Xavier da Costa e Celina Aparecida Siqueira da Costa, pelo apoio incondicional e por uma vida repleta de ensinamentos, incluindo, sobretudo, valor do trabalho honesto e a importância do estudo e da dedicação.

Ao Thiago Scudeler Vilela, meu marido e companheiro de todas as horas, agradeço pela parceria na vida e ao longo desta jornada, em especial, pelo amor infinito, pela paciência sem limites e pelo encorajamento constante.

Agradeço, por fim, a Deus por colocar todas essas pessoas no meu caminho e por permitir que tudo isso fosse possível.

A todos, muito obrigada.

## RESUMO

Amanda Cristina Siqueira da Costa Vilela. A confidencialidade da arbitragem em companhias abertas no Brasil. 209 f. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2017.

Considerando a importância da informação para a manutenção e o funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como para o exercício dos direitos decorrentes da condição de acionista, a opção legislativa no país, seguindo o modelo norte-americano, foi a de instituir, em nossa estrutura societária, um sistema de *full disclosure*; o qual, dentre outras finalidades, busca melhorar a fiscalização dos órgãos da administração e reduzir custos de agência. Nas companhias abertas, a crescente expansão da arbitragem como meio de solução de litígios decorrentes da cláusula compromissória estatutária teve como consequência natural a redução do nível de informações divulgado aos acionistas e ao mercado sobre as disputas solucionadas por tal método. Por meio do estudo dos fundamentos que justificaram a regulação sobre a divulgação de informações e as normas aplicáveis às companhias abertas brasileiras, procurou-se identificar a suficiência do regime em relação à divulgação sobre procedimentos arbitrais para fins de assegurar a adequada tutela dos interesses dos acionistas, das companhias e do público investidor. Assim, na primeira parte da dissertação, é feita uma revisão das justificativas sobre a regulação da informação no mercado e das normas às quais as companhias abertas estão sujeitas, de acordo com o direito brasileiro. Na segunda parte, é explorada a relação entre arbitragem e confidencialidade e os principais questionamentos ao uso da arbitragem sigilosa por companhias abertas. Por fim, são apresentadas sugestões regulatórias para mitigar as incertezas quanto à utilização da arbitragem estatutária.

Palavras-chave: companhia aberta, arbitragem, confidencialidade, informação, governança.



## **ABSTRACT**

Amanda Cristina Siqueira da Costa Vilela. The confidentiality of arbitration in publicly-held companies in Brazil. 209 p. Master Thesis. Faculty of Law, University of São Paulo, São Paulo, 2019

Considering the relevance of information for the running and upkeep of the securities market, as well as for the exercise of shareholders' rights, the Brazilian legislative approach, inspired by the American model, was a system based on full disclosure; which, among other goals, seeks to improve the monitoring of managers and to reduce agency costs. In publicly-held companies, the growing expansion of arbitration as a conflict resolution mechanism for disputes arising from the statutory arbitration clauses resulted in the reduction of information disclosed to the shareholders and the market with respect to such disputes. By reviewing the grounds that motivated the regulation over information disclosure in the securities market and the rules applicable to Brazilian publicly-held companies, the sufficiency of the disclosure rules with respect to arbitration proceedings was analyzed in order to confirm whether they provide adequate protection to the interests of shareholders, companies and investors. Thus, in the first part of this master thesis, there is a review on the main reasons for disclosure regulation and of the Brazilian rules on this matter. In the second part, the relation between confidentiality and arbitration is explored, as well as the main inquiries related to the confidential arbitration. Finally, there are propositions on regulatory solutions in order to mitigate the uncertainties related to the statutory arbitration.

Key words: publicly-held company, arbitration, confidentiality, information, governance.

## ABREVIATURAS E DEFINIÇÕES

§/§§	Parágrafo/parágrafos.
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão.
CAM	Câmara de Arbitragem do Mercado da B3 – Brasil, Bolsa, Balcão.
CAM-CCBC	Centro de Arbitragem da Câmara de Comércio Brasil-Canadá.
CAM-CIESP/FIESP	Câmara de Mediação, Conciliação e Arbitragem de São Paulo - CIESP/FIESP.
CAM-FGV	Câmara de Arbitragem da Fundação Getúlio Vargas.
CAMARB	Câmara de Mediação e Arbitragem Empresarial- Brasil.
CBAR	Comitê Brasileiro de Arbitragem.
CMN	Conselho Monetário Nacional.
Código Civil	Lei nº 10.202, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada.
Código de Processo Civil de 1973	Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973, conforme alterada.
Constituição Federal	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.
Coord./coords.	Coordenador/coordenadores.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
Des.	Desembargador(a).
Ed./Eds.	Editor/editores.
FIESP	Federação das Indústrias do Estado de São Paulo.
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa.
ICC	<i>International Chamber of Commerce</i> (Corte Internacional de Arbitragem).
ICVM 31	Instrução CVM nº 31, de 8 de fevereiro de 1984, revogada pela ICVM 358.
ICVM 358	Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, conforme alterada pelas instruções CVM nº 369/02, 449/07, 547/14, 552/14, 568/15 e 590/17.

ICVM 400	Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada pelas instruções CVM nº 429/06, 442/06, 472/08, 482/10, 488/10, 507/11, 525/12, 528/12, 531/13, 533/13, 546/14, 548/14, 551/14, 566/15, 571/15, 583/16, 584/17, 588/17, 595/18, 600/18, 601/18 e 604/18.
ICVM 480	Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009, conforme alterada pelas instruções CVM nº 488/10, 509/11, 511/11, 520/12, 525/12, 547/14, 552/14, 561/15, 567/15, 568/15, 569/15, 583/16, 584/17, 585/17, 586/17, 588/17, 595/18, 596/18, 600/18 e 604/18.
ICVM 481	Instrução CVM nº 481, de 17 dezembro de 2009, conforme alterada pelas instruções CVM nº 552/14, 561/15, 565/15, 567/15 e 594/17.
IOSCO	Organização Internacional das Comissões de Valores ( <i>International Organization of Securities Commission</i> ).
Lei das S.A.	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada.
Lei de Arbitragem	Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996, conforme alterada.
Lei de Recuperação Judicial e Falência	Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, conforme alterada.
Lei do Mercado de Valores Mobiliários	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada.
Novo Código de Processo Civil	Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015, conforme alterada.
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i> (Bolsa de Valores de Nova Iorque).
OECD	<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> (Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico).
Org./Orgs.	Organizador/organizadores.
p./pp.	Página/páginas.
Rel.	Relator(a).
SEC	<i>Securities Exchange Commission</i> .
SEP	Superintendência de Relação com Empresas.

ss.	Seguintes.
STF	Supremo Tribunal Federal.
TJRJ	Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro.
TJSP	Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>15</b>
a. Delimitação do escopo .....	15
b. Considerações históricas iniciais .....	19
c. Plano de trabalho.....	37
<b>PARTE I - O REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES.....</b>	<b>38</b>
<b>CAPÍTULO 1 - OS FUNDAMENTOS DA REGULAÇÃO SOBRE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES PELAS COMPANHIAS ABERTAS .....</b>	<b>39</b>
1.1 Aspectos históricos do regime de divulgação obrigatória de informações .....	39
1.2 As justificativas para o regime de divulgação obrigatória de informações .....	47
1.2.1 A busca por informação .....	47
1.2.2 A correção da falha de mercado: informação como bem público.....	49
1.2.3 Redução de custos de agência e impactos na governança.....	51
1.2.4 Combate à fraude, proteção ao investidor e outras justificativas.....	58
1.3 Questionamentos ao regime de divulgação obrigatória de informações .....	61
1.3.1 Os incentivos à divulgação voluntária de informações.....	61
1.3.2 Outras propostas regulatórias .....	64
1.3.2 As dúvidas sobre a escolha racional e a decisão do investidor .....	68
<b>CAPÍTULO 2 - O REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES OBRIGATÓRIO APLICÁVEL ÀS COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL ..</b>	<b>75</b>
2.1 O tratamento legislativo .....	75
2.1.1 A Lei das S.A. ....	76
a. Informações decorrentes da condição de acionista.....	76
b. Informações financeiras .....	79
c. Obrigação de informar dos administradores .....	80
d. Atos e fatos relevantes .....	83
2.1.2 A Lei do Mercado de Valores Mobiliários .....	85
2.3 As normas da CVM .....	86
2.3.1 A ICVM 480 e o Formulário de Referência.....	86
2.3.2 A ICVM 358 e os Fatos Relevantes .....	93
2.3.3 A ICVM 400 e as ofertas públicas .....	101

2.4	Ponderações sobre a divulgação mandatória de informações.....	103
<b>PARTE II - INFORMAÇÃO, ARBITRAGEM E COMPANHIAS ABERTAS.....</b>		<b>106</b>
<b>CAPÍTULO 3 - A RELAÇÃO ENTRE CONFIDENCIALIDADE E ARBITRAGEM .....</b>		<b>108</b>
3.1	A confidencialidade na arbitragem comercial internacional .....	110
3.2	O tratamento da confidencialidade na arbitragem no Brasil .....	116
3.3	Relativizações à confidencialidade na arbitragem.....	121
3.3.1	Arbitragem na administração pública .....	122
3.3.2	Outros casos .....	128
<b>CAPÍTULO 4 – A ARBITRAGEM E O DIREITO SOCIETÁRIO.....</b>		<b>131</b>
4.1	Questionamentos à confidencialidade de arbitragens societárias.....	133
4.1.1	O direito de fiscalização e de voto do acionista.....	140
4.1.2	O direito do mercado à informação.....	146
4.1.3	A falta de jurisprudência arbitral.....	148
4.1.4	Desdobramentos processuais: litisconsórcio e efeitos da coisa julgada...	152
4.2	Propostas de regulação sobre a confidencialidade. ....	155
4.2.1	Disputas entre acionistas .....	159
4.2.2	Disputas entre acionistas e administradores.....	160
4.2.3	Disputas entre acionistas e a companhia.....	163
4.2.4	Disputas entre administradores e a companhia .....	164
<b>CONCLUSÃO.....</b>		<b>166</b>
<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>		<b>169</b>
a.	Livros e Artigos .....	169
b.	Jurisprudência .....	188
c.	Notícias .....	189
d.	Outros.....	190
<b>ANEXO I .....</b>		<b>192</b>

## INTRODUÇÃO

### a. DELIMITAÇÃO DO ESCOPO

A existência de disputas faz parte das relações entre sócios e com a sociedade. A solução rápida e eficaz desses litígios, por outro lado, é essencial para o funcionamento eficiente da companhia, sem perda de produtividade ou oportunidades de negócio e com o menor impacto possível no preço dos valores mobiliários emitidos, em especial suas ações<sup>1</sup>. A arbitragem é uma forma de solução de conflitos que tem a pretensão de fornecer decisões com maior celeridade, tecnicidade e sofisticação, resguardada a confidencialidade em relação ao procedimento<sup>2</sup>. Outras vantagens são relacionadas à flexibilidade e informalidade

---

<sup>1</sup> MARTINS, Pedro Batista. **Arbitragem no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 114.

<sup>2</sup> Sobre as vantagens comumente atribuídas à arbitragem: CARREIRA ALVIM, J. E., **Tratado Geral da Arbitragem Interno**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2000, p. 77, “*Se se pudesse apontar como única vantagem da arbitragem a possibilidade de julgamento do litígio exatamente no prazo estabelecido pelas partes, essa instituição já estaria plenamente justificada, num país onde a Justiça estatal não tem respondido, com eficiência, às angústias dos jurisdicionados*”; CAHALI, Francisco José. **Curso de Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, pp. 75-77; PUGLIESE, Antonio Celso Fonseca; SALAMA, Bruno Meyerhof. “A Economia da Arbitragem: Escolha Racional e Geração de Valor”. **Revista Direito GV**, vol. 4, n° 1, São Paulo, 2008, p. 024, “*A arbitragem permite redução dos custos de transação em virtude, principalmente, (a) da agilidade com que é concluída, (b) da especialização dos árbitros e (c) da imparcialidade do árbitro, especialmente nos casos de arbitragens internacionais. A maior eficiência da arbitragem na solução de disputas cria incentivos para o adimplemento das obrigações contratuais pelas partes*”; GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida. “As Novas Formas de Atuação do Advogado no Mundo Globalizado Empresarial - A Arbitragem no Mercado de Capitais”. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (org.). **Aspectos da Arbitragem Institucional: 12 Anos da Lei 9.307/1996**. São Paulo: Malheiros, 1998, p. 123; TELLECHEA, Rodrigo. “Sobre a cláusula arbitral em companhias abertas: a questão da confidencialidade do procedimento”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo II**. São Paulo: Malheiros, 2015, p. 578. Outra vantagem apontada da arbitragem diz respeito à sua função menos litigiosa em especial entre partes com relações de longo prazo, o que pode ser o caso de disputas societárias. Neste sentido, BRACKER, Julie K., SODERQUIST, Larry D. “Arbitration in the Corporate Context”. **Columbia Business Law Review**, n° 1, 2003, p. 2, “*Those involved in corporations easily perceive the efficiency and cost advantages in arbitration over litigation. Efficiency is gained through informality of procedural and evidentiary rules, as well as limited discovery. (...) Arbitration can be particularly effective when the parties have an ongoing relationship, as it avoids the entrenchment created by the adversarial stance of protracted litigation*”. Não obstante as reconhecidas vantagens da arbitragem, cumpre lembrar que se trata de um método de solução de controvérsias destinado a determinado grupo de litígios, não sendo a melhor alternativa para todos os casos de forma indiscriminada; neste sentido, CARMONA, Carlos Alberto. “Arbitragem e Jurisdição”. **Revista de Processo**, vol. 58, 1990, “*A arbitragem não tem o condão de aliviar o acúmulo de trabalho de nosso Poder Judiciário. Não é verdade que a arbitragem seja um meio rápido, secreto e barato de resolver qualquer controvérsia: a arbitragem pode ser bastante demorada em causas complexas e que exijam produção de prova pericial;*”; CARMONA, Carlos Alberto. “Em torno do árbitro”. **Revista Internacional de Arbitragem e Conciliação**, ano III, 2010, p. 8, “*Mas também é verdade que os contentendentes não escolhem a arbitragem para poder fugir deste horror, e sim porque querem um método diferente de julgar, mais arejado, mais técnico, menos burocrático. Se é verdade incontestemente que o Poder*

do procedimento e a maior fluidez do processo<sup>3</sup>, sendo a arbitragem considerada a melhor forma para resolver litígios societários ou ao menos, melhor se comparada com o processo judicial<sup>4-5</sup>.

A inserção de cláusula compromissória no estatuto social pode ser aprovada por acionistas de sociedades anônimas abertas ou fechadas (e também por sócios de sociedades limitadas), conforme previsão do artigo 109, §3º da Lei das S.A.

Fizemos um levantamento, dentre as companhias abertas listadas na B3, e verificamos que do total de 396 (trezentas e noventa e seis) companhias listadas, 236 (duzentas e trinta e seis) possuem cláusula compromissória estatutária, o que representa aproximadamente 60% (sessenta por cento) do total de companhias listadas, das quais (i) cerca de 75% (setenta e cinco por cento) têm a cláusula compromissória obrigatória em virtude da aplicação dos regulamentos de listagem aos quais estão sujeitas, isto é, são dos segmentos do Novo Mercado, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, incluindo a indicação da CAM como entidade aplicável para administração dos conflitos; e (ii) aproximadamente 25% (vinte e cinco por cento) representando companhias dos segmentos Tradicional e Nível 1 aderiram à arbitragem independentemente do regulamento de listagem<sup>6</sup>.

---

*Judiciário tem sérias dificuldades no Brasil, também é fato sabido que em países desenvolvidos, nos quais o Judiciário anda muito bem, a arbitragem desenvolve-se à larga*”.

<sup>3</sup> GU WEIXIA. “Securities Arbitration in China: A Better Alternative to Retail Shareholder Protection”. **Northwestern Journal of International Law & Business**, vol. 33, issue 2, 2013, pp. 305-308.

<sup>4</sup> LEVY, Daniel de Andrade. “Aspectos Polêmicos da Arbitragem no Mercado de Capitais”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. 7, issue 27, 2010, pp. 7-37; FRIAS, Angélica Ramos de. “Alcance subjetivo da cláusula compromissória na solução de conflitos societários e no âmbito do mercado de capitais”. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (coords.). **Mercado de capitais brasileiro – doutrina, cases e materials**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 57; GU WEIXIA. “Securities Arbitration in China: A Better Alternative to Retail Shareholder Protection”. **Northwestern Journal of International Law & Business**, vol. 33, issue 2, 2013, pp. 305-306; WALD, Arnoldo. “A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A. In: LOBO, Jorge (coord.). **A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 238.

<sup>5</sup> Pesquisa realizada em 2018 pela *Queen Mary University of London* junto com o *White & Case* sobre a evolução da arbitragem internacional identificou que 97% (noventa e sete por cento) dos participantes indica a arbitragem como seu meio preferido de resolução de disputas “cross border”, seja em conjunto com outros métodos alternativos de solução de controvérsias ou isoladamente, vide **2018 International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration**. White & Case e School of International Arbitration, Queen Mary University of London, 2018. Disponível em <[http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey---The-Evolution-of-International-Arbitration-\(2\).PDF](http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey---The-Evolution-of-International-Arbitration-(2).PDF)>, acesso em novembro de 2018.

<sup>6</sup> Para os fins desta pesquisa, consideramos as companhias listadas nos segmentos Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2, Nível 1 e Tradicional junto à B3, conforme tabela disponibilizada no sítio eletrônico da B3 em novembro de 2018. Considerando que os dois últimos (isto é, Nível 1 e Tradicional) são os únicos cujos regulamentos não contêm previsão de adesão obrigatória à arbitragem pela CAM, fizemos a análise dos estatutos de tais companhias a fim de verificar a incidência da adesão espontânea à arbitragem.



Pesquisa conduzida por Selma Maria Ferreira Lemes<sup>7</sup> junto ao Centro de Arbitragem da AMCHAM - Brasil, CAM-CCBC, CAM-CIESP/FIESP, CAM, CAM-FGV e CAMARB relativa ao período de janeiro de 2010 a dezembro de 2017 reforça a crescente expansão da arbitragem em litígios societários. Em relação a 2010, o número de procedimentos arbitrais novos em 2017 cresceu 114,84% (cento e quatorze inteiros e oitenta e quatro centésimos por cento). O aumento também se reflete nos valores envolvidos: em 2010, o total nas câmaras pesquisadas era de R\$2,8 bilhões, enquanto em 2017 atingiu mais de R\$26 bilhões, o que representa um crescimento de quase 10 vezes. O CAM-CCBC é o centro com o maior número de procedimentos arbitrais<sup>8</sup>, dos quais 42,58% (quarenta e dois inteiros e cinquenta e oito centésimos por cento) dizem respeito a matéria societária. Já na CAM, 89,47% (oitenta e nove inteiros e quarenta e sete centésimos por cento) dos procedimentos tratam de matérias societárias.

Além dos benefícios normalmente associados à arbitragem enquanto método de solução de conflitos, a sua adoção pelas companhias abertas é vista como uma boa prática de governança corporativa<sup>9</sup>. Os princípios de governança previstos pela OECD mencionam a arbitragem como uma alternativa eficiente de solução de conflitos<sup>10</sup>. Da mesma forma, o Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC estabelece que os conflitos societários devem ser resolvidos por negociação e, caso isso não seja possível, por

---

Para tanto, consultamos a última versão do estatuto social disponibilizada no sítio eletrônico da CVM. Em relação ao Nível 1, das 27 (vinte e sete) companhias listadas, 8 (oito) contêm cláusula compromissória estatutária, das quais 7 (sete) preveem a arbitragem pela CAM e uma, a Cia. Energética de Minas Gerais – CEMIG, prevê a arbitragem pela CAM ou pela Câmara FGV de Mediação e Arbitragem. Já em relação ao Nível Tradicional, das 190 (cento e noventa) companhias listadas, 49 (quarenta e nove) possuem cláusula compromissória estatutária, das quais (i) 31 (trinta e uma) companhias apontam a CAM como instituição responsável pela condução da arbitragem, (ii) 9 (nove) companhias escolhem o CAM-CCBC, (iii) 5 (cinco) companhias indicam a ICC, (iv) 2 (duas) companhias não indicam a câmara aplicável, e (v) no caso de uma companhia, não foi possível identificar a câmara aplicável, pois há menção a duas instituições distintas, a CAM e a ICC.

<sup>7</sup> LEMES, Selma Maria Ferreira. **Arbitragem em Números e Valores – Seis Câmaras – 8 anos – Período de 2010 (jan./dez.) a 2017 (jan./dez.)**, 2018.

<sup>8</sup> Segundo informação publicada pela própria câmara, em dezembro de 2018, existem mais de 320 procedimentos arbitrais ativos, com valor envolvido de aproximadamente R\$50 bilhões de reais. Neste sentido, vide: CAM-CCBC administra número recorde de procedimentos. **Sítio eletrônico do CAM-CCBC**, publicado em 18 de dezembro de 2018. Disponível em <<https://ccbc.org.br/cam-ccbc-centro-arbitragem-mediacao/noticias-cam-ccbc/novidades-cam-ccbc/noticias-cam/cam-ccbc-recorde-de-procedimentos/>>, acesso em dezembro de 2018.

<sup>9</sup> MARTINS, Pedro Batista. **Arbitragem no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 115.

<sup>10</sup> Item II, p. 19, OECD, **G20/OECD Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing: Paris, 2015. Disponível em <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>>, acesso em julho de 2018, “Many countries have found that alternative adjudication procedures, such as administrative hearings or arbitration procedures organised by the securities regulators or other regulatory bodies, are an efficient method for dispute settlement, at least at the first instance level”.

mediação ou arbitragem<sup>11</sup> e a Cartilha de Governança Corporativa da CVM recomenda a adoção da cláusula compromissória estatutária, destacando a maior celeridade dos processos arbitrais<sup>12</sup>.

Em decorrência da complexidade das relações jurídicas que se formam nas transações de mercado, uma das normas que mais impacta na decisão de investimento diz respeito à forma mais eficiente de resolução de controvérsias<sup>13</sup> e, neste sentido, a adoção da arbitragem é associada ao desenvolvimento do mercado.

A extensa adoção e incentivo ao uso da arbitragem societária pelas companhias abertas em decorrência de disposição estatutária teve como consequência natural a redução das informações disponibilizadas aos acionistas e ao mercado em relação aos litígios em andamento, uma vez que a esmagadora maioria dos procedimentos arbitrais é sigilosa, seja por disposição das partes ou por força do regulamento da câmara escolhida.

Para a sociedade e, de modo especial, para companhias abertas, a informação assume um papel de extrema relevância, desde sua função junto ao empresário que precisa desenvolver e conhecer o seu negócio, os seus concorrentes, sua tecnologia, seu plano de desenvolvimento, até o investidor, que busca emissores e títulos mais atrativos para alocar seus recursos de acordo com o seu perfil de risco, e também o acionista que precisa ter ciência dos andamentos dos negócios nos quais investiu. Assim, para manter o mercado em funcionamento, a informação é essencial<sup>14</sup>. Este é um entendimento tão consolidado, que atraiu a regulação estatal para o tema, exercida por meio de normas específicas obrigando as companhias abertas a se registrarem previamente à realização de emissões e a divulgarem um extenso rol de informações periódicas e eventuais.

---

<sup>11</sup> Item 1.4, Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa, 5ª Ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>, acesso em outubro de 2018.

<sup>12</sup> Item III.6, CVM. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>, acesso em outubro de 2018.

<sup>13</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Arbitragem e Novo Mercado”. In: MATTOS FILHO; VEIGA FILHO; MARREY JR.; QUIROGA ADVOGADOS (eds.). **Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Imprensa Régia, 2010, p. 29; CAMINHA, Uinie. “Arbitragem como Instrumento de Desenvolvimento do Mercado de Capitais”. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (org.). **Aspectos da arbitragem institucional: 12 anos da Lei 9.307/1996**. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 95.

<sup>14</sup> PROENÇA, José Marcelo Martins. **Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais - Insider Trading**. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004, p. 87, “o cuidado de informar corretamente por um lado, e por outro, de pesquisar todas as informações disponíveis e ainda conferi-las, não é importante apenas para o mercado de capitais, consistindo em preocupação inerente a toda a atividade econômica, alcançando, logicamente, os investidores”.

Por meio da presente pesquisa, pretende-se analisar os efeitos da redução informacional ocasionada pela expansão da adoção da arbitragem, à luz da regulação de divulgação mandatória de informações à qual as companhias abertas estão sujeitas, da função desempenhada pela informação no mercado e das eventuais consequências para acionistas, investidores e o mercado.

Diante da necessidade de limitação do tema, as considerações do presente trabalho serão restritas aos efeitos da convenção de arbitragem constante do estatuto social de companhias abertas brasileiras, conforme permissão expressa do artigo 109, §3º da Lei das S.A.<sup>15</sup>. O objetivo da delimitação proposta foi restringir a análise aos conflitos internos à companhia, isto é, entre a companhia, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, que tratarão naturalmente de matérias atinentes às relações criadas em decorrência das posições ocupadas perante a sociedade.

## **b. CONSIDERAÇÕES HISTÓRICAS INICIAIS**

O uso da arbitragem como forma de resolução de disputas no Brasil, em especial de disputas societárias, é previsto desde a época colonial<sup>16</sup>, mas sua efetiva utilização e aceitação demorou para ocorrer no país<sup>17</sup>. No Brasil imperial, a constituição de 1824<sup>18</sup> já previa essa forma de jurisdição e, posteriormente, o Código Comercial de 1850 determinou

---

<sup>15</sup> Por essa razão a dissertação não aborda os efeitos das demais convenções de arbitragem celebradas pelos acionistas e pela companhia com terceiros, como por exemplo, em contratos com fornecedores, clientes, prestadores de serviços ou em contratos de operações de reorganização societária. Não obstante, conforme será mais discutido na Parte II, muitas das considerações aqui apresentadas em relação aos litígios decorrentes de cláusula compromissória estatutária se aplicam às demais arbitragens envolvendo companhias abertas.

<sup>16</sup> Na época colonial, a previsão da arbitragem já constava desde as ordenações Afonsinas, Manuelinas e, de modo especial Filipinas, em que havia a previsão dos chamados “juízes arbitrais”.

<sup>17</sup> STRAUBE, Frederico José. “A evolução da arbitragem no Brasil após a Lei 9307/1996”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 50, 2016, pp. 177-183, “*Não obstante, como se constata, albergada desde cedo em nosso quadro institucional, a arbitragem muito demorou a contar com a aceitação da comunidade e dos operadores do direito, como alternativa válida para a solução de conflitos. Pode-se dizer, com segurança, que nem a evolução do instituto no exterior nem também o desenvolvimento paulatino, mas constantes das relações financeiras e comerciais internacionais, tiveram o condão de disseminar a prática e a cultura arbitral em nosso país*”. Sobre o histórico da arbitragem no país, VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. **Arbitragem no Direito Societário**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004, pp. 46 e ss.

<sup>18</sup> A primeira constituição do país previa um governo monárquico e hereditário, criou o chamado Poder Moderador, exercido exclusivamente pelo imperador (em adição aos poderes Executivo – também exercido pelo imperador, Legislativo e Judiciário), estabeleceu o voto censitário, e tratou especificamente da arbitragem em seu capítulo sobre Juízes e Tribunais de Justiça, prevendo em seu artigo 160: Nas civeis, e nas penas civilmente intentadas, poderão as Partes nomear Juizes Arbitros. Suas Sentenças serão executadas sem recurso, se assim o convencionarem as mesmas Partes.

que disputas entre sócios, durante a sociedade ou em sua liquidação, seriam obrigatoriamente resolvidas por arbitragem<sup>19</sup>, tornando, portanto, o juízo arbitral necessário e obrigatório. O Decreto 737 também de 1850, diferenciou as hipóteses do uso obrigatório e facultativo da arbitragem, sendo a primeira reservada para causas comerciais e a última para os demais casos<sup>20</sup>. Com a Lei 1.350, de 14 de setembro de 1866, foi abolido o juízo arbitral forçado<sup>21</sup> e, posteriormente, o Decreto 3.900 de 26 de junho de 1867 regulou o juízo arbitral facultativo e, pela primeira vez, estabeleceu que a cláusula compromissória teria natureza de promessa de contratar, prevendo ainda a possibilidade de recurso da decisão arbitral.

Mais tarde, o Código Civil de 1916 e também os Códigos de Processo Civil de 1939 e 1973 determinaram que o laudo arbitral deveria ser homologado pelo juízo competente para se tornar título executivo entre as partes e seus sucessores. Assim como estabelecido no Decreto 3.900, também nesta época, a cláusula compromissória era entendida como um pacto preliminar com a finalidade de celebração do compromisso arbitral. Consequentemente, a cláusula estaria sujeita às regras aplicáveis aos pactos preliminares, incluindo aquela relativa ao seu inadimplemento, que não daria ensejo à execução específica<sup>22</sup>.

Durante esse período, a arbitragem não se mostrou como meio eficiente para a solução de litígios, em decorrência da necessidade de homologação do laudo perante o juízo estatal, em que podia ser analisada até mesmo a justiça da decisão<sup>23</sup> e também da não

---

<sup>19</sup> O Código Comercial de 1850 trouxe diversos dispositivos tratando sobre a arbitragem como meio de solução das disputas entre os sócios. Como regra geral, o artigo 294 previa: Todas as questões sociais que se suscitarem entre sócios durante a existência da sociedade ou companhia, sua liquidação ou partilha, serão decididas em juízo arbitral. Para tanto, o artigo 302, §5º determinava que o contrato social deveria indicar a forma de nomeação dos árbitros. Ainda, o artigo 348 previa que, finda a liquidação da companhia, o sócio discordante da forma de liquidação e partilha deveria apresentar reclamação em 10 (dez) dias. Caso a discordância apresentada tempestivamente não fosse resolvida entre os interessados, a disputa seria decidida por árbitros.

<sup>20</sup> Artigo 411 do Decreto 737, de 25 de novembro de 1850: O Juízo arbitral ou é voluntario ou necessario:

§1º É voluntario, quando é instituido por compromisso das partes.

§2º É necessario, nos casos dos arts. 245, 294, 348, 739, 783 e 846 do Codigo Commercial, e em todos os mais, em que esta fórma de Juizo é pelo mesmo Codigo determinada.

<sup>21</sup> Artigo 1º da Lei 1.350/1866: Fica derogado o Juizo Arbitral necessario, estabelecido pelo artigo vinte titulo unico do Codigo Commercial.

§1º O Juizo Arbitral será sempre voluntario mediante o compromisso das partes.

§2º Podem as partes autorizar os seus arbitros para julgarem por equidade independentemente das regras e fórmas de direito.

<sup>22</sup> BEVILAQUA, Clovis. **Comentários ao Código Civil**, vol. 4. São Paulo: Francisco Alves, 1958, p. 154, “A cláusula compromissória, no direito pátrio, cria apenas uma obrigação de fazer. É um pacto preliminar, cujo objeto é a realização de um compromisso. E como obrigação de fazer, desde que ‘nemo potest precise cogi ad factum’ não obriga às partes a celebração do compromisso, embora o não celebrá-lo constitua infração do contrato, que dará lugar à responsabilidade civil”.

<sup>23</sup> BERTOLDI, M. Marcelo. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001**. 2ª Ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002, p. 78.

exequibilidade da cláusula compromissória arbitral, tendo em vista sua natureza de promessa de contratar. A necessidade de homologação do laudo perante o Poder Judiciário retirava (ou, ao menos, reduzia) as principais vantagens normalmente associadas à arbitragem, isto é, a confidencialidade, o custo (que sofria um acréscimo com os valores relacionados à homologação) e a celeridade<sup>24</sup>. A consequência do tratamento de promessa dispensado à cláusula compromissória era o fato de que o inadimplemento de tal cláusula era resolvido pelos tribunais apenas em perdas e danos<sup>25</sup>. Desta forma, só havia instauração da arbitragem em caso de celebração de compromisso arbitral entre as partes.

Durante a década de 70, o cenário de pouco interesse pela arbitragem começou a se modificar tanto na área acadêmica, quanto na prática. Na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, professores de direito internacional começaram a divulgar o instituto da arbitragem e o tema passou a ser recorrente entre os advogados, em especial aqueles que atendiam clientes estrangeiros<sup>26</sup>.

Tendo em vista o descompasso existente entre a evolução da arbitragem em países estrangeiros e o então insipiente desenvolvimento do instituto no país, o governo federal decidiu dar início à elaboração de um projeto de lei específico sobre o tema. Durante a década de 80, três anteprojetos de lei foram preparados, arquivados e todos continham falhas técnicas<sup>27</sup>. O último arquivamento no final da década de 80 desmotivou acadêmicos e

---

<sup>24</sup> CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo: Um Comentário à Lei n° 9.307/96**, 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 5.

<sup>25</sup> Neste sentido, TJSP, Apelação n° 107.779-2, 14ª Câmara, Des. Rel. Domingos Franciulli Netto, julgado em 23 de setembro de 1986, “*Para que a ‘exceptio ex compromisso’ seja aceita deve existir compromisso arbitral perfeito acabado, estando presentes todos os requisitos legais previstos nos arts. 1.039 do CC e 1.074 do CPC, sem os quais a cláusula contratual que prevê a aplicação do instituto será considerada nula. (...) quando muito, o desrespeito a essa cláusula [promessa de compromisso arbitral] poderia gerar uma controvérsia específica sobre o rompimento dessa promessa seja como for, como novo ajuste não foi feito para que o compromisso se aperfeiçoasse*”.

<sup>26</sup> STRAUBE, Frederico José. “A evolução da arbitragem no Brasil após a Lei 9307/1996”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 50, 2016, pp. 177-183.

<sup>27</sup> O anteprojeto de lei de 1981 foi elaborado a pedido do extinto Ministério da Desburocratização e buscou modernizar o tratamento da arbitragem no país, equiparando os efeitos da cláusula compromissória aos do compromisso arbitral e eliminando a necessidade de homologação do laudo arbitral perante o Poder Judiciário. No entanto, o trabalho acabou sendo abandonado. O anteprojeto de 1986 não observou a Lei Modelo da UNCITRAL, e confundiu alguns conceitos como “arbitragem” e “arbitramento”. Além disso, foi omissivo na parte dedicada às sentenças arbitrais estrangeiras, prevendo que bastaria uma tradução juramentada da sentença arbitral para o seu reconhecimento no país, não contemplando a averiguação de eventual ofensa à ordem pública. Em decorrência dessas imprecisões, o projeto foi também descartado. Já o anteprojeto de 1988 apresentou algumas imprecisões técnicas ao, por exemplo, prever que tanto a cláusula compromissória quanto o compromisso deveriam conter uma descrição do objeto do litígio, que o laudo arbitral poderia ser objeto de recurso de apelação e que os árbitros deveriam necessariamente ser bacharéis em direito. O anteprojeto não tratou da necessidade (ou não) de homologação do laudo e também se manteve silente quanto à homologação de laudo estrangeiro. Sobre o tema, CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo: Um Comentário à Lei n° 9.307/96**, 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009, pp. 5-9.

advogados quanto à existência de lei específica sobre a arbitragem. Foi então que Petrônio Muniz, advogado do Instituto Liberal de Pernambuco, articulou a chamada “*operação arbiter*”, que culminou no projeto de lei apresentado pelo senador Marco Maciel e que veio a se tornar a Lei de Arbitragem<sup>28</sup>.

A Lei de Arbitragem trouxe mudanças fundamentais para o desenvolvimento do instituto no país ao prever a possibilidade de execução específica da convenção arbitral e dispensar a necessidade de homologação da sentença arbitral perante o judiciário.

Logo após sua promulgação, a constitucionalidade da Lei de Arbitragem foi questionada e analisada pelo STF no âmbito do Agravo Regimental da Sentença Estrangeira nº 5.206-7, do Reino da Espanha, em especial no que tange à execução específica da cláusula compromissória e à falta de necessidade de homologação da sentença<sup>29</sup>. Com a conclusão do julgamento, em 2001, foi reconhecida a constitucionalidade da Lei de Arbitragem.

Com a lei e a declaração de sua constitucionalidade, o uso da arbitragem começou a se expandir no país, em especial para litígios de maior complexidade, normalmente envolvendo grandes empresas. De fato, mesmo antes da decisão acerca da constitucionalidade, em 2000, a B3 (então BM&F Bovespa) lançou o Novo Mercado como segmento especial de listagem com práticas mais sofisticadas de governança corporativa e cuja adesão, pelas companhias, implica na inclusão de um conjunto de regras voltados para ampliação dos direitos dos acionistas e das políticas de divulgação de informações e mecanismos de fiscalização. Para Calixto Salomão Filho, as regras inovadoras do Novo Mercado buscaram maior proteção aos acionistas minoritários e podem ser divididas em três grupos, sendo o primeiro formado pelas garantias de informação completa, que ampliam os requisitos de divulgação de informação previstos na lei societária; o segundo relacionado ao reforço das garantias patrimoniais de saída dos sócios minoritários da companhia; e a

---

<sup>28</sup> O grupo de trabalho formado para elaboração do projeto de lei era composto por Selma Maria Ferreira Lemes, Pedro Antonio Batista Martins e Carlos Alberto Carmona.

<sup>29</sup> Durante o julgamento, restaram vencidos os ministros Sepúlveda Pertence (relator), Sydney Sanches, Néry da Silveira e Moreira Alves, que entendiam inconstitucionais basicamente os artigos 6º, parágrafo único, 7º e 41 da Lei de Arbitragem, que tratam da cláusula compromissória e de sua execução específica. Em suma, o principal argumento que fundamentou a alegada inconstitucionalidade da Lei de Arbitragem foi o fato de que, na celebração do contrato, não seria possível identificar as disputas que se sujeitariam à arbitragem e, portanto, não haveria o consentimento das partes a tal arbitragem. Neste sentido, o Ministro Sepúlveda Pertence no julgamento, “*A constitucionalidade do juízo arbitral (...) deriva da renunciabilidade, no caso, do exercício do direito de ação - que é o reflexo subjetivo da garantia da prestação jurisdicional, inculpada hoje no art. 5º, XXXV, da Lei Fundamental - relativamente a uma pretensão material disponível. Mas, a renunciabilidade da ação - por que direito de caráter instrumental - não existe ‘in abstracto’: só se pode aferi-la em concreto (...) a esse pressuposto de constitucionalidade do juízo arbitral, atende o compromisso, mas não a cláusula arbitral*”.

implementação de proteções estruturais na sociedade. As duas primeiras garantias reforçam a proteção da legislação societária vigente, enquanto a terceira, ao alterar normas internas da estrutura da companhia, enfraquece o poder dos controladores e facilita a cooperação entre os acionistas<sup>30</sup>. Dentre as normas do terceiro grupo, estaria a adoção da arbitragem estatutária. O então vigente regulamento do Novo Mercado<sup>31</sup>, portanto, assim como do Nível 2, previa que todas as empresas listadas deveriam aderir à arbitragem pela CAM; sendo, portanto, a cláusula compromissória arbitral item obrigatório do estatuto social. Essa medida se alinhou com o entendimento de que a arbitragem seria provavelmente o melhor método de solução de conflitos societários e do mercado, o que se infere inclusive, do próprio sítio eletrônico da CAM, que diz que a “*Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) é o foro mais adequado para resolver disputas societárias e do mercado de capitais*”<sup>32</sup>.

Logo depois, em 2001, a Lei 10.303 reformou a Lei das S.A. e incluiu o §3º ao artigo 109<sup>33</sup>, prevendo expressamente a possibilidade de inclusão de cláusula compromissória nos estatutos das sociedades anônimas para solução de conflitos entre acionistas e a companhia e entre acionistas controladores e minoritários. Essa reforma foi ao encontro da tendência de incentivar uso da arbitragem pelas companhias<sup>34</sup> em atenção ao desenvolvimento e ao maior dinamismo do mercado<sup>35</sup>, atraindo o aporte de capital nacional e estrangeiro e potencializando a captação de recursos para o desenvolvimento das atividades sociais, considerando que a arbitragem (em comparação com o poder judiciário) tende a conferir maior segurança aos investidores, em especial aos estrangeiros<sup>36</sup>. Há até quem afirme que

---

<sup>30</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**, 4ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 69-70.

<sup>31</sup> O Regulamento do Novo Mercado passou por modificações nos anos de 2006, 2011 e, mais recentemente, em 2017.

<sup>32</sup> Sítio eletrônico da CAM: Disponível em <[http://www.b3.com.br/pt\\_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/sobre-a-cam/](http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/sobre-a-cam/)>, acesso em novembro de 2018.

<sup>33</sup> Artigo 109, §3º da Lei das S.A.: O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)

<sup>34</sup> BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. **Sociedade Anônima Atual: Comentários e Anotações às Inovações trazidas pela Lei n. 10.303/ ao texto da Lei n. 6404/76**. São Paulo: Atlas, 2004, p. 109.

<sup>35</sup> MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Arbitragem e Novo Mercado”. In: MATTOS FILHO; VEIGA FILHO; MARREY JR.; QUIROGA ADVOGADOS (eds.). **Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Imprensa Régia, 2010, p. 28; VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “A arbitragem nas sociedades anônimas: vinculação dos acionistas novos, ausentes, dissidentes e administradores à cláusula compromissória estatutária. Inclusão do §3º ao art. 109 pela Lei 10.303/2001”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 139, 2005, p. 164: “A arbitragem apresenta-se como um instrumento em consonância com o dinamismo da economia de mercado”.

<sup>36</sup> MARTINS, Pedro A. Batista. “A arbitragem no Direito Societário”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 39, 2003, p. 55, “a aliança Arbitragem/S.A. confere maior segurança ao ingresso de capitais estrangeiros em atividades essenciais ao incremento e à melhoria da competitividade em mercados marcados pela globalização e intensa competição. (...) ao analisarmos a função social e econômica que as S.A. exercem no mundo (v.g. catalizadora da poupança popular; geradora de riquezas; contribuinte de relevo nos tributos municipais, estaduais e federais; apoiadora cultural de relevo; fonte incentivadora de projetos e programas

esse novo parágrafo representaria a adoção da cláusula compromissória como regra, e não exceção<sup>37</sup>. Vale destacar ainda que, em 2002, o Brasil deu outro passo importante para o desenvolvimento da arbitragem no país ao ratificar a Convenção sobre o Reconhecimento e Execução de Sentenças Arbitrais Estrangeiras (mais conhecida como Convenção de Nova Iorque), celebrada em 1958<sup>38</sup>.

Não obstante o fato de que essas mudanças representaram um importante avanço para a arbitragem, a CAM demorou a ser utilizada pelas companhias e instaurou-se uma celeuma acerca da extensão subjetiva da cláusula compromissória estatutária que, até pouco tempo, não havia sido resolvida. Em relação à baixa utilização da CAM, esta somente recebeu seus quatro primeiros processos em 2010<sup>39</sup>. A baixa atratividade inclusive motivou uma reforma do regulamento em 2011, que incluiu redução da confidencialidade com a previsão de publicação de ementas e alterações nos procedimentos, para redução da burocracia e aumento da fluidez do processo. Desde então, o uso da arbitragem pelas companhias cresceu, inclusive dentre o grupo daquelas não listadas em segmentos de arbitragem obrigatória<sup>40</sup>.

Já em relação à celeuma quanto à arbitrabilidade subjetiva da cláusula compromissória estatutária, a discussão foi baseada no fato de que para a sua inserção no estatuto, não seria necessária a aprovação da totalidade dos acionistas. Salvo no caso de

---

*sociais*), é de se concluir que a sua existência torna Estados e nações seus dependentes. (...) Por essas razões, e, ainda, pela gradativa e constante inserção do Brasil dentre as maiores economias mundiais (7ª em 2013 e 6ª em 2012) é que se acentuou a aproximação das S.A. com o instituto da arbitragem”. Ainda sobre o tema, WALD, Arnoldo; BORJA, Ana Gerdau e VIEIRA, Máira de Melo. “A posição dos tribunais em matéria de arbitragem no último biênio (2011-2012)”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 9, n° 35, 2012, p. 17, no sentido de que o contexto da descoberta do pré sal, da realização da Copa do Mundo no ano de 2014 e dos Jogos Olímpicos de 2016 gerou a necessidade de formação de *joint ventures* e, conseqüentemente, do maior fluxo de investimentos estrangeiros diretos e indiretos no país, o que impulsionou ainda mais o desenvolvimento da arbitragem, em especial, no âmbito societário.

<sup>37</sup> STEIN, Raquel. **Arbitrabilidade no Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014, pp. 115-116, “a inclusão de uma cláusula compromissória estatutária, não seria uma exceção à regra geral da jurisdição estatal, mas a regra do próprio sistema societário”.

<sup>38</sup> Renato Parreira Stetner e Eleonora Coelho Pitombo destacam a importância da ratificação da Convenção de Nova Iorque para o país, dada a sua importância como um dos mais importantes tratados de reconhecimento e execução de sentenças arbitrais do mundo. Ademais, os autores destacam que, não obstante o fato de que boa parte das mudanças já estava incorporada pela Lei de Arbitragem, a ratificação da convenção viabilizou o uso da arbitragem em relações empresariais internacionais, garantiu reciprocidade a parceiros comerciais do país que já eram signatários da convenção e deu mais segurança jurídica a partes estrangeiras, diminuindo a percepção do risco de se fazer negócio no país. Neste sentido, STETNER, Renato Parreira; PITOMBO, Eleonora Coelho. “A Convenção de Nova York: Ratificação pelo Brasil” In: GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida (coord.). **Novos Rumos da Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Editora Fiúza, 2004, pp. 309, 324-325.

<sup>39</sup> PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 145.

<sup>40</sup> Sobre a crescente adoção da cláusula compromissória estatutária, vide também: PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Muller; BARBOSA JR., Alberto. “Cláusulas arbitrais no mercado de capitais brasileiro”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, n° 40, 2014, pp. 107-111.



inclusão da convenção arbitral na constituição da companhia, em que se presume a adesão irrestrita dos subscritores e fundadores ao projeto do estatuto<sup>41</sup>, as reformas estatutárias estariam sujeitas à aprovação da assembleia por decisão da maioria nos termos do artigo 129 da Lei das S.A.<sup>42</sup>. Considerando, de um lado, o princípio majoritário do direito societário<sup>43</sup> e, de outro, o princípio da autonomia da vontade na arbitragem<sup>44</sup>, instaurou-se uma polêmica

---

<sup>41</sup> No momento da constituição da sociedade anônima, a lei presume a adesão irrestrita dos subscritores ao teor do estatuto. No caso de companhias abertas, por meio de subscrição pública e capitalização no mercado, todos os subscritores manifestam sua concordância com o projeto do estatuto, ainda que ausentes da assembleia de constituição, tendo em vista que o projeto foi necessariamente submetido à aprovação prévia pelos fundadores. No caso de companhias fechadas, a constituição ocorre por meio de subscrição particular em assembleia geral ou por meio da celebração de escritura pública, sendo que, em ambos os casos, há a manifestação do consentimento dos acionistas, seja na assinatura do projeto apreciado pela assembleia geral ou da escritura pública de constituição. Sobre o tema: ROSSI, Lívia. “Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003, p. 197; CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 75 a 137)**, 6ª Ed., vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 392, “os fundadores-subscritores da sociedade não aderem ao estatuto, mas originalmente o aprovam. Importante a distinção. No caso, os atos constitutivos e, entre eles, a aprovação do estatuto são ‘tractatus’ entre os fundadores e não ‘dictatus’. O caráter de dictatus do estatuto social somente se dá no caso de aquisição de ações posteriormente aos atos constitutivos”.

<sup>42</sup> O princípio majoritário, portanto, pressupõe a unanimidade entre os sócios pelo menos no momento da constituição da sociedade. Neste sentido, COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**, 6ª Ed. São Paulo: Forense, 2014, p. 52.

<sup>43</sup> No estudo de direito societário, a discussão sobre os fundamentos da aplicação do princípio majoritário no processo de formação das deliberações sociais é objeto de vasta literatura, cuja revisão não está no escopo do presente trabalho. As deliberações sociais podem ser tomadas por unanimidade ou por certo número majoritário de votos a favor. Em relação à unanimidade, ela pode assumir uma forma mais rigorosa, na qual não são computadas abstenções e uma outra em que se consideras as abstenções. Sobre este tema, vide COELHO, Eduardo de Melo Lucas. **A formação das deliberações sociais**. Coimbra: Coimbra Editora, 1994, pp. 318-319 (nota 318). Independentemente dos fundamentos, porém, o afastamento da unanimidade e a aplicação de menor percentual de aprovação pelo princípio majoritário é uma exigência prática. Neste sentido: ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 43-44 “apenas ele possibilita, no tráfego jurídico, a necessária formação unitária da vontade coletiva: exigir a unanimidade asseguraria a participação de todos em cada decisão, mas tornaria a sociedade incapaz de agir”, p. 49 (nota 37): “Em realidade, as múltiplas tentativas de explicação lógica do princípio majoritário pouco acrescentam: ele é uma exigência prática e não necessariamente lógica”; J. X. CARVALHO DE MENDONÇA. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**, 5ª Ed., vol. IV. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954, p. 11, “Exigir a unanimidade seria expor a sociedade à inação, seria cair no absurdo de atribuir a um só acionista a qualidade de representante ou árbitro da vontade social”; ASCARELLI, Tullio. “O contrato plurilateral”. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**, 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 1969, p. 259. “a uma pluralidade de pessoas e, portanto, a uma pluralidade de manifestações de vontade, corresponde uma única parte; as várias manifestações de vontade são destinadas a fundir-se. Nessa hipótese, vigora, às vezes, a regra da maioria, justamente porque se trata de determinar, através do concurso de mais manifestações de vontade, qual é a vontade da ‘parte’”.

<sup>44</sup> HANOTIAU, Bernard. **Complex Arbitrations: Multiparty, Multicontract, Multi-issue and Class Actions** (International Arbitration Law Library). Kluwer Law International, 2005, p. 32, “Consent is the foundation of arbitration, and in general a court or an arbitral tribunal will refuse to treat a person or entity as a party to the contract or at least to the arbitration clause if it has not expressly or implicitly consented to it, a fact that in most - but not all - cases will be expressed by the signature of the person or entity concerned on a contractual document”; LEMES, Selma Maria Ferreira. “Princípios e Origens da Lei de Arbitragem”. **Revista do Advogado**, nº 51, 1997, p. 32, “O Princípio da Autonomia da Vontade é a mola propulsora da arbitragem em todos os seus quadrantes, desde a faculdade de as partes em um negócio envolvendo direitos patrimoniais disporem quanto a esta via opcional de solução de conflitos (art. 1º), até como será desenvolvido o procedimento arbitral, no que pertine à forma de indicação dos árbitros (art. 13); a lei aplicável à arbitragem, seja material ou formal, desde que não viole os bons costumes e a ordem pública (art. 2º, §§1º e 2º); se a decisão será de direito ou por equidade (art. 2º); eleger a arbitragem institucional (art. 5º); prazo

a respeito da vinculação de acionistas que entrassem no quadro societário posteriormente à inclusão da cláusula compromissória, bem como a respeito dos acionistas ausentes e dissidentes da deliberação assemblear que aprovar a adesão à arbitragem. A discussão parte da premissa de que, aos novos acionistas e aos ausentes faltaria a manifestação de vontade<sup>45</sup> e, em relação aos dissidentes, haveria, na verdade, expressa manifestação contrária ao dispositivo estatutário.

A controvérsia foi objeto de intensos debates, em decorrência, em especial, dos seus efeitos práticos. Caso se admitisse a vinculação parcial dos acionistas à cláusula compromissória, seria possível que as mesmas disputas fossem submetidas a jurisdições distintas (arbitral e estatal), estando, portanto, passíveis de serem decididas de formas diferentes. De outro lado, a vinculação de todos os acionistas poderia ser considerada uma violação da garantia constitucional de acesso ao judiciário e do princípio da autonomia da vontade na arbitragem. Assim, a doutrina se dividiu sobre o tema: de um lado, aqueles que defendiam a não vinculação automática dos acionistas à arbitragem, salvo no caso de manifestação expressa e, de outro, aqueles que advogavam pela vinculação de todos a partir da aprovação da reforma estatutária.

Em suma, na visão de Modesto Carvalhosa, para os novos acionistas da sociedade não deveria haver uma vinculação “automática” à cláusula compromissória, uma vez que a opção pela arbitragem representa a renúncia à solução de conflitos pela via judicial, sendo, portanto, necessária adesão expressa e inequívoca à convenção arbitral manifesta em

---

*para o árbitro proferir a sentença arbitral (arts. 11, inciso III e 23). Enfim o princípio da autonomia da vontade atinge sua quinta-essência na lei n° 9,307/96”;* MARTINS, Pedro A. Batista. **Arbitragem no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 33, “*Autonomia esta que, mais que uma faculdade, é verdadeiro poder, pois se traduz no extremo da autorregulação. Encerra o poder de definir aquilo que mais lhe interessa, o que lhe seja mais conveniente, inclusive o de abdicar de direitos e de se impôr deveres*”; CAHALI, Francisco José. **Curso de Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 87, “*A origem da arbitragem é contratual, pois as partes, no exercício da autonomia da vontade, resolvem subtrair do Judiciário a solução do conflito de interesses, entregando a tarefa ao particular*”; ENEL, José Virgílio Lopes. “*A arbitragem nas sociedades anônimas*”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003, p. 142, “*o fato é que a arbitragem, na perspectiva do regime legal brasileiro bem como das legislações mais modernas, só tem lugar a partir de acordo entre as partes envolvidas no sentido de submeter o conflito (esteja ele já instaurado, ou seja ele apenas potencial) a um tribunal arbitral*”.

<sup>45</sup> VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “*A arbitragem nas sociedades anônimas: vinculação dos acionistas novos, ausentes, dissidentes e administradores à cláusula compromissória estatutária. Inclusão do §3º ao art. 109 pela Lei 10.303/2001*”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 139, 2005, p. 171.

documento separado e por escrito<sup>46</sup>. No mesmo sentido, Luiz Leonardo Cantidiano<sup>47</sup>, José Waldecy Lucena<sup>48</sup> e Jorge Lobo<sup>49</sup>.

Os principais argumentos relacionados a essa tese são: (i) a dimensão negativa da cláusula compromissória, que implica no afastamento do poder judiciário; e (ii) a natureza facultativa da cláusula compromissória estatutária<sup>50</sup>, já que esta (a) não teria caráter associativo e, por isso, não seria oponível a todos os acionistas<sup>51</sup>; (b) seria matéria optativa do estatuto social, desprovida de natureza organizativa e, portanto, sua eficácia não poderia ser imposta aos não signatários<sup>52</sup>; e (c) teria natureza de pacto parassocial entre a sociedade e os acionistas que a tenham aprovado ou aderido expressamente a ela<sup>53</sup>.

---

<sup>46</sup> CARVALHOSA, Modesto. “Cláusula Compromissória Estatutária e Juízo Arbitral”. In: LOBO, Jorge (coord.) **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 325; CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002 p. 185. “*O novo acionista não será parte na cláusula compromissória pelo simples fato de ter passado a integrar o colégio acionário, a não ser que, por escrito, em documento apartado revestido de todas as formalidades, tenha aderido ao pacto, em conformidade com o §2º do art. 4º da Lei n. 9.307/96*”. Vale destacar que, não obstante a manifestação de Nelson Eizirik na obra mencionada, o autor alterou seu entendimento, conforme dito no evento Debate sobre a Constitucionalidade do Artigo 136-A da Lei das S.A., organizado pela FIESP, em 25 de abril de 2018.

<sup>47</sup> CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, pp. 118-119, “*Inserida, no estatuto, norma que estabeleça a submissão de eventuais conflitos à arbitragem, o acionista, ao tornar-se titular de ações de emissão da companhia, estará ‘aderindo’ ao contrato, pelo que ficará obrigado a acatar e decisão que vier a ser proferida no juízo arbitral. Cabe indagar se, à vista de disposição expressa que consta do §2º, do art. 4º, da lei 9.307/96, deve ser observado o procedimento ali previsto para que o acionista da companhia fique obrigado a submeter-se ao procedimento arbitral. (...) penso ser prudente fazer com que seja cumprido o ritual estabelecido no referido dispositivo, a fim de evitar discussões paralelas que possam colocar em risco a solução da controvérsia pela adoção do procedimento arbitral*”.

<sup>48</sup> LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)**, vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 1018.

<sup>49</sup> Em 25 de abril de 2018, a FIESP organizou um Debate sobre a Constitucionalidade do Artigo 136-A da Lei das S.A., no qual Jorge Lobo, juntamente com Modesto Carvalhosa, reafirmou a necessidade de adesão expressa à cláusula compromissória estatutária para fins de vinculação dos acionistas ausentes, dissidentes e novos.

<sup>50</sup> Nesta segunda parte, agruparemos as discussões da cláusula enquanto disposição facultativa e pacto parassocial, e também o argumento do estatuto social como contrato de adesão.

<sup>51</sup> CARVALHOSA, Modesto; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 185; CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 75 a 137)**, 6ª Ed., vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 400, “*a renúncia ao direito essencial de valer-se do Poder Judiciário, para dirimir divergências e litígios de natureza societária (arts. 5º, XXXV, e 60, §4º, da CF e §2º deste art. 109) é personalíssima, não se podendo, sob nenhum pretexto, ainda que contratual, convencionar a sua sucessão*”.

<sup>52</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 75 a 137)**, 6ª Ed., vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 390, “*A cláusula compromissória constitui matéria facultativa e, portanto, potestativa do estatuto social. Não se confunde com as matérias que obrigatoriamente deverão dele constar, que são específicas da Sociedade Anônima, ditadas pela lei. Distingue-se, dessa forma, a cláusula estatutária potestativa, que consubstancia o pacto compromissório, daquelas cláusulas mandatórias*”.

<sup>53</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 75 a 137)**, 6ª Ed., vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2014, pp. 395-396, “*A sociedade despe-se, por conseguinte, do seu poder de impor a todos os acionistas a cláusula compromissória estatutária, na medida em que se coloca como parte no pacto comissório diante de outras partes (...) A cláusula compromissória estatutária constitui, portanto, um pacto parassocial entre a sociedade e os seus fundadores e acionistas que aprovaram a sua inclusão ou que expressamente aderiram a seus termos*”.

Para esse grupo de autores, considerando que a arbitragem implica no afastamento do judiciário, fazer com que os novos acionistas se vinculassem automaticamente à cláusula representaria uma violação ao direito constitucional de que “*a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito*”, nos termos do artigo 5º, XXXV e 60 §4º, da Constituição Federal<sup>54</sup>, e reiterado no §2º do artigo 109 da Lei das S.A.<sup>55</sup>.

Por outro lado, tal posicionamento parece partir de uma visão limitada do conceito de jurisdição restrita apenas à jurisdição estatal, sendo que se reconhece o caráter jurisdicional da arbitragem<sup>56</sup> e o objetivo da proteção constitucional e legal é, na verdade, o de garantir o direito da pessoa (do acionista, no caso) de deduzir sua pretensão em juízo, seja arbitral ou estatal<sup>57</sup>.

Se o acesso ao Poder Judiciário fosse o direito essencial em si, ele seria irrenunciável ainda que a vontade dos acionistas fosse pelo seu afastamento<sup>58</sup>. Assim, da mesma forma que os particulares podem transacionar sobre suas disputas<sup>59</sup>, se é permitida a opção de submeter litígios relativos a direitos disponíveis à arbitragem, isso só ocorre, porque o Estado consente e autoriza<sup>60</sup>. Sob essa perspectiva, a inclusão da cláusula compromissória seria

---

<sup>54</sup> Artigo 5º, XXXV, Constituição Federal. A lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito; Artigo 60, §4º, IV, Constituição Federal. Não será objeto de deliberação a proposta de emenda tendente a abolir (...) os direitos e garantias individuais.

<sup>55</sup> Artigo 109, §4º da Lei das S.A.: Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

<sup>56</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Fundamentos da arbitragem do comércio internacional**. São Paulo, Saraiva, 1993, pp. 59-60, “*a arbitragem corresponde efetivamente, a uma forma de heterocomposição de situações contenciosas, mediante a aplicação de normas jurídicas (tanto do ‘ius strictum’ quanto da equidade), o que, a nosso ver, lhe confere caráter essencialmente jurisdicional. Tal caráter se identifica, segundo pensamos, sempre que o ‘tertius’ (árbitro ou tribunal arbitral) toma a decisão concernente aos interesses das partes, não sendo seu representante ou mandatário, e o faz de forma independente, obrigando o decidido às próprias partes, segundo o que elas pactuaram*”.

<sup>57</sup> VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “A arbitragem nas sociedades anônimas: vinculação dos acionistas novos, ausentes, dissidentes e administradores à cláusula compromissória estatutária. Inclusão do §3º ao art. 109 pela Lei 10.303/2001”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 139, 2005, p. 167.

<sup>58</sup> VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “A arbitragem nas sociedades anônimas: vinculação dos acionistas novos, ausentes, dissidentes e administradores à cláusula compromissória estatutária. Inclusão do §3º ao art. 109 pela Lei 10.303/2001”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 139, 2005, p. 168; ENEI, José Virgílio Lopes. “A arbitragem nas sociedades anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003, p. 148.

<sup>59</sup> MARQUES, José Frederico. **Instituições de Direito Processual**, vol. 5. Rio de Janeiro: Forense, 1960, p. 423, “*Assim como o Estado, por estar em foco direito disponível, deixa que os interessados solucionem, através de transação, suas desinteligências recíprocas, nada há de estranhável que, também, autorize, esses mesmos interessados, a submeterem a resolução do conflito a outras pessoas, em lugar de o levarem, através da propositura da ação, a juízes e tribunais. Nem há, com isso, transgressão do art. 141, par. 4o, da Constituição Federal ou infringência do princípio do juiz natural (retro, par. 16). O direito individual, no caso, passa a ser, tal como na transação, aquele que, em virtude acordo consubstanciado no compromisso, foi definido no laudo arbitral*”.

<sup>60</sup> CARREIRA ALVIM, J. E., **Tratado Geral da Arbitragem Interno**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2000, p. 55.

meramente o exercício da opção por um meio alternativo de resolução de controvérsias e a vinculação do novo acionista, portanto, não representaria nenhuma forma de afronta à proteção constitucional de acesso à justiça. Além disso, considerando que, segundo o STF, a escolha da arbitragem não ofende a garantia constitucional de acesso à jurisdição<sup>61</sup>, não parece razoável mudar esse entendimento para litígios societários<sup>62</sup>.

Adicionalmente, para os defensores da não vinculação dos novos acionistas à convenção arbitral estatutária, esta não teria o caráter associativo, típico da maioria das disposições estatutárias, e, portanto, não poderia ser oposta a todos os acionistas, mas somente aos que tiverem expressamente aderido a ela. A sua natureza seria, na verdade, de pacto parassocial<sup>63</sup>. Para Modesto Carvalhosa<sup>64</sup>, o estatuto social, enquanto principal documento organizativo da companhia seria formado por cláusulas organizativas mandatórias e cláusulas potestativas. As primeiras teriam conteúdo livre desde que não vedado por lei e imposto indistintamente a todos os acionistas, em observância ao princípio de igualdade. As segundas, por outro lado, seriam facultativas<sup>65</sup>. Como consequência, a

---

<sup>61</sup> Trecho do voto do ministro Nelson Jobim, por ocasião do julgamento do Agravo Regimental da Sentença Estrangeira nº 5.206-7, “*não há nenhuma vedação constitucional a que partes, maiores e capazes, ajustem a submissão de conflitos, que possam decorrer de relações jurídicas provenientes de contrato específico, ao sistema de arbitragem. Não há renúncia abstrata à jurisdição. Há, isto sim, convenção de arbitragem sobre litígios futuros e eventuais, circunscritos a específica relação contratual, rigorosamente determináveis. Há renúncia relativa à jurisdição. Circunscreve-se a renúncia aos litígios que decorram do pacto contratual, nos limites fixados pela cláusula. Não há que se ler na regra constitucional (art. 5º, XXXV), que tem como destinatário o legislador, a proibição de as partes renunciarem à ação judicial quanto a litígios determináveis, decorrentes de contrato específico. Lá não se encontra essa proibição. Pelo contrário, o texto proíbe o legislador, não o cidadão. É o reconhecimento da liberdade individual. É esse o âmbito de validade da Lei nº 9.307/96*”.

<sup>62</sup> PELA, Juliana Krueger. “Notas sobre a eficácia da cláusula compromissória estatutária”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 126, ano XLI, 2002, p. 136; FLAKS, Luís Lória. “A arbitragem na reforma da lei das Sociedades Anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 131, ano XLII, 2003, p. 107; MARQUES, Ricardo Vilagra da Silva. “A eficácia da cláusula compromissória estatutária: uma questão (ainda) controvertida”. In: GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida. **Novos Rumos da Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Fiuza Editores, 2004, pp. 359-360.

<sup>63</sup> Sobre a definição de “parassocial”, LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “Pactos parassociais. Natureza jurídica. Execução específica. Opção de recompra de participação societária e inexistência de infringência dos arts. 288 do CC Comercial e 1.372 do CC, por não configurar pacto leonino”. **Revista dos Tribunais**, vol. 601, ano 74, p. 43, “*longe de ter por objeto a implementação sistemática ou orgânica do próprio estatuto social, esses contratos parassociais regulam interesses pessoais dos sócios, encarados ‘uti singuli’*”.

<sup>64</sup> CARVALHOSA, Modesto. “Cláusula Compromissória Estatutária e Juízo Arbitral”. In: LOBO, Jorge (coord.) **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 329 e ss.

<sup>65</sup> O entendimento de que a cláusula compromissória estatutária é matéria facultativa do estatuto, configurando um pacto parassocial e, portanto, oponível apenas àqueles que tenham expressamente aderido a ela, deriva também do princípio da autonomia da cláusula compromissória. O artigo 8º da Lei de Arbitragem prevê que “*a cláusula compromissória é autônoma em relação ao contrato em que estiver inserta, de tal sorte que a nulidade deste não implica, necessariamente, a nulidade da cláusula compromissória*”, assim como também está previsto no artigo 16(1) da Lei Modelo da UNCITRAL, “*The arbitral tribunal may rule on its own jurisdiction, including any objections with respect to the existence or validity of the arbitration agreement. For that purpose, an arbitration clause which forms part of a contract shall be treated as an agreement independent*

cláusula compromissória só vincularias acionistas que a tivessem aprovado ou expressamente aderido a ela.

Esse argumento é bastante questionado. Primeiramente, porque parte da premissa de que faltaria aos novos acionistas (e também aos ausentes) a manifestação de vontade em relação à arbitragem. Ocorre que, ao se tornar acionista de determinada sociedade, o acionista deve estar ciente e concordar com as regras societárias e estatutárias aplicáveis<sup>66</sup>, inclusive com o fato de que algumas matérias serão aprovadas por maioria<sup>67</sup>. Pelo princípio majoritário, todos os acionistas se sujeitam à deliberação que resultou da vontade da maioria e que é atribuída à sociedade.<sup>68</sup> Além disso, seria inadmissível outorgar ao acionista a

---

*of the other terms of the contract. A decision by the arbitral tribunal that the contract is null and void shall not entail 'ipso jure' the invalidity of the arbitration clause".* A doutrina da “separabilidade”, aqui entendida como a separação da cláusula compromissória em relação ao contrato principal em que está inserida, protege a cláusula compromissória de eventual nulidade do contrato. Desta forma, a jurisdição do tribunal arbitral apenas é afetada quando o vício originador da nulidade do contrato também afetar a cláusula compromissória. Neste sentido, **UNCITRAL 2012 Digest of Case Law on the Model Law on International Commercial Arbitration**, p. 76, “*article 16 (1) only deals explicitly with the impact of the principle on jurisdictional issues. It does so in its last sentence, according to which a finding that the contract is null and void will not necessarily entail the invalidity of the arbitration clause contained therein. The arbitral tribunal’s jurisdiction will only be affected where the defect causing the invalidity of the main contract necessarily extends, by its very nature, to the arbitration clause*”. Sobre a doutrina da separabilidade e seus fundamentos, BORN, Gary B. **International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2009, pp. 336-337; LEW, Julian M.; MISTELIS Loukas A.; KRÖLL, Stefan Michael. **Comparative International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2003, pp. 99-100; BLACKABY, Nigel; PARTASIDES, Constantine; REDFERN, Alan; HUNTER, J. Martin. **International Arbitration**. Oxford University Press, 2009, p. 94; ENEL, José Virgílio Lopes. “A arbitragem nas sociedades anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003, p. 149; VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “A arbitragem nas sociedades anônimas: vinculação dos acionistas novos, ausentes, dissidentes e administradores à cláusula compromissória estatutária. Inclusão do §3º ao art. 109 pela Lei 10.303/2001”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 139, 2005, pp. 168-169; MARTINS, Pedro A. Batista. “Cláusula Compromissória” In: MARTINS, Pedro A. Batista, LEMES, Selma M. Ferreira; CARMONA, Carlos Alberto. **Aspectos fundamentais da lei de arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 217.

<sup>66</sup> Conforme mencionado por Marcelo Vieira von Adamek (em ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014, p. 46), Waldemar Ferreira teria se manifestado no seguinte sentido, “*Ao ingressar para a sociedade, seja de que tipo for, o indivíduo aliena parte de sua independência: renuncia a alguns direitos em benefício de pessoa jurídica, para cuja formação contribui ou de que coparticipa*” (em FERREIRA, Waldemar. **O direito insurrecional do acionista (memorial)**. São Paulo: Empresa Gráfica da Revista dos Tribunais, 1938, pp. 6-7).

<sup>67</sup> ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014, pp. 46-47, “*Embora o sócio sempre participe da formação da vontade coletiva (através do voto ou, pelo menos, da sua participação nos conclaves, com direito de voz), fica sujeito, nas sociedades onde prevalece o princípio majoritário, à decisão tomada pela maioria (de sócios ou sócios representando a maioria do capital social, conforme o caso)*”.

<sup>68</sup> ASCARELLI, Tullio. “Vícios das deliberações assembleares – direitos individuais dos acionistas, prescrição”. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Quórum, 2008, p. 399, “*Esta vontade decorre das manifestações de vontade de mais pessoas: estas se fundem naquela que vale como manifestação única da parte, conforme as regras da maioria*”. O mesmo princípio de vinculação da totalidade dos sócios à deliberação social se aplica às sociedades limitadas, vide MORAES, Luiza Rangel de. “O regime de deliberações na sociedade limitada em confronto com o processo deliberativo na sociedade anônima”. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, vol. 21, 2003, pp. 225-250, “*A deliberação vincula todos os sócios, mesmo os ausentes e os dissidentes, desde que tenha sido tomada pelo órgão competente e observadas todas as formalidades legais e contratuais pertinentes*”.

prerrogativa de escolher a quais disposições estatutárias irá se vincular ou não<sup>69</sup>. Quanto à alegação de que a cláusula compromissória teria natureza jurídica de pacto parassocial, como um acordo de acionistas, é preciso ponderar sobre uma diferença essencial entre eles: enquanto a cláusula compromissória está inserida no estatuto, como resultado da aprovação da assembleia<sup>70</sup>, acordos de acionistas são ajustes celebrados entre os acionistas e independentes dos atos constitutivos da sociedade<sup>71</sup>. Assim, não nos parece que a convenção estatutária seja norma facultativa ou tenha natureza de pacto parassocial.

Por fim, para Modesto Carvalhosa, a necessidade de manifestação expressa de opção pela cláusula compromissória decorreria também da equiparação do estatuto social a um contrato de adesão<sup>72</sup>, uma vez que novos sócios não têm a opção de discutir seus termos,

---

<sup>69</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. “A arbitragem nas sociedades anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003, p. 150, “*Não se pode conceber que o novo acionista tenha o direito de escolher os direitos e as obrigações a que estará sujeito sob pena de se inviabilizar por completo a condução dos negócios sociais*”. O autor ainda completa com a reflexão de que, se fosse aceitável a premissa de que o acionista pode não se vincular à cláusula compromissória por não ter tomado conhecimento dela previamente, haveria risco de questionamento a respeito da vinculação a outras cláusulas estatutárias, como disposições sobre limitações do direito de voto ou restrições à circulação das ações, por exemplo. Em relação às companhias abertas de modo especial, que são obrigadas a divulgar todos os seus documentos societários, o acesso a tais informações é bastante fácil. Caso o investidor tome uma decisão por falta de verificação das informações disponíveis, deverá assumir as consequências da decisão desinformada.

<sup>70</sup> TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles. “A Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (orgs.). **Sociedade Anônima 30 anos da Lei 6.404/76**, 1ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 266, “*a cláusula compromissória, por estar inserida no estatuto, é fruto da vontade da própria sociedade, expressa por seu órgão mais relevante, a assembleia geral. Não se trata, além disso, de ato alheio ao estatuto social e sim, muito pelo contrário, parte integrante dele*”; ENEI, José Virgílio Lopes. “A arbitragem nas sociedades anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003, p. 145, VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**, 2ª Ed., vol. 3. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 351-352. A definição de “vontade social” e de “interesse social” é objeto de literatura extensa. Para fins deste capítulo, utilizaremos a expressão “vontade social” com o significado da deliberação tomada em Assembleia geral, devidamente convocada e instalada. Neste sentido, BULGARELLI, Waldirio. “Deliberar não deliberar é deliberar?”. In: **Questões de Direito Societário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 86, “*Dentro do quadro organizacional das companhias, apresenta-se a assembleia geral como o órgão de formação de sua vontade social, soberana, no sentido de poder primário decorrente a sua conformação e funcionamento diretamente da Lei e do estatuto e não de outros órgãos, como o de administração que dela deriva*”.

<sup>71</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares; LACERDA TEIXEIRA, Egberto. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**, vol. I. São Paulo: José Bushatsky, 1979, pp. 303-304, “*podem ser definidos os acordos de acionistas como ajustes parassociais, ou seja, celebrados sem a interveniência da sociedade e alheios a seus atos constitutivos e alterações posteriores, mediante os quais os acionistas convencionam*”.

<sup>72</sup> A equiparação do estatuto social a um contrato de adesão é aplicada principalmente na doutrina italiana, que invoca, por analogia, o disposto no artigo 1.341 do código civil italiano, que diz “*Le condizioni generali di contratto predisposte da uno dei contraenti sono efficaci nei confronti dell'altro, se al momento della conclusione del contratto questi le ha conosciute o avrebbe dovuto conoscerle usando l'ordinaria diligenza. In ogni caso non hanno effetto, se non sono specificamente approvate per iscritto, (...) clausole compromissorie o deroghe alla competenza dell'autorità giudiziaria*”. Segundo tal dispositivo, cláusulas que atribuem prerrogativas não equitativas, como a cláusula compromissória, não teriam eficácia exceto se aprovadas por escrito. Como ao novo acionista, em geral, não é permitido renegociar os termos já estabelecidos no estatuto social e é possível que ele esteja em posição de hipossuficiência econômica e informacional em relação à companhia, esse dispositivo poderia ser invocado por analogia. No entanto, o entendimento jurisprudencial parece apontar para a não aplicação de referido artigo aos contratos de sociedade, justamente pela convergência de interesses voltados a um objetivo comum, o que não ocorre nos contratos bilaterais, em que as partes têm

mas tão somente de aderir a eles. Neste caso, considerando que as cláusulas são basicamente ditadas de uma parte a outra, sua interpretação deveria favorecer o aderente. Se, de um lado, é possível que não exista muito poder de barganha do acionista em relação às disposições estatutárias; de outro, parecem faltar características próprias do contrato de adesão, como a obrigatoriedade de contratação pelo aderente por faltar outra forma de satisfazer seu interesse<sup>73-74</sup>, a hipossuficiência de uma das partes em relação àquela que ditou os termos do contrato<sup>75</sup>, e a divergência de interesses entre as partes<sup>76</sup>. Contratos de adesão são

---

interesses opostos. Sobre este tema, MOREIRA, Daniela Bessone Barbosa. “A Convenção Arbitral em Estatutos e Contratos Sociais”. In: ALMEIDA, Ricardo Ramalho (coord.). **Arbitragem Interna e Internacional: Questões de Doutrina e da Prática**. São Paulo: Renovar, 2003, pp. 375-376.

<sup>73</sup> O contrato de adesão é caracterizado por ter seu conteúdo definido de forma prévia e unilateral por uma das partes, restando à outra aceitar as cláusulas estabelecidas, sem gozar da discussão que precede a formação dos contratos. A contra-parte que não estipulou o conteúdo contratual pode aderir a ele, de forma expressa, quando há declaração verbal ou escrita, ou de forma tácita, quando age de modo consentâneo com o conteúdo do contrato. Sobre o tema: TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles. “A Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (orgs.). **Sociedade Anônima 30 anos da Lei 6.404/76**. 1ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 266-267, na “concordância da parte aderente, esgota-se o âmbito da manifestação de sua vontade. Ou seja: cabe-lhe apenas optar se irá contratar ou não.”, PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**. 22ª Ed., vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2018, p. 65, “Quando o usuário do serviço se prevalece dele, ou quando o homem do povo entra em relações com a empresa, não discute condições nem debate cláusulas. A sua participação no ato se limita a dar sua adesão ao paradigma contratual já estabelecido, presumindo-se sua aceitação da conduta que adota. Algumas vezes esta adesão é expressa, como no caso em que o aceitante a declara verbalmente ou mediante aposição de sua assinatura em formulário; outras vezes é tácita, se o usuário apenas assume um comportamento consentâneo com a adoção das cláusulas contratuais preestatuídas”.

<sup>74</sup> Para Orlando Gomes, o traço realmente distintivo desse tipo de contrato é o fato de que o aderente não pode deixar de contratar. É o que ocorre, por exemplo, em contratos de fornecimento de luz, água e gás, ou de prestação de serviços de telefonia, transporte, seguro. Neste sentido: GOMES, Orlando. **Contratos**. 26ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008, p. 141. “Para haver contrato de adesão no exato sentido da expressão, não basta que a relação jurídica se forme sem prévia discussão, aderindo uma das partes à vontade da outra. Muitos contratos se estipulam desse modo sem que devam ter essa qualificação. A predominância eventual de uma vontade sobre a outra e até mesmo a determinação unilateral do conteúdo do contrato não constituem novidade. Sempre que uma das partes se encontra em relação à outra numa posição de superioridade, ou, ao menos, mais favorável, é normal que queira impor sua vontade, estabelecendo as condições do contrato. A cada momento isso se verifica sem que o fato desperte a atenção dos juristas, justo porque essa adesão se dá sem qualquer constrangimento se a parte pode dispensar o contrato. O que caracteriza o contrato de adesão propriamente dito é a circunstância de que aquele a quem é proposto não pode deixar de contratar, porque tem necessidade de satisfazer a um interesse que, por outro modo, não pode ser atendido. Assim, quem precisa viajar, utilizando determinado meio de transporte, há de submeter-se às condições estipuladas pela empresa transportadora, pois não lhe resta outra possibilidade de realizar o intento. A alternativa é contratar ou deixar de viajar, mas se a viagem é necessária, está constrangido, por essa necessidade, a aderir às cláusulas fixadas por aquele que pode conduzi-lo”.

<sup>75</sup> MARTINS, Pedro A. Batista. “A Arbitragem nas Sociedades de Responsabilidade Limitada”, 2003, p. 17, “Em concreto, o estatuto social transcende as raias dos chamados contratos de (por) adesão, pois situado em outra latitude jurídica, a dos vínculos plurilaterais. Dita ele as relações entre sócios e entre estes e a companhia, onde não se eleva a unilateralidade, a fraqueza e a hipossuficiência registradas nos contratos típicos de adesão”.

<sup>76</sup> MOREIRA, Daniela Bessone Barbosa. “A Convenção Arbitral em Estatutos e Contratos Sociais”. In: ALMEIDA, Ricardo Ramalho (coord.). **Arbitragem Interna e Internacional: Questões de Doutrina e da Prática**. São Paulo: Renovar, 2003, p. 375; FLAKS, Luís Lória. “A arbitragem na reforma da lei das Sociedades Anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 131, ano XLII, 2003, p. 103, “o contrato de adesão se caracteriza, em regra, pela bilateralidade da relação jurídica, ou seja, pela existência de interesses distintos das partes contratantes, diferentemente do que acontece em uma



normalmente encontrados nas relações consumeristas em que há um fornecedor de bens ou serviços e um aderente consumidor<sup>77</sup>. Nestes casos, a Lei de Arbitragem exigiu que o aderente deveria concordar expressamente com a cláusula compromissória inserida no contrato de adesão, assinando-a de modo apartado<sup>78</sup>. No caso das relações societárias, não nos parece que a comparação ao contrato de adesão seja a melhor interpretação<sup>79</sup>.

Todas as considerações feitas acima a respeito dos novos acionistas se aplicam ao caso dos acionistas ausentes da deliberação assemblear que aprovar a inclusão de cláusula compromissória estatutária. Caso diferente é o dos acionistas dissidentes da deliberação, uma

---

*sociedade. Ocorre que os interesses dos acionistas de uma companhia, independentemente de seu objeto social, convergem necessariamente para um mesmo fim: a obtenção de lucro pela sociedade”.*

<sup>77</sup> O artigo 54 do Código de Defesa do Consumidor define contrato de adesão como: “aquele cujas cláusulas tenham sido aprovadas pela autoridade competente ou estabelecidas unilateralmente pelo fornecedor de produtos ou serviços, sem que o consumidor possa discutir ou modificar substancialmente seu conteúdo”.

<sup>78</sup> Artigo 4º, §2º da Lei da Arbitragem: Nos contratos de adesão, a cláusula compromissória só terá eficácia se o aderente tomar a iniciativa de instituir a arbitragem ou concordar, expressamente, com a sua instituição, desde que por escrito em documento anexo ou em negrito, com a assinatura ou visto especialmente para essa cláusula.

<sup>79</sup> MARTINS, Pedro Batista. **Arbitragem no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 119, “É descabida a afirmação de que os estatutos sociais têm a natureza de contrato de adesão como fundamento jurídico para afastar os efeitos da cláusula compromissória estatutária àqueles que com ela não consentiram expressamente. (...) Trata-se, ao meu ver, de argumento improcedente dada a inadequada aplicação da previsão legal, claramente, de caráter restritivo; logo, voltada a uma estrita esfera da relação jurídica moderna. Relação essa que se restringe aos negócios tipicamente consumeristas”. O acionista pode não ter poder de barganha com a companhia em relação às disposições estatutárias vigentes da companhia. Ocorre, entretanto, que, diferentemente de um consumidor, o acionista, ainda que não consiga discutir os termos do estatuto, tem sofisticação suficiente para escolher e assumir o risco de se vincular a todas as disposições estatutárias das companhias nas quais optou por investir. Neste sentido, SHELL, G. Richard. “Arbitration and Corporate Governance”. **North Carolina Law Review**, vol. 67, 1989, pp. 549-550, “the passive nature of public shareholder ownership assures that many shareholders will be unaware of a charter arbitration provision and, even if aware of it, will have accepted arbitration without meaningful bargaining. These shareholders may argue that the charter of a public corporation is a ‘contract of adhesion’ and should not be enforced. There can be little doubt that, if the charter is a contract at all, it is adhesive in character. Public shareholders have no meaningful choice when presented with the option of buying the corporation’s stock: either they buy the stock with the existing charter or they do not buy the stock at all. The corporation does not bargain over the content of the charter except in highly unusual circumstances. (...) Unconscionability is most often found in the consumer context and operates to relieve unwary, disadvantaged consumers from onerous contract terms imposed by more powerful business parties. People who have sufficient funds and sophistication to invest in the equity securities of individual corporations do not fit this mold comfortably and may, in many cases, be quite wealthy. Thus, although, such investors may not have bargaining power equal to their corporations’, they are probably sophisticated enough to bear the risk of being bound by otherwise legal provisions in a corporate charter”. Ainda, VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “A arbitragem nas sociedades anônimas: vinculação dos acionistas novos, ausentes, dissidentes e administradores à cláusula compromissória estatutária. Inclusão do §3º ao art. 109 pela Lei 10.303/2001”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 139, 2005, p. 170, “a CVM incumbe-se da tarefa de protegê-lo. Emprega, para tanto, um conjunto de princípios e regras concebidos para atender às especificidades da sociedade anônima, a exemplo do princípio da publicidade, consagrado pela obrigatoriedade de divulgação de informações relevantes e pelo registro de ofertas públicas; ou, ainda, do princípio da isonomia, garantido proibição do uso de informações privilegiadas”. Ademais, MAKANT, Barbara. “A arbitrabilidade subjetiva nas sociedades anônimas”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 4, 2005, pp. 82 e ss., “a circunstância descrita acima não se adequa à situação de um acionista novo perante a sociedade, que a ela se associa por livre e espontânea vontade, além do que as cláusulas estatutárias são sempre definidas de acordo com a decisão da maioria dos acionistas e não em razão da vontade unilateral de um contratante”.

vez que, em relação a eles, existe expressa manifestação de vontade no sentido contrário à adoção da arbitragem como mecanismo de solução de controvérsias. Neste caso, cumpre reiterar a finalidade instrumental do princípio majoritário de viabilizar a condução dos negócios sociais<sup>80</sup>. Tendo em vista a impossibilidade de deliberações unânimes para a tomada de decisões, entende-se que a posição da companhia se expressa através do voto dos acionistas que representam a maioria do capital social reunidos em assembleia<sup>81-82</sup>, salvo se quórum maior não for exigido por lei ou pelo estatuto, sendo a assembleia geral o órgão primário da corporação e última instância decisória<sup>83</sup>.

O investidor, ao ingressar em uma sociedade, deve ter conhecimento das normas societárias e do conteúdo dos atos constitutivos da sociedade na qual ingressa e, portanto, deve também aceitar se submeter às regras legais sobre governança, incluindo as deliberações por maioria<sup>84</sup>. Em decorrência disto, acionistas ausentes e mesmo dissidentes da deliberação assemblear que aprovou a inserção de cláusula compromissória deveriam também estar vinculados à arbitragem.

Não obstante toda a discussão acerca da extensão subjetiva da cláusula compromissória estatutária, a Lei 13.129 de 26 de maio de 2015 reformou a Lei das S.A. e,

---

<sup>80</sup> PELA, Juliana Krueger. “Notas sobre a eficácia da cláusula compromissória estatutária”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 126, ano XLI, 2002, pp. 134-135.

<sup>81</sup> BULGARELLI, Waldirio. “Deliberar não deliberar é deliberar?”. In: **Questões de Direito Societário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983, p. 86, “*O princípio de deliberação pela maioria veio a ser adotado após longa e tortuosa história, em que se procurou formas e modos de ajustar a vontade de todos para se alcançar sempre a unanimidade o que, revelando-se impossível, levou a se admitir primeiro, como ficção, que a vontade da maioria era a vontade de todos, e posteriormente, a considerar efetivamente que a vontade da maioria representa a vontade da sociedade*”. FLAKS, Luís Lória. “A arbitragem na reforma da lei das Sociedades Anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 131, ano XLII, 2003, p. 105.

<sup>82</sup> A análise da estrutura de poder na sociedade anônima não está no escopo do presente trabalho. Não obstante, cabe destacar que, apesar do fato de que a aplicação do princípio da maioria nas deliberações sociais foi a forma de operacionalizar as decisões, uma vez que a unanimidade seria inviável, há de se reconhecer que há uma predominância das decisões do acionista controlador. Neste sentido, GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “Sociologia do Poder na Sociedade Anônima”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 77, ano XXIX, 1990, p. 52, “*No que tange ao poder do acionista controlador, tem ele foro próprio, que vem a ser a assembleia geral em que seu voto prepondera, mas é inegável que o exercício daquele poder se verifica também fora da assembleia geral, mediante a utilização de uma força informal, insuficientemente normatizada, que se traduz na fórmula legislada de ‘dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia’*”.

<sup>83</sup> COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**, 6ª Ed. São Paulo: Forense, 2014, p. 51.

<sup>84</sup> ENEI, José Virgílio Lopes. “A arbitragem nas sociedades anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003, p. 163, “*A decisão por maioria, portanto, não se dá à revelia do acionista dissidente, mas decorre de sua prévia e voluntária submissão às regras do jogo. E essa sua prévia e voluntária aceitação das regras corporativas que dá legitimidade à assembleia, conferindo-lhe poderes para deliberar em nome de todos os acionistas, e a todos vincular, ainda que por maioria de votos*”; MARTINS, Pedro A. Batista. “A arbitragem no Direito Societário”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 39, 2013, p. 58.

dentre outros pontos, pretendeu resolver referida controvérsia ao inserir o artigo 136-A<sup>85</sup>, estabelecendo (i) quórum qualificado de maioria das ações com direito a voto para deliberação sobre a inserção de cláusula compromissória; (ii) previsão expressa sobre a vinculação de todos os acionistas; e (iii) direito de recesso aos acionistas dissidentes, salvo quando a convenção de arbitragem for condição para admissão dos valores mobiliários da companhia à negociação em segmento de listagem que exija dispersão acionária mínima de 25% (vinte e cinco por cento) das ações de cada espécie, ou quando a convenção seja incluída em companhia aberta cujas ações tenham liquidez e dispersão, nos termos do artigo 137, II, alíneas “a” e “b”.

A solução legislativa não passou ilesa a críticas da doutrina. Para Rodrigo Tellechea, por exemplo, o legislador foi econômico ao falar apenas na deliberação para “inserção” ou “inclusão” da convenção de arbitragem estatutária como hipótese de exercício do direito de recesso. O autor defende que o recesso deveria abranger mudanças na cláusula compromissória, incluindo nos casos de “*alterações relevantes na sua redação, linguagem, conteúdo ou formato*” que resultem em nova cláusula e de supressão da mesma<sup>86</sup>. De outro lado, para alguns autores, o direito de recesso foi uma opção bastante dura para a sociedade, que deve arcar com os pagamentos devidos aos acionistas que exerceram o recesso, com base em uma deliberação que, contrariamente às outras hipóteses de exercício do direito de recesso, não gera, a princípio, perdas para os acionistas<sup>87</sup>.

Apesar do questionamento sobre a opção do legislador, o artigo 136-A pretendeu resolver a discussão acerca da arbitrabilidade subjetiva da cláusula compromissória

---

<sup>85</sup> Apesar da mudança legislativa que, de certa forma, encerrou a discussão sobre a vinculação dos acionistas novos, ausentes e dissidentes da deliberação à arbitragem, persistem divergências doutrinárias sobre o tema. Em 25 de abril de 2018, a FIESP organizou um Debate sobre a Constitucionalidade do Artigo 136-A da Lei das S.A., que contou com a participação de Jorge Lobo, José Alexandre Tavares Guerreiro, Modesto Carvalhosa, Nelson Eizirik e Marcelo Huck. Em referido evento, Modesto Carvalhosa reafirmou todos os argumentos já expostos neste trabalho em relação à cláusula compromissória estatutária e sua vinculação a acionistas ausentes, dissidentes e novos, confirmando a necessidade de adesão expressa. No mesmo sentido se manifestou Jorge Lobo. De outro lado, Nelson Eizirik e José Alexandre Tavares Guerreiro se manifestaram no sentido da constitucionalidade do artigo 136-A da Lei das S.A. e da necessidade da vinculação da totalidade dos acionistas, sob pena de se inviabilizar a condução dos negócios sociais e da solução de disputas, uma vez que um mesmo caso poderia ser levado à arbitragem e ao judiciário e ter decisões distintas.

<sup>86</sup> TELLECHEA, Rodrigo. **Arbitragem nas Sociedades Anônimas: Direitos Individuais e Princípio Majoritário**. São Paulo, Quartier Latin, 2016, p. 465.

<sup>87</sup> Considerando que a arbitragem foi declarada constitucional e é tida como método jurisdicional de solução de conflitos, não haveria prejuízo aos acionistas para justificar um direito de recesso. Neste sentido, VILELA, Marcelo Dias Gonçalves; SALUM, Rafaella Coscarelli. “Note: Parties not indicated, Court of Justice of the State of São Paulo, Case No. 2031444-61.2016.8.26.0000, 14 December 2016”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XIV, issue 55, 2017, p. 128; FRANZONI, Diego. **Arbitragem Societária**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais (Coleção Liebman, coordenação Teresa Arruda Alvim Wambier e Eduardo Talamini), 2015, pp. 135 e ss.

estatutária, estatutária, ficando determinada a vinculação de todos os acionistas à disposição. A lei estabeleceu um prazo de 30 (trinta) dias contados da deliberação social para que a deliberação tenha eficácia<sup>88</sup>. A controvérsia de vinculação dos acionistas ainda remanesce, porém, em relação aos casos anteriores à reforma da lei.

O histórico da evolução do instituto no país justifica a expansão do uso da arbitragem e demonstra a clara tendência legislativa de incentivar esse desenvolvimento, em especial para litígios societários, estabelecendo, inclusive, o juízo arbitral obrigatório para algumas companhias abertas em disputa decorrentes de matérias estatutárias. A nosso ver, esse rápido crescimento talvez tenha deixado de lado algumas dúvidas quanto à arbitragem estatutária, como as formas de integração de múltiplas partes no procedimento, os efeitos de sentenças na esfera jurídica daqueles que não integraram o processo, o prejuízo para fins de fiscalização da gestão e, sobretudo, as consequências da confidencialidade desses litígios, tema objeto desta pesquisa.

---

<sup>88</sup> Sobre o artigo 136-A, da Lei das S.A.: PACHIKOSKI, Sílvia Rodrigues P.; MEDINA SALLA, Ricardo. “Novas Perspectivas sobre a Arbitragem e o Direito Societário”. In: HOLANDA, Flávia; MEDINA SALLA, Ricardo (coords.). **A Nova Lei da Arbitragem Brasileira**, 1ª Ed. São Paulo: IOB SAGE, 2015, pp. 212 e ss., “*entendemos que o sócio dissidente deve, a princípio, submeter-se à nova disposição contratual que incluiu a convenção de arbitragem. (...) O prazo visa a dar oportunidade à companhia de rever sua decisão caso ocorra uma resistência de grandes proporções, ou seja, se muitos acionistas exercerem o seu direito de recesso, a ponto de inviabilizar a continuidade da medida corporativa adotada*”. Na jurisprudência, destacamos o processo TJSP, Agravo de Instrumento nº 2031444-61.2016.8.26.0000, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Des. Relator Caio Marcelo Mendes de Oliveira, julgado em 14 de dezembro de 2016. Trata-se de agravo de instrumento interposto por Irmãos Parasma S.A. Indústria Mecânica, doravante denominada “Companhia”, em face de Zara Sartório Parasma, Eloísa Sartório Parasma, Mônica Sartório Parasma e Rogério Sartório Parasma contra decisão que suspendeu a validade e a eficácia de deliberação assemblear da Companhia que modificou o estatuto social para fins de inclusão de cláusula compromissória. O julgamento do agravo confirmou o entendimento da juíza da 1ª instância no sentido de que (i) a modificação do estatuto social seria forma de abuso do poder de controle, pois, frente à dificuldade financeira da Companhia, fazer esta arcar com os pagamentos devidos aos acionistas que exercerem direito de recesso seria contrário ao interesse social e (ii) a alteração teria sido conduzida em momento de grande divergência entre os acionistas, dada a existência de diversos processos em trâmite entre as partes, de modo que a escolha da arbitragem poderia inviabilizar o acesso à justiça. Marcelo Dias Gonçalves Vilela e Rafaella Coscarelli Salum, ao comentarem o caso, criticam a intervenção do Poder Judiciário na vida da sociedade, que julga embasado na premissa de que a deliberação pela convenção arbitral estatutária seria contrária ao interesse social, dada a situação financeira da companhia, e de que os custos da arbitragem poderiam inviabilizar o acesso à justiça. Neste sentido, VILELA, Marcelo Dias Gonçalves; SALUM, Rafaella Coscarelli. “Note: Parties not indicated, Court of Justice of the State of São Paulo, Case No. 2031444-61.2016.8.26.0000, 14 December 2016”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XIV, issue 55, 2017, pp. 129-130.

### C. PLANO DE TRABALHO

Para fins de organização, dividimos o trabalho em duas partes. Na primeira, faremos um apanhado teórico sobre a relevância da informação para o mercado e as justificativas que motivaram a intervenção regulatória estatal sobre a matéria, bem como seus efeitos sobre os investidores. Neste segmento do trabalho, iremos explorar ainda as principais normas de divulgação de informações para companhias abertas no Brasil e em quais delas se encaixaria a divulgação acerca de procedimentos arbitrais, tendo em vista que não há nenhuma disposição direta e específica sobre o tema.

Na segunda parte, iremos refletir sobre a suficiência do regime de divulgação no que tange à participação da companhia em arbitragens. Para tanto, discutiremos a relação da confidencialidade com a arbitragem, que não é de necessidade, mas de mera opção das partes e, a partir disso, trataremos dos questionamentos envolvendo a arbitragem confidencial em litígios societários, internos às companhias abertas. Por fim, tentaremos apresentar algumas propostas para tornar o sistema de divulgação de informações a respeito da arbitragem mais robusto e mitigar – ainda que parcialmente – as dúvidas acerca da utilização da arbitragem no seio das sociedades.

## **PARTE I - O REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES**

É relativamente pacífico o entendimento de que o acesso a informação é fundamental para a existência, funcionamento e manutenção do mercado de valores mobiliários<sup>89</sup>. Um outro passo da discussão deste tema, porém, é se a divulgação de informações por emissores de valores mobiliários deve ser regulada pelo estado e ter um conteúdo mínimo obrigatório. Considerando que o atual sistema no país consiste na regulação sobre o tema, o presente trabalho se propõe a analisar os fundamentos da regulação sobre divulgação obrigatória de informações, bem como o regime de informações aplicável às companhias abertas brasileiras com a finalidade de (i) justificar a existência da divulgação mandatória de informações e identificar os principais objetivos que o sistema pretende (e pode) alcançar; e (ii) mapear como se dá a divulgação relativa a procedimentos arbitrais nos quais as companhias abertas possam estar envolvidas. Essas etapas serão essenciais para que possamos verificar se tal regulação é suficiente para endereçar direitos e interesses de acionistas e do mercado em tais informações.

Para tanto, iremos dividir essa primeira parte do trabalho em dois capítulos. No primeiro, iremos discutir os fundamentos da regulação sobre a divulgação de informações pelas companhias abertas ao mercado e refletir sobre as origens desta regulação, os principais argumentos que justificam a sua existência e as críticas ao sistema. No segundo capítulo, trataremos da regulação existente e aplicável às companhias abertas no Brasil e destacaremos os dispositivos nos quais se enquadrariam eventuais divulgações sobre procedimentos arbitrais dos quais as companhias façam parte.

---

<sup>89</sup> LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982, p. 100.

# CAPÍTULO 1 - OS FUNDAMENTOS DA REGULAÇÃO SOBRE DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES PELAS COMPANHIAS ABERTAS

A existência de um regime de divulgação obrigatória de informações aplicável às companhias abertas é parte da atividade regulatória do Estado, isto é, da imposição de regras com o objetivo de fiscalizar e coordenar certas atividades econômicas, inclusive por meio da criação de agências especializadas<sup>90</sup>. De modo geral, pode-se dizer que a regulação do mercado de capitais tem por objetivo torná-lo mais eficiente, do ponto de vista alocacional dos recursos e operacional das transações<sup>91</sup>.

Com o objetivo de analisar os fundamentos que justificam essa intervenção do estado e a forma pela qual ela se aplica, iremos, primeiramente, retomar os aspectos históricos que levaram a essa regulação e depois explorar os argumentos que justificam e criticam o sistema, a fim de identificar como a necessidade de informação e de regulação se relaciona com as regras atualmente vigentes e com os requisitos de *disclosure* sobre procedimentos arbitrais.

## 1.1 Aspectos históricos do regime de divulgação obrigatória de informações

Para entender a necessidade de regulação sobre a divulgação de informações pelas companhias abertas, partiremos, inicialmente, dos aspectos que envolveram a criação e o

---

<sup>90</sup> SZTAJN, Raquel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 135, ano XLIII, 2004, pp. 137-138, “Regulação pode ser entendida como o conjunto de regras predispostas por um órgão ou agência da administração indireta, visando a fiscalizar e garantir, pela observância ou cumprimento, a disciplina de certas atividades ou setores da atividade econômica. (...) A hetero-regulação é forma de intervenção do Estado no domínio econômico que se manifesta não mediante o exercício da atividade, mas pela atribuição de competência administrativa a agências ou órgãos da administração indireta”.

<sup>91</sup> Para Eizirik, existem quatro objetivos fundamentais da regulação do mercado de capitais, quais sejam: (i) trazer eficiência na determinação do valor dos títulos, de modo que ele reflita apenas as informações públicas disponíveis e disso viria a regulação da divulgação mandatória de informações; (ii) buscar eficiência nas transferências dos títulos, a fim de que os custos de transação sejam reduzidos; (iii) combater a concentração do poder econômico, que pode acarretar distorções no mercado por reduzir a competição e (iv) evitar conflitos de interesses. Neste sentido, EIZIRIK, Nelson. “Regulação e auto-regulação do mercado de Valores Mobiliários”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 48, 1982, p. 49.

desenvolvimento da regulação do mercado de capitais norte-americano<sup>92</sup>, considerando a sua influência em outros regimes ao redor do mundo<sup>93</sup>, incluindo o Brasil<sup>94</sup>.

Desde a adoção do modelo das sociedades por ações de modo mais intenso, passou a existir a preocupação com a criação de regras voltadas para a proteção dos investidores em relação aos emissores e demais agentes do mercado. Antes da década de 30, o sistema norte-americano tratou esse assunto por meio de legislações estaduais conhecidas como “*blue sky laws*” que visavam coibir fraudes e conter a prática então comumente usada por diversos agentes de negociar títulos sem lastro<sup>95</sup>. Além das regulações estaduais, as próprias bolsas de valores impunham regras aos emissores ali registrados para a divulgação de informações. Em especial, a NYSE era um exemplo de adoção das normas mais rígidas em relação, inclusive, aos requisitos das legislações estaduais<sup>96</sup>.

---

<sup>92</sup> O mercado brasileiro é caracterizado pela presença de um controlador definido em grande parte das companhias, enquanto o mercado norte-americano tem uma estrutura de controle mais dispersa. Sobre a realidade brasileira dos últimos anos, vide SCHIEHLL, Eduardo; DOS SANTOS, Igor Oliveira. “Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies”. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, vol. 39, n° 4, 2004, pp. 373-384; CARVALHAL-DASILVA, André; LEAL, Ricardo. **Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil**, 2003. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=477302](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=477302)>, acesso em novembro de 2018; BLACK, Bernard S.; DE CARVALHO, Antonio Gledson; GORGA, Érica. **A Governança Corporativa das Empresas Brasileiras com Controle Privado Nacional**, 2009. Disponível em <<http://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=20715>>, acesso em novembro de 2018. Não obstante essa diferença, estudar o regime norte-americano se justifica por uma série de fatores, incluindo o fato de que (i) há uma parcela considerável de companhias nos Estados Unidos com controle concentrado, (ii) o sistema de divulgação mandatória de informações nos Estados Unidos assume o mesmo papel que em outras jurisdições, e (iii) há vasta disponibilidade de informações e de produção acadêmica sobre o tema. Neste sentido, FERRELL, Allen. “The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004, p. 51.

<sup>93</sup> Não obstante o fato de que o presente item será focado no desenvolvimento da regulação do mercado norte-americano, pelas razões já expostas, vale destacar que, no Reino Unido também foram desenvolvidas legislações sobre o tema até mesmo antes do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934. Em 1720, foi promulgado o *Bubble Act* que visava coibir bolhas especulativas e práticas fraudulentas e o *Joint Stock Companies Act* de 1844 que estabeleceu regras para a captação da poupança popular e estabeleceu o princípio da divulgação obrigatória de informações com a elaboração do prospecto das emissões.

<sup>94</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S.A.**, 3ª Ed., vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 83.

<sup>95</sup> SELIGMAN, Joel. *The Transformation of Wall Street: A History of the Securities Exchange Commission and Modern Corporate Finance*. **Houghton Mifflin**, 1982, p. 44, “*As early as 1911 the failure of lax state corporation statutes to prevent securities fraud gave rise to the first significant legislative response when Kansas enacted the first well-known state securities law, popularly known as a ‘blue sky’ law, since it was intended to check stock swindlers so barefaced they ‘would sell building lots in the blue sky’*”.

<sup>96</sup> SELIGMAN, Joel. “The historical need for a mandatory disclosure system”. **The Journal of Corporation Law**, vol. 9, n° 1, 1983, p. 54, “*Even the most unrelenting critics of the pre-1933 corporate financial practices agreed that the New York Exchange’s listing requirements were superior to those enforced by state law*”; FERRELL, Allen. “The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004, p. 33, “*it is true that the disclosure standards a firm had to meet to listing on the NYSE, as of 1931, were extensive. Firms had to provide balance sheets and income statements for the prior two years and earnings statements for the prior five years. These balance sheet and income statements had to be updated periodically. Firms also had to provide a written description of how it*



A experiência de aplicação das “*blue sky laws*”, porém, demonstrou as suas limitações, tendo em vista a sua abrangência estadual e o fato de que as transações envolvendo diversos estados acabavam descobertas pelas legislações estatais<sup>97</sup>. Tendo em vista que a maior parte das negociações envolviam mais de um estado, outra dificuldade era a própria execução dessas leis. Caso disputas relacionadas com os valores mobiliários emitidos fossem iniciadas em cada um dos domicílios dos autores, existiriam múltiplas ações sujeitas a decisões distintas e contraditórias. Neste sentido, a posterior criação de uma legislação federal sobre o tema também buscou melhorar a eficiência de aplicação e julgamento<sup>98</sup>.

Assim como as “*blue sky laws*”, as normas das bolsas de valores, também enfrentavam dificuldades de aplicação e não eram eficazes para regular as transações. Primeiramente, considerando que a listagem em si era facultativa, havia sempre a possibilidade de se optar pela não listagem ou pela listagem em uma bolsa de valores com critérios menos rígidos<sup>99</sup>. Além disso, a coerção para cumprimento das regras de modo geral não era muito severa, mesmo no caso da NYSE<sup>100</sup>.

Em 1929, a queda da bolsa de Nova Iorque trouxe mais à tona a discussão sobre a necessidade de regulamentação federal do mercado de valores mobiliários norte americano, pois a crise estava sendo explicada por uma série de fatores alegadamente relacionados à falta de regulação, como a ocorrência de operações fraudulentas por parte das companhias e dos demais agentes de mercado e a alocação ineficiente dos recursos. Além disso, falavam

---

*calculated depreciation. Depreciation methods could not be changed without publicly providing details of any change in its annual report”.*

<sup>97</sup> SELIGMAN, Joel. “The historical need for a mandatory disclosure system”. **The Journal of Corporation Law**, vol. 9, n° 1, 1983, p. 21, “*By the end of the 1917-1920 securities fraud wave, however, it was obvious that state blue sky enforcement alone could have only limited success in stanching securities fraud, primarily because no state’s law could reach by direct action or extradition a purveyor of fraudulent securities residing in a second state. Itinerant sellers of fraudulent securities or sellers who operated through the mails effectively were immune from blue sky actions”.*

<sup>98</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984, pp. 679-680, “*The justificative of federal legislation lies, rather, in the efficiency of enforcing in one case all claims that arise out of a single transaction”.*

<sup>99</sup> SELIGMAN, Joel. “The historical need for a mandatory disclosure system”. **The Journal of Corporation Law**, vol. 9, n° 1, 1983, p. 54, “*listing on the New York Stock Exchange was voluntary, the Exchange’s disclosure requirements could be evaded by any corporation that chose to be traded as ‘unlisted’ security on the New York Curb Exchange (now, the American Stock Exchange) or any of the seventeen other exchanges which then permitted securities to be traded on an ‘unlisted’ bases. Nor did the New York Stock Exchange scrupulously enforce its listing requirements”.*

<sup>100</sup> FERRELL, Allen. “The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004, p. 35, “*while the NYSE had extensive disclosure requirements in place by 1931 it is highly questionable whether there was any meaningful enforcement of these requirements”.*

que a crise teria durado mais do que o esperado em decorrência da perda da confiança no mercado pelos investidores<sup>101</sup>.

Neste contexto, imbuídos do espírito de coibir fraudes e melhorar a supervisão das transações de valores mobiliários no mercado<sup>102</sup>, foram editados dois diplomas que, até hoje<sup>103</sup>, regem a estrutura regulatória do mercado norte-americano e que influenciam e influenciaram diversas legislações sobre o tema em outros países.

Em 1933, foi editado o *Securities Act*, que instituiu o regime de registro das ofertas públicas de valores mobiliários, que estariam sujeitas à divulgação de diversas informações consideradas relevantes para a tomada de decisão por parte dos investidores. Dentre as suas principais disposições, destacamos (i) a necessidade de publicação de um prospecto contendo as informações da emissão dos valores mobiliários; (ii) a imposição de penalidades, como proibição da negociação dos valores mobiliários ou responsabilização civil de emissores, em casos de não cooperação ou divulgação de informações incorretas, incompletas ou capazes de induzir os investidores a erros; e (iii) um período de espera entre a divulgação do prospecto e a efetiva emissão dos valores mobiliários de modo a assegurar tempo hábil de disseminação e análise das informações.

O diploma foi criticado já poucos meses após a sua edição. William O. Douglas teceu críticas ao regime de divulgação de informações trazido pelo *Securities Act*, ao alegar que o modelo proposto seria insuficiente para lidar com o mercado no estágio de desenvolvimento em que estava e incapaz de garantir proteção efetiva aos investidores, uma vez que estes

---

<sup>101</sup> SZTAJN, Raquel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 135, ano XLIII, 2004, p. 139.

<sup>102</sup> O então presidente dos Estados Unidos, Franklin D. Roosevelt enviou ao congresso a seguinte mensagem: “*There is, however, an obligation upon us to insist that every issue of new securities to be sold in interstate commerce shall be accompanied by full publicity and information and that no essentially important element attending the issue shall be concealed from the buying public. This proposal adds to the ancient rule of caveat emptor, the further doctrine ‘let the seller also beware’.* It puts the burden of telling the whole truth on the seller. It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence. The purpose of the legislation I suggest is to protect the public with the least possible interference to honest business. This is but one step in our broad purpose of protecting investors and depositors. It should be followed by legislation relating to the better supervision of the purchase and sale of all property dealt with on exchanges, and by legislation to correct unethical and unsafe practices on the part of officers and directors of banks and either corporations”. **ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission.** Washington: U.S. Government Printing Office, 1977, p. 557. Disponível em <<https://hdl.handle.net/2027/pst.000012956579>>, acesso em julho de 2018.

<sup>103</sup> Naturalmente, ao longo dos anos, o *Securities Act* e o *Securities Exchange Act* passaram por diversas alterações desde a sua criação. Não obstante, as legislações continuam essencialmente em vigor regulando o mercado de capitais norte-americano.

*“either lack the training or intelligence to assimilate them and find them useful, or are so concerned with a speculative profit as to consider them irrelevant”*<sup>104</sup>.

Em 1934, foi editado o *Securities Exchange Act* que ampliou o escopo da divulgação de informações, condicionando a negociação em bolsa à divulgação contínua de informações periódicas e eventuais pelas companhias emissoras e criou a SEC, órgão governamental com a função de supervisionar o mercado de valores mobiliários norte-americano.

O sistema então instituído partia da premissa de que, ao garantir a ampla divulgação de informações pelos emissores de valores mobiliários, os investidores estariam mais bem informados e, portanto, melhores habilitados para a tomada de decisões de investimento<sup>105</sup>. Essa posição foi também resultado do entendimento manifestado por Louis Brandeis, segundo o qual, *“Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman”*<sup>106</sup>.

Desde a implementação desse sistema que ele tem sido objeto de diversos questionamentos, tanto com relação à sua necessidade, à extensão das obrigações de *disclosure*, à forma como foi desenvolvido e à sua capacidade de atingir os objetivos propostos<sup>107</sup>. Enquanto parte da doutrina entende que a regulação é necessária para corrigir falhas de mercado, outra parte alega que as forças de mercado produzem o volume necessário e ótimo de informações, sendo, portanto, desnecessária qualquer forma de regulação, e há ainda aqueles que propõem outros formatos de regulação.

---

<sup>104</sup> DOUGLAS, William O. Protecting the Investor. *Yale Review*, vol. XXIII, n° 3, 1934. Dentre as demais críticas apresentadas por William O. Douglas ao *Securities Act* de 1933, destacamos (i) a preocupação com a responsabilização de diretores, agentes, emissores e todos os demais envolvidos na divulgação de informações pelas companhias sem personalização de responsabilização e adequação à função efetivamente desempenhada, (ii) o fato de que as informações, ao serem divulgadas apenas na emissão, se tornam obsoletas muito rapidamente, e (iii) a falta de regime mais robusto para a regulação das atividades, com a combinação de regulação por agências eficientes do governo. Neste sentido, *“The Act is based on an implied assumption that must be dragged to light and carefully examined. This assumption is that we should and must return to a simpler economy; (...) That control would be an administrative control lodged in the hands not only of the new self-disciplined business groups but also in the hands of governmental agencies whose function would be to articulate the public interest with the profit motive”*.

<sup>105</sup> LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. *Mercado de Capitais & “Insider Trading”*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982, p. 94, *“O ‘disclosure’, ou processo de fornecimento de informações, constitui, assim, o instrumento-chave para polícia do mercado de valores na América e a pedra central da legislação federal correspondente”*.

<sup>106</sup> BRANDEIS, Louis. *Other People’s Money and How the Bankers Use It*. New York: Frederik A. Stokes Company, 1914, p. 92.

<sup>107</sup> Síntese das críticas feitas ao sistema de *‘disclosure’*, LOSS, Louis. *Fundamentals of Securities Regulation*. Boston: Little, Brown and Company, 1983, p. 35 *“The length and complexity of some SEC prospectuses make one wish that Brandeis had recognized that excessive sunlight can cause skin cancer”*.

Logo após a edição do *Securities Act* e do *Securities Exchange Act*, ainda durante o período do *New Deal*, os diplomas foram criticados mais pela rigidez de suas normas, em especial no que tange às regras de responsabilização, do que pela regulação do mercado de capitais e necessidade de divulgação obrigatória de informações em si<sup>108</sup>. A partir da década de 60, porém, um novo movimento de críticos surgiu e passou a questionar os fundamentos do *disclosure*.

Em 1964, George Stigler publicou um trabalho no qual investigou a eficácia das normas impostas pela SEC, tentando medir, por meio de pesquisa empírica, os benefícios tidos pelos investidores após a implementação da lei federal, comparando os resultados auferidos no período anterior e posterior à norma<sup>109</sup>. Em resumo, o autor não identificou mudança relevante na performance do retorno das ações, mas constatou menor variação nos retornos no período posterior à promulgação do *Securities Act* de 1933. Os resultados identificados levaram à conclusão de que a regulamentação não trazia grandes benefícios aos investidores, se analisados à luz dos custos incorridos para a implementação do sistema<sup>110</sup>. Mais tarde, outro estudo conduzido por Gregg A. Jarrell chegou nos mesmos resultados<sup>111</sup>. Anos depois, Carol Simon conduziu novo trabalho e também não identificou mudanças significativas nos retornos das ações emitidas por companhias listadas na NYSE e em bolsas regionais. Para companhias não listadas anteriormente e que se registraram em bolsas regionais posteriormente, porém, a autora identificou retornos melhores após o *Securities Act* de 1933, uma vez que os valores mobiliários emitidos eram super-precificados antes da legislação<sup>112</sup>.

Em 1973, George Benston também teceu diversas críticas à regulação questionando a capacidade do *Securities Exchange Act* de combater a fraude no mercado e duvidando

---

<sup>108</sup> SELIGMAN, Joel. “The historical need for a mandatory disclosure system”. **The Journal of Corporation Law**, vol. 9, n° 1, 1983, p. 2, “*none of the critics of the SEC's mandatory corporate disclosure system during the New Deal questioned the need for a compulsory corporate disclosure system. Instead, they urged the severity of certain provisions of the 1933 Securities Act unnecessarily impeded capital formation*”.

<sup>109</sup> A pesquisa conduzida por George Stigler à época buscou verificar o impacto no retorno das ações emitidas antes e depois do *Securities Act* de 1933 e também a variação nos retornos entre os dois períodos analisados. A redução na variação dos retornos significaria que os investidores estariam recebendo mais informações relevantes no período posterior à SEC e, portanto, estariam precificando melhor os valores mobiliários em circulação.

<sup>110</sup> STIGLER, George J. “Public Regulation of the Securities Market”. **The Journal of Business**, vol. 37, n° 2, 1964, p. 124, “*our two main conclusions: (1) it is possible to study the effects of public policies, and not merely to assume that they exist and are beneficial, and (2) grave doubts exist whether if account is taken of costs of regulations, the SEC has saved the purchasers of new issues one dollar*”.

<sup>111</sup> JARRELL, Gregg A. “The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New security Issues”. **The Journal of Law & Economics**, vol. 24, n° 3, 1981, pp. 613-675.

<sup>112</sup> SIMON, Carol J. “The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues”. **The American Economic Review**, vol. 79, n° 3, 1989, p. 305.

inclusive da existência de fraudes anteriores à edição da norma que teriam servido de justificativa para sua elaboração<sup>113</sup>. Através de estudos estatísticos, o autor analisou a mudança no risco e no retorno das ações negociadas na NYSE antes e depois do *Securities Exchange Act* e concluiu que a divulgação das informações financeiras estabelecida pelas normas não teve nenhum efeito relevante nos valores mobiliários<sup>114</sup>.

As pesquisas de Stigler e Benston foram criticadas por diversos outros autores. Joel Seligman, por exemplo, questiona a metodologia usada pelos pesquisadores para fundamentar seu estudo<sup>115</sup>. Para Allen Ferrel, Stigler teria cometido, dentre outros, erros em relação aos marcos temporais usados na análise. Ao comparar as emissões da década de 50 com a década de 20, o segundo período estaria muito distante da promulgação das normas,

---

<sup>113</sup> BENSTON, George. "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934". **The American Economic Review**, vol. 63, n° 1, 1973, pp. 134-135.

<sup>114</sup> BENSTON, George. "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934". **The American Economic Review**, vol. 63, n° 1, 1973, p. 153, "*The conclusion of this study, then, must be that the disclosure requirements of the Securities Exchange Act of 1934 had no measurable positive effect on the securities traded on the NYSE. There appears to have been little basis for the legislation and no evidence that it was needed or desirable. Certainly there is doubt that more required disclosure is warranted*".

<sup>115</sup> Em relação ao trabalho de Benston, Seligman apresentou diversas críticas aos principais argumentos levantados por aquele. Inicialmente, Benston alegou que haveria pouca ou nenhuma evidência de fraude ou deturpação de demonstrações financeiras antes de 1934 e, portanto, a regulação teria sido fruto de "*general folklore of the turn-of-the-century finance rather than in the events of the 1920's that preceded the legislation, insofar as fraud and misrepresentation are concerned*". Seligman, por sua vez, critica o método utilizado por Benston, pois a pesquisa no período anterior ao *Securities Exchange Act* teria sido feita por meio da busca do termo "fraude" e similares, e não por indícios, e teria sido focada apenas nas demonstrações financeiras, e não na verificação de outros documentos, como prospectos e informações dos acionistas e administradores. Outro argumento de Benston é o de que as divulgações voluntárias no período anterior ao *Securities Exchange Act* seriam suficientes para o investidor, mas Seligman questiona ao dizer que a análise não incluiu companhias listadas fora da NYSE e, portanto, focou naquelas que já haviam escolhido estar submetidas às regras mais rígidas da NYSE e não considerou que nem todas as divulgações eram meramente espontâneas, mas fruto das normas da bolsa. Os testes conduzidos por Benston demonstraram ainda que as divulgações mandatórias pela SEC não seriam relevantes para os investidores e seriam divulgadas de forma intempestiva, após o conhecimento pelo mercado. Friend e Westerfield, por exemplo, questionam esses resultados. Para referências dos estudos, BENSTON, George. "The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements". **Accounting Review**, vol. 44, n° 3, 1969; SELIGMAN, Joel. "The historical need for a mandatory disclosure system". **The Journal of Corporation Law**, vol. 9, n° 1, 1983, pp. 12-16; FRIEND, Irwin; WESTERFIELD, Randolph. "Required Disclosure and the Stock Market Regulation: Comment". **The American Economic Review**, vol. 65, n° 3, 1975. Em outra publicação, Benston comparou a divulgação de informações sobre vendas entre dois grupos de companhias, um que não divulgava espontaneamente informações sobre suas vendas e outro que divulgava e serviu como grupo de controle. Benston concluiu que não havia diferença no retorno das ações entre os grupos. Baseado nesses resultados, o autor concluiu que o *Securities Exchange Act* não teria tido um efeito social benéfico. A crítica de Seligman a esta pesquisa é a de que o grupo de controle formado seria "artificial", pois algumas das companhias não divulgavam informações de vendas, mas divulgavam o seu resultado líquido, o que seria mais relevante. Friend e Westerfield, em outro trabalho, conduziram uma pesquisa e chegaram a resultados distintos dos identificados por Benston, no sentido de que ambos os grupos de companhias teriam tido melhores resultados pós SEC em comparação a pré SEC. Neste sentido, BENSTON, George. "Required Disclosure and the Stock Market: an Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934". **The American Economic Review**, vol. 63, n° 1, 1973; SELIGMAN, Joel. "The historical need for a mandatory disclosure system". **The Journal of Corporation Law**, vol. 9, n° 1, 1983, pp. 17-18; FRIEND, Irwin; WESTERFIELD, Randolph. "Required Disclosure and the Stock Market Regulation: Comment". **The American Economic Review**, vol. 65, n° 3, 1975, pp. 468-469.

o que afastaria o resultado dos efeitos imediatos das normas. Ademais, Stigler teria falhado ainda ao não utilizar um grupo de controle. Para Friend e Herman, os resultados identificados não representam a realidade e foram interpretados incorretamente, de modo que, se analisados corretamente, levariam à conclusão de que as companhias se beneficiaram dos efeitos da regulação da década de 30<sup>116</sup>.

Até os dias de hoje, faltam estudos capazes de comprovar, de modo inquestionável, os benefícios (ou a falta deles) em relação ao sistema de divulgação mandatória de informações. Não obstante, os defensores do sistema de divulgação mandatória alegam que a natureza de bem público da informação faz com que ela seja pouco divulgada em um cenário não regulado.

Considerando que os agentes de mercado, incluindo investidores, analistas, corretores e outros profissionais tendem a não internalizar os custos de procura e verificação da informação, haveria pouco incentivo para realização de investimento nestas áreas e o sistema mandatório atuaria para corrigir a falha na prestação da informação. Adicionalmente, o sistema teria efeitos positivos na redução dos custos de agência, incentivo à melhor alocação dos recursos no mercado e manutenção da confiança do investidor.

Contrariamente, para os críticos do sistema, em um cenário não regulado, existiriam incentivos suficientes para que a divulgação atingisse um nível ótimo. Outro grupo de críticas trata da efetividade do sistema em cumprir as suas finalidades, tendo em vista o comportamento nem sempre racional do investidor.

Independentemente dos alegados benefícios e das críticas, é necessário sempre se fazer a análise dos impactos e da necessidade de qualquer intervenção regulatória, comparando, na medida do possível, os custos relacionados à implementação e funcionamento do regime vis-à-vis os benefícios sociais auferidos como consequência do mesmo. Michael D. Guttentag afirma que a necessidade de regulação deveria passar pela seguinte análise (i) identificação das informações que seriam de divulgação relevante, tendo em vista o custo da sua produção; (ii) identificação da falha de mercado que a regulação pretende corrigir, sua materialidade e os custos e benefícios da solução regulatória em

---

<sup>116</sup> FRIEND, Irwin; HERMAN, Edward S. "The SEC Through a Glass Darkly". **The Journal of Business**, vol. 37, n° 4, 1964.

comparação com o mercado; e (iii) a determinação da eficácia da regulação em comparação com a solução de mercado<sup>117</sup>.

Desta forma, passaremos à análise das principais justificativas e críticas ao sistema.

## 1.2 As justificativas para o regime de divulgação obrigatória de informações

Dentre aqueles que apoiam o sistema de divulgação obrigatória de informações, é possível encontrar uma vasta lista de justificativas e benefícios relacionados à existência dessa regulação e não há necessariamente um consenso quanto a elas. Apesar disso, existe um entendimento que permeia todas as ideias que é o de que todos os investidores devem ter acesso ao mesmo tempo à informação<sup>118</sup>.

### 1.2.1 A busca por informação

No cenário sem um regulação sobre a divulgação de informações e no qual não existem custos significativos de divulgação, optar pela divulgação espontânea pode ser um diferencial para a companhia atrair investimento, diferenciando-se de outras e destacando suas vantagens competitivas<sup>119</sup>. Entretanto, parece-nos existir igualmente um incentivo natural para a omissão de informações que possam ter um efeito negativo para a sociedade,

---

<sup>117</sup> Para Michael D. Guttentag, a necessidade de regulação deveria passar pela seguinte análise (i) identificação das informações que seriam de divulgação relevante, tendo em vista o custo da sua produção, (ii) identificação da falha de mercado que a regulação pretende corrigir, sua materialidade e os custos e benefícios da solução regulatória em comparação com o mercado e (iii) a determinação da eficácia da regulação em comparação com a solução de mercado. Neste sentido, GUTTENTAG, Michael D. "An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies". **Florida State University Law Review**, vol. 32, n° 1, 2004, pp. 129-130.

<sup>118</sup> BENSTON, George. "Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934". **The American Economic Review**, vol. 63, n° 1, 1973, p. 151, "*The concept of fairness is difficult to define operationally. The belief that all investors should have equal access to financial information about a company whose shares they own or contemplate purchasing is perhaps the most important concept, politically, that supports the federal disclosure requirements*".

<sup>119</sup> FERRELL, Allen. "The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world". **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004, p. 8, "*In a world in which a firm has private information about the quality of its product and disclosure is costless, firms will voluntarily publicly disclose their private information as a signal of their product's quality. The reason for this result is both simple and powerful: firms will voluntarily disclose information so as not to be confused by customers with low quality products*"; EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors". **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984, p. 674.

isto é, haveria, no mínimo, espaço para a companhia escolher o conteúdo de suas divulgações, o que muito provavelmente levaria à seleção de informações positivas e mais atrativas, mantendo-se silente quanto às demais<sup>120</sup>.

O clássico estudo de George Akerlof, se aplicado à informação no mercado, temos o retrato da assimetria informacional entre investidores e agentes externos em relação aos *insiders* das companhias, que estariam em uma posição muito mais vantajosa do ponto de vista de conhecimento do emissor e dos valores mobiliários emitidos. Do lado do emissor, havendo o interesse na captação de investidores, parece haver um incentivo à divulgação de informações sobre as suas características, com uma função quase de marketing pessoal. Do lado do investidor, há o acesso a tais informações, se disponibilizadas, e há também a ciência da assimetria de conhecimento em relação aos *insiders* e da intenção das companhias de captação de investimento. O investidor, portanto, sem ter a certeza e a capacidade de avaliar quais companhias divulgam informações corretas sobre bons investimentos e quais tentam apenas mascarar ativos ruins com boas propagandas, passa a desconfiar de toda informação divulgada. Ademais, na ausência de regulação, o investidor ainda estaria em uma posição mais difícil para verificar as informações disponibilizadas, principalmente considerando a falta de padronização de divulgação, incorrendo, portanto, em um custo mais elevado de análise de tais dados.

Para George Akerloff, os ativos ruins mascarados com informações positivas, enganoso e capazes de induzir a erro seriam os chamados “limões”. Como separar, portanto, “limões” de “não limões”? Na visão do autor, o resultado desse cenário seria a deterioração geral dos valores no mercado<sup>121</sup>, uma vez que as companhias emissoras de ativos de boa qualidade não necessariamente seriam recompensadas por isso, seja com melhor preço, mais investimento ou reputação mais idônea. Pelo contrário, o sentimento generalizado de desconfiança faria com que os investidores calculassem um desconto no preço, justamente

---

<sup>120</sup> Sobre o cenário de ausência do regime obrigatório de divulgação, mas apenas regulado com regra anti-fraude, EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. *Virginia Law Review*, vol. 70, n° 669, 1984, p. 680. “*In a world with anti-fraud rule but no mandatory disclosure system, firms could remain silent with impunity. If they disclosed, they could do so in any way they wished, provided they did not lie. They could attempt to sell securities with ads in glossy magazines and on television featuring sexy models or herds of bulls, as sellers of other products (including brokerage services) do. A mandatory disclosure system substantially limits firm’s ability to remain silent.*”

<sup>121</sup> AKERLOF, George. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 84, n° 3, 1970, p. 495, “*The Lemons model can be used to make some comments on the costs of dishonesty. Consider a market in which goods are sold honestly and dishonestly; quality may be represented, or it may be misrepresented. The purchaser’s problem, of course, is to identify quality. The presence of people in the market who are willing to offer inferior goods tends to drive the market out of existence - as in the case of our automobile “lemons”.*”



pela falta de confiança nas divulgações a seu respeito<sup>122</sup>. Assim, para George Akerlof, a regulação parece ter o efeito positivo de padronizar a divulgação das informações, coibir fraudes e evitar a deterioração de valor do mercado como um todo.

Outros argumentos que sustentam a produção insuficiente de informações no cenário não regulado incluem o desincentivo dos administradores para realizarem a divulgação de informações consideradas ruins, a preocupação concorrencial com a repercussão de dados sensíveis<sup>123</sup> e a perda de espaço no mercado.

### 1.2.2 A correção da falha de mercado: informação como bem público

Outro argumento utilizado para justificar e defender o sistema mandatório de divulgação de informações tem sido a alegação da natureza de bem público da informação o que cria uma falha de mercado<sup>124</sup>. Bem público é um bem passível de ser utilizado

---

<sup>122</sup> O estudo de Akerlof é exposto na verdade, com o exemplo do mercado de carros usados nos Estados Unidos, no qual fica ainda mais evidente o interesse dos vendedores em vender o produto para receber sua comissão e, portanto, em omitir quaisquer defeitos que o carro tenha. Sem saber quais vendedores dizem a verdade sobre o produto oferecido e quais tentam esconder graves defeitos dos veículos, os consumidores que precisam e decidem entrar neste mercado têm ciência de referido aspecto e tendem a desconfiar de todas as informações apresentadas pelos vendedores, de modo que os preços pagos pelos veículos vão se tornando cada vez menores, reduzindo, portanto, o estímulo e as perspectivas de vendas dos vendedores de bons carros usados. Neste sentido, AKERLOF, George. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 84, n° 3, 1970, p. 495, “*But good cars and bad cars must still sell at the same price - since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good car and a bad car. It is apparent that a used car cannot have the same valuation as a new car if it did have the same valuation, it would clearly be advantageous to trade a lemon at the price of new car, and buy another new car, at a higher probability ‘q’ of being good and a lower probability of being bad. Thus, the owner of a good machine must be locked in. Not only is it true that he cannot receive the true value of his car, but he cannot even obtain the expected value of a new car. (...) bad cars drive out the good because they sell at the same price as good can; similarly, bad money drives out good because the exchange rate is even. But the bad cars sell at the same price as good cars since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good and a bad car; only the seller knows*”. Para Bernard S. Black, o caso dos limões é mais aplicável ao mercado de valores mobiliários do que ao exemplo de carros usados de Akerlof, dada a maior dificuldade de acesso e análise às informações. Na aquisição dos carros usados, o adquirente teria, ao menos, a oportunidade de olhar o carro ou fazer um *test drive*, por exemplo. Neste sentido, BLACK, Bernard S. “The Core Institutions that Support Strong Securities Markets”. Stanford Law School, **John M. Olin Program in Law and Economics**, working paper n° 200, 2000, p. 3, “*securities markets are a vivid example of a market for lemons. Indeed, they are a far more vivid example than George Akerlof’s original example of used cars. Used car buyers can observe the car, take a test drive, have a mechanic inspect the car, find out about others’ experiences with the same car model or manufacturer. By comparison, a company’s shares, when it first goes public, are like a unique, unobservable car, on which investors can obtain only dry written information, that they can’t directly verify. They have only the comfort of knowing that other, similarly informed investors have reached similar conclusions about value*”.

<sup>123</sup> HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. “Issuers and Investor Protection”. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**, 2ª Ed. Londres: Oxford University Press, 2009, p. 278.

<sup>124</sup> MANKIW, N. Gregory. **Principles of Economics**, 6ª Ed. South-Western Cengage Learning, 2011. “*Economists use the term market failure to refer to a situation in which the market on its own fails to produce*

indistintamente por todos, incluindo aqueles que não contribuíram com os custos de sua produção, aquisição e desenvolvimento, sendo que o uso por um não diminui ou afeta o uso pelos demais. Exemplos clássicos de bens públicos incluem parques e a televisão aberta. Considerando que todos podem utilizar independente da contribuição com os custos (“*free ride*”), passa a existir um incentivo ao não pagamento por eles e, por isso, tendem a ser menos produzidos<sup>125</sup>.

Quando aplicado o conceito de bem público à informação no mercado, isso significa que aquele que procura e produz a informação não consegue obter toda a vantagem econômica de sua descoberta. Uma vez divulgada, muitos a utilizam sem remunerar aquele que incorreu nas despesas. Desta forma, os incentivos para a procura da informação serão menores<sup>126-127</sup>.

---

*an efficient allocation of resources. As we will see, one possible cause of market failure is an externality, which is the impact of one person's actions on the well-being of a bystander”.*

<sup>125</sup> Sobre o conceito de bem público: COFFEE, John C. “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”. **Virginia Law Review** (Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation), vol. 70, n° 4, 1984, p. 725, “*The key characteristic of a public good is the non-excludability of users who have not paid for it; people benefit whether or not they contribute to the costs of acquiring the good, in part because the consumption of the good by one user does not diminish its availability to others. Public parks, public television, and the national defense establishment are all examples of public goods. Because people can “free ride” on others’ payments, they have an incentive to underpay, even though they may consider these goods vitally important and would be willing to purchase them in the open market if they were unable to free ride. The net result is that public goods tend to be underprovided.*”; p. 725, nota de rodapé n° 23, “*Technically, a public good is characterized by both nonexcludability and indivisibility - the latter term meaning that use or consumption of the good by one user does not diminish it for others. Thus, once a public park is built, it is infeasible to exclude citizens who did not contribute taxes or contributions toward its construction. Moreover, such citizens’ use of the park does not diminish its availability to others*”; COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and Economics**. Harper Collings Publishers, 1988, p. 46, “*The third thing that can lead to market failure is the presence of a commodity called a “public good”. A public good is a commodity with two very closely characteristics: first, consumption of the good by one person does not leave less for any other consumer, a situation sometimes referred to as “non-rivalrous consumption”; and second, the costs of excluding non-paying beneficiaries who consume the good are so high that no private profit-maximizing firm is willing to supply the good. (...) Because of these two characteristics, public goods are not likely to be provided at all by the market, or if they are privately provided, provided in less than socially optimal amounts.*” (informação reiterada, em outros termos em COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and Economics**, 6ª Ed. Berkeley Law Books, 2016, pp. 40-41. o direito administrativo brasileiro, o bem público a que nos referimos seria aproximadamente equivalente aos bens de uso comum do povo, conforme previsto no artigo 99, inciso I, do Código Civil. Neste sentido, MEDAUAR, Odete. **Direito Administrativo Moderno**, 17ª Ed., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013, p. 279, “*Típico desses bens é a utilização geral, realizada por pluralidade de pessoas não individualizadas. Vigora, então, o pleno direito ao uso comum, pois, de regra, independe de consentimento da Administração*”.

<sup>126</sup> COFFEE, John C. “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”. **Virginia Law Review** (Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation), vol. 70, n° 4, 1984, p. 726.

<sup>127</sup> Para Jack Hirshleifer, a produção de informações públicas gera efeito distributivo no mercado, mas isso não necessariamente leva à sua produção por agentes privados. Neste sentido, HIRSHLEIFER, Jack. “The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity”. **The American Economic Review**, vol. 62, n° 4, 1971, p. 568.

A falha de mercado gerada pelos bens públicos pode ser corrigida de duas formas, as autoridades governamentais competentes podem subsidiar o setor privado na produção desses bens ou podem coordenar, por si mesmas, a produção de tais bens, absorvendo os custos envolvidos<sup>128</sup>. No caso da informação no mercado, a primeira alternativa teria sido escolhida ao se adotar uma regulamentação tornando a produção e a divulgação de informações pelos emissores obrigatória e reduzindo os custos de busca pela informação<sup>129</sup>.

### *1.2.3 Redução de custos de agência e impactos na governança*

Outro argumento para fundamentar a regulação obrigatória sobre a divulgação de informações – e, a nosso ver, o mais robusto fundamento - é o efeito positivo sobre a governança das companhias por meio da redução dos custos de agência e maior fiscalização sobre a administração<sup>130</sup>.

Inicialmente, vale lembrar a definição de custos de agência trazida pelo estudo de Michael C. Jensen e William H. Meckling, que seria o resultado da soma (i) dos custos incorridos pelo principal com o monitoramento do agente; (ii) dos custos incorridos na criação da relação entre principal e agente, de modo a assegurar que o agente mantenha seu comportamento em consonância com os interesses do principal; e (iii) perdas residuais incorridas pelo principal não evitadas pelos mecanismos de controle criados<sup>131</sup>.

---

<sup>128</sup> COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and Economics**, 6ª Ed. Berkeley Law Books, 2016, p. 41, “*How can public policy correct the market failure in the provision of public goods? There are two general correctives. First, the government may undertake to subsidize the private provision of the public good, either directly or indirectly through the tax system. An example might be research on basic science. Second, the government may undertake to provide the public good itself and to pay the costs of providing the service through the revenues raised by compulsory taxation. This is, in fact, how national defense is supplied*”.

<sup>129</sup> COFFEE, John C. “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”. **Virginia Law Review** (Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation), vol. 70, n° 4, 1984, p. 728.

<sup>130</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1048, “*Disclosure can help reduce the cost of monitoring promoter’s and manager’s use of corporate assets for self-interested purposes.*”

<sup>131</sup> JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”. **Journal of Financial Economics**, vol. 3, 1976, p. 305, “*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent. If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal. The principal can limit divergences from his interest by establishing appropriate incentives for the agent and by incurring monitoring costs designed to limit the aberrant activities of the agent. In addition in some situations it will pay the agent to expend resources (bonding costs) to guarantee that he will not take certain actions which would harm the principal or to ensure that the principal will be compensated if he does take such actions. However, it is generally impossible for the principal*

Uma vez sujeitos ao regime de divulgação mandatória de informações, os administradores teriam mais dificuldades para adotar medidas e práticas contrárias aos interesses da sociedade e estariam sujeitos a uma estrutura mais robusta de fiscalização. Neste sentido, Nelson Eizirik<sup>132</sup>:

*“A ampla divulgação de informações (o ‘disclosure’, ou transparência) constitui, desde os primórdios do moderno direito societário, um instrumento essencial de regulação das companhias, particularmente daquelas que recorrem ao mercado de capitais para o financiamento de suas atividades. Para os acionistas de companhias abertas, a transparência das informações financeiras reduz o risco de atuação incompetente ou desonesta dos administradores, assim como de utilização de informações privilegiadas”.*

Para Paul Mahoney, a regulação sobre a divulgação mandatória de informações poderia servir a dois objetivos distintos, ainda que complementares, quais sejam: (i) combater problemas de agência<sup>133</sup>; e (ii) melhorar a precificação dos valores mobiliários no mercado<sup>134</sup>. Em relação à redução dos custos de agência, o sistema de divulgação mandatória atua na diminuição do tempo em que as informações ficam na posse exclusiva dos administradores e demais *insiders*, limitando, portanto, o tempo disponível para os investidores incorrerem em custos para obtenção de tal informação na tentativa de “*beat the market*” e também as oportunidades de uso pelos *insiders* da informação para seu benefício

---

*or the agent at zero cost to ensure that the agent will make optimal decisions from the principal’s viewpoint. In most agency relationships the principal and the agent will incur positive monitoring and bonding costs (non-pecuniary as well as pecuniary), and in addition there will be some divergence between the agent’s decisions and those decisions which would maximize the welfare of the principal. The dollar equivalent of the reduction in welfare experienced by the principal due to this divergence is also a cost of the agency relationship, and we refer to this latter cost as the “residual loss”. We define agency costs as the sum of: (1) the monitoring expenditures by the principal, (2) the bonding expenditures by the agent, (3) the residual loss”.*

<sup>132</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 157.

<sup>133</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1053.

<sup>134</sup> Para Paul Mahoney, o sistema norte-americano de divulgação mandatória de informações regulado pela SEC estaria evoluindo no sentido de privilegiar informações voltadas ao sistema de “*accuracy-enhancement*”, o que seria uma progressão indesejada, pois o sistema não consegue atingir esses objetivos. Neste sentido, MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, pp. 1049 e 1111, respectivamente, “*The United States securities laws give the Securities and Exchange Commission (“SEC”) the authority to alter the details of the disclosure system. It has done so in ways that diverge from the agency cost model and increasingly favor the accuracy enhancement model. (...) I argue, however, that the shift toward accuracy enhancement has been normatively undesirable*” e “*The existing mandatory disclosure system in the United States was not designed to provide all value-relevant information to all market participants, and after sixty years it remains rather far from that goal. Rather, the system was an incremental change from a long-standing set of judicial doctrines that were designed to combat a specific agency problem-the promoter problem*”.

econômico<sup>135</sup>. Com este objetivo, o foco da regulação deveria ser na divulgação de informações relacionadas às relações entre os agentes e a companhia, como, por exemplo, dados periódicos sobre a participação e transações de diretores, membros do conselho e administradores com a companhia, sua remuneração e principais condições de trabalho. Em vista disso, as informações a serem divulgadas tenderiam a ser mais objetivas, pois voltadas para um fim específico e determinado, ou seja, “*Agency information is limited in scope, can be described with reasonable precision, and is not costly to produce; in addition, its relevance does not vary dramatically among firms*”<sup>136</sup>.

Já em relação à outra finalidade de melhoria da precificação dos valores mobiliários no mercado (“*accuracy-enhancing system*”), as informações de divulgação obrigatória tenderiam a ser mais amplas e em maior volume, tendo em vista a dificuldade de delimitação de quais seriam efetivamente relevantes para a melhor precificação. Haveria, portanto, maior espaço para subjetividade na definição das informações de divulgação obrigatória, na interpretação, pelas companhias, do que divulgar e na comparação entre as divulgações realizadas por diferentes emissores<sup>137</sup>, o que potencialmente resultaria na divulgação excessiva de informações. Para Edmund Kitch, o “*accuracy-enhancement system*”, embora

---

<sup>135</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1098, “*The more quickly the information reaches the public, the less time traders have to profit from the information, and (perhaps) the less investment traders will make in trying to beat the clock*”.

<sup>136</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1094.

<sup>137</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1094, “*The set of arguably relevant information is vast. Not only is the sheer volume immense, but it is difficult to specify ex ante what types of information are relevant without engaging in overkill*”.

um objetivo da regulação<sup>138</sup>, não pode ser a sua exclusiva finalidade<sup>139</sup>, justamente pela dificuldade de atingimento de tal fim.

Para Paul G. Mahoney, o sistema mandatório de divulgação de informações se justifica desde que voltado para um objetivo que tenha capacidade de atingir por meio da divulgação de informações específicas, isto é, a redução dos custos de agência<sup>140-141</sup>. Adicionalmente, considerando que o sistema de “*accuracy-enhancing information*” envolveria mais custos de compilação, organização e divulgação de informações em relação ao sistema do “*agency information*”<sup>142</sup>, caberia questionar se esses custos mais elevados seriam justificáveis vis-à-vis os benefícios gerados. Uma alternativa possível, portanto, seria

---

<sup>138</sup> Para Kitch, o conceito de que o “*accuracy-enhancement system*” deve ser o objetivo da regulação sobre divulgação obrigatória de informações pode ser defendido e justificado por uma série de proposições, por exemplo, o interesse social de que os preços do mercado sejam determinados de forma precisa e a possibilidade de o mercado precificar os ativos negociados de modo a otimizar a comparação entre os benefícios decorrentes do preço mais preciso e os custos incorridos pelos participantes do mercado para produção das informações. Neste sentido, KITCH, Edmund W. “The Theory and Practice of Securities Disclosure”. **Brooklin Law Review**, vol. 61, 1995, pp. 773 e ss. Não obstante, o autor alega que há diversas falhas no sistema voltado ao “*accuracy-enhancement*” conforme proposto, pois, dentre outros, requer-se a divulgação apenas de uma pequena porção das informações que são realmente relevantes e há o risco de responsabilização pelas informações divulgadas caso sejam incompletas ou possam induzir a erro. Além disso, outra dificuldade é que a mesma informação necessária para a correta precificação é a informação usada pelos competidores para retirar valor da companhia. Neste sentido, KITCH, Edmund W. “The Theory and Practice of Securities Disclosure”. **Brooklin Law Review**, vol. 61, 1995, p. 848, “*The problem with accuracy enhancement as the normative goal for securities disclosure is that the very information that will enable investors to value the corporation is information that can and will be used by competitors and others to decrease the value of the issuer*”. De outro lado, o autor também pontua que, caso se admitam exceções na divulgação de informações em benefício dos negócios, os investidores enfrentariam dificuldades para analisar o material que tiver sido disponibilizado. Neste sentido, KITCH, Edmund W. “The Theory and Practice of Securities Disclosure”. **Brooklin Law Review**, vol. 61, 1995, p. 852, “*It is impossible to provide disclosures that purport to reveal all material information relevant to the value of a business while permitting the omission of relevant information because of the need for secrecy. The investor cannot use the resulting document as an authoritative guide to the value of the issuer, since he cannot even determine what is omitted*”.

<sup>139</sup> KITCH, Edmund W. “The Theory and Practice of Securities Disclosure”. **Brooklin Law Review**, vol. 61, 1995, p. 770, “*although the goal of accuracy-enhancement has had a significant impact on the disclosure reform agenda over the last quarter century, accuracy enhancement cannot be the only goal that must be served by a rational disclosure system*”.

<sup>140</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1049.

<sup>141</sup> Para o autor, as informações divulgadas no âmbito do sistema de “*accuracy-enhancement*” não teriam papel relevante na redução dos custos de agência e controle dos chamados “*promoter problems*”. Desta forma, a manutenção desse objetivo e dessas informações de divulgação mandatória deveria ser objeto de análise tendo em vista os custos demandados para sua produção. Cabe destacar que essa posição de Mahoney é questionada por Michael G. Guttentag, que alega que as informações relacionadas ao sistema de “*accuracy-enhancement*” podem contribuir para a redução dos custos de agência, pois melhoram a precificação dos valores mobiliários e, com isso, são reduzidas as oportunidades de os administradores lucrarem com as ações das companhias. Neste sentido, GUTTENTAG, Michael D. “An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies”. **Florida State University Law Review**, vol. 32, n° 1, 2004, pp. 161-162.

<sup>142</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1094, “*No one would dispute the fact that a disclosure system predicated on accuracy enhancement is much more costly than one limited to a small amount of agency information*”.

limitar a divulgação obrigatória a matérias essenciais vinculadas ao objetivo de prevenir problemas de agência e deixar as demais matérias sem regulação.

No mesmo sentido, segundo Merrit B. Fox, a melhor justificativa do sistema mandatório diz respeito aos seus impactos sobre a governança das companhias<sup>143</sup>. Para o autor, a divulgação de informações auxilia os acionistas a (i) tomarem melhores decisões e a exercerem o seu direito de voto de modo mais informado e consciente da atuação dos administradores e das oportunidades de investimento<sup>144</sup>; e (ii) facilitam a adoção de medidas coercitivas e de incentivo ao cumprimento dos deveres fiduciários pelos administradores, auxiliando inclusive no suprimento de informações em caso de ajuizamento de ações de responsabilização contra diretores e gestores<sup>145</sup>.

Segundo o autor, são quatro frentes distintas que ajudam no controle da atuação dos administradores, todas decorrentes da melhor precificação dos valores mobiliários (consequência da disseminação de informações), sendo elas (i) o aquecimento do mercado interessado na compra hostil de controle acionário (“*hostile takeovers*”), o que tende a gerar maior comprometimento dos administradores, que passam a temer a implementação de projetos mais arriscados e, portanto, a prática de condutas questionáveis<sup>146</sup>; (ii) a diminuição do risco relativo à remuneração baseada em ações que passa a ser melhor aceita pelos administradores, o que contribui para um menor desalinhamento de interesses entre gestão e propriedade<sup>147</sup>; (iii) a melhoria dos investimentos no mercado de forma geral, pois os preços dos valores mobiliários passam a ser usados como referência para a decisão de investimento

---

<sup>143</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999, p. 115, “*Contrary to popular belief, however, the main social benefit of required disclosure is its influence on corporate governance. Investor protection is a worthy goal of securities legislation, but it is not a persuasive justification for the affirmative regulation of issuer disclosure*”.

<sup>144</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999, p. 116, “*The most obvious illustration of the influence of required disclosure on corporate governance relates to its ability to assist shareholders in effectively exercising their voting franchise*”. No mesmo sentido, HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. “Issuers and Investor Protection”. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**, 2ª Ed. Londres: Oxford University Press, 2009, p. 280, “*On the governance side, informed shareholders can better exercise their decision and appointment rights*”.

<sup>145</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999, pp. 118-119, “*Without required disclosure, most suits - even the ones against managers who did breach their duties - would inevitably start out as 'fishing expeditions'*”.

<sup>146</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999, pp. 120-121, “*Greater disclosure thus makes the hostile takeover threat more real. Incumbent managers will be less tempted to implement negative net-present-value projects to maintain or enlarge their empires or to operate existing projects in ways that sacrifice profits to satisfy their personal aims. Those that nevertheless do these things are more likely to be replaced*”.

<sup>147</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999, p. 121.

e evitam a seleção adversa<sup>148</sup>; e (iv) a facilitação na obtenção de financiamentos externos, o que fortalece a posição das companhias que passam a ser avaliadas pelo mercado e pelos terceiros financiadores<sup>149</sup>.

Outra consequência do regime mandatório de divulgação de informações destacado pelo autor diz respeito ao aumento da consciência e da ciência dos administradores em relação às informações da companhia, uma vez que, sem o sistema de *disclosure*, provavelmente haveria uma menor preocupação na organização e na revisão dos dados sobre a atuação da companhia<sup>150</sup>.

John Coffee Jr. destaca que, ainda que a companhia implemente mecanismos para reduzir os problemas de agência e melhorar o alinhamento de interesses entre gestão e controle, não seria suficiente para evitar comportamentos oportunistas por parte dos administradores<sup>151</sup>. O autor chama a atenção para outra questão bastante discutida no início da década de 80 que foi a aquisição do controle das companhias pelos próprios administradores, o chamado “*leveraged buyout*” ou “*LBO*”<sup>152</sup>. Para ele, na falta de um sistema mandatório de divulgação de informações, a realização de LBOs tenderia a ser maior, pois os administradores poderiam manipular a divulgação de informações para manter os preços dos valores mobiliários mais altos ou baixos, conforme a intenção do LBO pretendido. Na vigência de um sistema mandatório de divulgação de informações, caso a proposta do LBO não parecesse adequada, haveria grandes chances da apresentação de propostas concorrentes por terceiros e, portanto, da realização de uma aquisição por um preço mais “justo”<sup>153</sup>.

---

<sup>148</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999, p. 121, “*Required disclosure, with its resulting increase in share-price accuracy, can also improve the selection of proposed new investment projects in the economy by directly affecting the investment behavior of individual firms*”.

<sup>149</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999, p. 122.

<sup>150</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999, p. 123, “*When managers have the legal obligation to disclose certain information, they may have to gather and analyze information they would otherwise ignore*”.

<sup>151</sup> COFFEE, John C. “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”. **Virginia Law Review** (Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation), vol. 70, n° 4, 1984, p. 738.

<sup>152</sup> COFFEE, John C. “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”. **Virginia Law Review** (Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation), vol. 70, n° 4, 1984, pp. 740, “*The leveraged buyout (LBO) is a technique for the purchase of the firm by its management (with possibly a few equity investors) by mortgaging the firm’s assets to secure financing for the purchase price*”.

<sup>153</sup> COFFEE, John C. “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”. **Virginia Law Review** (Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation), vol. 70, n° 4, 1984, pp. 740-742.



Neste mesmo sentido, o *disclosure* parece contribuir para a redução dos benefícios privados do controle e também para a diminuição dos desvios eventualmente praticados por administradores e sócios controladores. A maioria das companhias abertas do mundo tem uma estrutura de controle concentrada<sup>154</sup> e há evidências empíricas de que desvios de recursos das companhias por acionistas controladores, bem como do recebimento, por tais acionistas, de benefícios adicionais de controle são ocorrências comuns no direito societário<sup>155</sup>. Isto posto, o regime de divulgação mandatória de informações exerce o papel de controlar essas práticas, uma vez que quanto mais informação disponível ao mercado sobre aspectos financeiros, operacionais e de propriedade, melhores são as chances de acionistas, investidores e órgãos reguladores controlarem e evitarem desvios<sup>156</sup>. Vale lembrar a síntese de Louis Loss a respeito do impacto do *disclosure* na atuação dos administradores das companhias, “*the indirect regulatory effect of a policed system of full and fair disclosure should not be underestimated: people who are forced to undress in public will presumably pay some attention to their figures*”<sup>157</sup>.

---

<sup>154</sup> LAPORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. “Law and Finance”. **Journal of Political Economy**, vol. 106, n° 1113, 1998, pp. 1146-1151. Os autores conduziram uma pesquisa comparando os direitos dos acionistas assegurados por legislações do mundo. Em relação ao tema de concentração de controle, eles fizeram o recorte de análise das dez maiores companhias abertas, domésticas, totalmente privadas e não financeiras de cada um dos 49 (quarenta e nove) países analisados espalhados entre Europa, América do Norte e do Sul, África, Ásia e Austrália. Dentro da limitação proposta, foram identificadas concentrações de controle em 45 (quarenta e cinco) países. Os resultados indicados confirmam ainda a relação entre maior concentração de controle e menores direitos assegurados aos investidores no sistema legal de governança corporativa.

<sup>155</sup> FERRELL, Allen. “The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004, pp. 11-12, “*The empirical evidence strongly indicates that diversion of corporate resources by controlling shareholders is an economically important and widespread phenomenon, including in countries that have developed economies*”. Sobre a existência e medição dos benefícios privados de controle, NENOVA, Tatiana. “The Value of Corporate Votes and Control Benefits”. **Journal of Financial Economics**, vol. 104, 2003, p. 2, “*The property rights literature (e.g. Jensen and Meckling 1976) maintains that parties in possession of control over a corporation, namely the CEO or a dominant shareholder, can extract private benefits of control at the expense of firm value accruing to dispersed shareholders. Examples of such benefits are influence over who is elected on the Board of Directors or in the CEO position, the power to build business empires, the ability to transfer assets to other corporate entities or consume perquisites at the expense of the firm*”. Sobre a situação brasileira, há estudos que apontam a presença de benefícios privados de controle, vide: DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. “Private Benefits of Control: An International Comparison”. **The Journal of Finance**, vol. 59, n° 2, 2004, pp. 537-600.

<sup>156</sup> FERRELL, Allen. “The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004, p. 13, “*The more information available about a firm’s operations, assets and ownership, the easier it is for shareholders and regulators to uncover when, how and to whom diversion is occurring*”.

<sup>157</sup> LOSS, Louis. **Fundamentals of Securities Regulation**. Boston: Little, Brown and Company, 1983, p. 36.

#### 1.2.4 Combate à fraude, proteção ao investidor e outras justificativas

A justificativa que deu origem à regulação do mercado por meio da obrigatoriedade de divulgação de informações foi primordialmente a necessidade de combate à fraude e de proteção ao investidor, no contexto pós queda da bolsa de Nova Iorque em 1929, como já mencionado. Até mesmo antes da década de 30, a criação das “*blue sky laws*” pelos estados foi uma resposta a essa preocupação. Começando em 1911 até 1933, todos os estados dos Estados Unidos, exceto Nevada, tinham promulgado uma legislação regulando o mercado<sup>158</sup>.

A justificativa de combate à fraude e proteção ao investidor acabam se relacionando com o elemento de confiança que é tido como necessário para o funcionamento do mercado. Para Lynn A. Stout, a confiança dos investidores é fundamental para a manutenção e funcionamento do mercado e para que ela exista, algum nível de proteção pela regulação é necessário<sup>159</sup>. A necessidade de proteção ao investidor resulta, então, da necessidade de proteção do mercado para a manutenção da confiança dos participantes no sistema<sup>160</sup>.

Outros efeitos relacionados ao sistema de divulgação mandatória de informações é o aumento da competição por recursos externos entre as companhias e a melhor alocação dos recursos no mercado<sup>161</sup>. Assim, considerando que um maior número de companhias passa a ser regulada, os recursos externos passam a ser uma opção mais viável e elas começam a competir por eles.

---

<sup>158</sup> SELIGMAN, Joel. “The historical need for a mandatory disclosure system”. **The Journal of Corporation Law**, vol. 9, n° 1, 1983, p. 18.

<sup>159</sup> STOUT, Lynn A. “The Investor Confidence Game”. **Brooklin Law Review**, vol. 68, n° 2, 2002, p. 431, “*to maintain a large and thriving public securities market, perhaps we must pay attention to the needs of the trusting investor. And one of the first things the trusting investor needs, quite bluntly, is at least some degree of government-imposed investor protection*”.

<sup>160</sup> STOUT, Lynn A. “The Investor Confidence Game”. **Brooklin Law Review**. vol. 68, n° 2, 2002, p. 420, “*American investors must believe that somehow the legal system constrains these individuals sufficiently that the benefits of investing outweigh the risks. They must believe that the regulators are regulating, and the watchdogs are watching. In other words, investors may not need to trust people before they are willing to give up their hard-earned dollars. But they must at least trust the system*”. Vale destacar que a análise de Lynn A. Stout é feita com base no mercado norte-americano em que, segundo o artigo, investidores individuais detêm aproximadamente 50% (cinquenta por cento) das ações emitidas pelas companhias americanas.

<sup>161</sup> Esse argumento é apresentado por Allen Ferrel ao alegar que o sistema de divulgação mandatória de informações é capaz de reduzir os custos de financiamento externo da companhia, ao reduzir (i) a seleção adversa, que consiste no desconto incidente sobre os valores mobiliários, tendo em vista a pouca informação disponível e a desconfiança natural quanto à sua qualidade; (ii) o nível de informações privadas detidas pelos intermediários, tendo em vista que valores mobiliários com alto nível de informação privada tendem a gerar retornos mais altos e, portanto, têm um maior custo de capital; e (iii) o nível esperado de desvio dos recursos sociais, o que contribui para que a companhia possa assegurar um maior retorno ao seu investidor. Neste sentido, FERRELL, Allen. “The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004, pp. 18-20.

Em relação ao segundo aspecto, para John Coffee Jr., o melhor argumento para justificar o sistema mandatário de divulgação de informações seria a redução da dispersão dos preços e a consequente melhor alocação dos recursos<sup>162</sup>. Tendo em vista a natureza de bem público da informação, já explorada neste trabalho, o regime de divulgação mandatária de informações reduz os custos da busca por informações e, portanto, passa a permitir que os recursos do mercado sejam melhor alocados nas companhias de maior rentabilidade para o nível escolhido de risco.

Finalmente, cabe ainda destacar que o regime mandatário de divulgação de informações tem relação direta com a hipótese dos mercados eficientes<sup>163</sup>. Desenvolvida por Eugene F. Fama no final da década de 60, a teoria parte da premissa de que a principal função do mercado de capitais é permitir a alocação eficiente dos recursos e determina que o mercado é eficiente quando os preços refletem a totalidade das informações disponíveis<sup>164</sup>.

---

<sup>162</sup> John Coffee Jr. destaca o trabalho desenvolvido pelos analistas de mercado como uma mudança significativa no cenário do mercado de capitais em relação à década de 30, em que foram criadas o *Securities Act* e o *Securities Exchange Act*. Para ele, devido à natureza de bem público das informações, o analista ao exercer seu papel de buscar informações disponíveis fora do emissor e checar aquelas disponibilizadas pelo emissor, não seria capaz de aferir todo o benefício decorrente de tal trabalho. Neste sentido, ao, por exemplo, emitir um relatório de investimento para investidores institucionais mais sofisticados, esses próprios receptores, após usarem a informação em benefício próprio, teriam incentivos para disponibilizá-la a outros a fim de gerar rumores no mercado. Esses outros, por sua vez, seriam “*free riders*” e não remunerariam o analista por seu papel. A tendência seria, portanto, no sentido do déficit na produção de informação. Com o sistema mandatário, parece haver uma redução dos custos do analista, pois há uma redução nos custos de busca por informações. Consequentemente, os recursos do mercado de capitais passam a ser melhor alocados e evitam duplicação de custos para busca de informações. Além disso, o autor destaca que diversos estudos comprovaram que a regulação sobre o sistema mandatário de divulgação de informações contribuiu para a redução da dispersão dos preços, o que comprova a melhor eficiência alocativa. Neste sentido, COFFEE, John C. “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”. *Virginia Law Review* (Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation), vol. 70, n° 4, 1984, pp. 725-728, “*if market forces are inadequate to produce the socially optimal supply of research, then a regulatory response may be justified*”. Sobre a dispersão de preços no mercado, STIGLER, George. “The Economics of Information”. *Journal of Political Economy*, vol. 69, n° 3, 1961, p. 214, “*Price dispersion is a manifestation and, indeed, it is the measure-of ignorance in the market*”.

<sup>163</sup> GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. “The Mechanisms of Market Efficiency”. *Virginia Law Review*, vol. 70, 1984, p. 549, “*Of all recent developments in financial economics, the efficient capital market hypothesis (“ECMH”) has achieved the widest acceptance by the legal culture*”.

<sup>164</sup> Fama desenvolve três métodos para verificação da eficiência do mercado. Os testes são conhecidos como “fraco”, em que o preço reflete apenas as informações passadas sobre o emissor sem considerar, portanto, as perspectivas futuras; “semi-forte”, em que o preço reflete todas as informações públicas disponíveis e “forte”, em que o preço reflete todas as informações públicas e privadas. Neste sentido, FAMA, Eugene F. “Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work”. *The Journal of Finance*, vol. 25, n° 2, 1970, p. 388, “*The initial studies were concerned with what we call weak form tests in which the information subset of interest is just past price (or return) histories. Most of the results here come from the random walk literature. When extensive tests seemed to support the efficiency hypothesis at this level, attention was turned to semi-strong form tests in which the concern is the speed of price adjustment to other obviously publicly available information (e.g., announcements of stock splits, annual reports, new security issues, etc.). Finally, strong form tests in which the concern is whether any investor or groups (e.g., managements of mutual funds) have monopolistic access to any information relevant for the formation of prices have recently appeared*”. Mais tarde, no início da década de 90, Fama revisitou a sua divisão e fez algumas alterações nos testes de eficiência. O original teste “fraco” passou a incluir uma análise mais geral de previsibilidade de retorno e a ser conhecida

<sup>165</sup>. Desta forma, o sistema mandatório de divulgação de informações contribuiria para a eficiência informacional do mercado<sup>166</sup>, vejamos:

*“The primary role of the capital market is allocation of ownership of the economy’s capital stock. In general terms, the ideal is a market in which prices provide accurate signals for resource allocation: that is, a market in which firms can make production-investment decisions, and investors can choose among the securities that represent ownership of firms’ activities under the assumption that security prices at any time “fully reflect” all available information. A market in which prices always “fully reflect” available information is called “efficient””<sup>167</sup>.*

---

como tal, o original teste “semi-forte” passou a ser conhecido como teste de eventos e o original teste “forte” passou a ser denominado teste para informação privada. Neste sentido, FAMA, Eugene F. “Efficient Capital Markets II”. **The Journal of Finance**, vol. 46, n° 5, 1991, pp. 1576-1577, “*Instead of weak-form tests, which are only concerned with the forecast power of past returns, the first category now covers the more general area of tests for return predictability, which also includes the burgeoning work on forecasting returns with variables like dividend yields and interest rates. (...) For the second and third categories, I propose changes in title, not coverage. Instead of semi-strong-form tests of the adjustment of prices to public announcements, I use the now common title, event studies. Instead of strong-form tests of whether specific investors have information not in market prices, I suggest the more descriptive title, tests for private information*”. Para James Cox, a forma “fraca” da eficiência do mercado foi a primeira a ser mais investigada e, com certa consistência, ficou verificado que os preços sucessivos de um valor mobiliário são independentes uns dos outros. Desta forma, não seria possível prever o preço futuro tendo informações do passado exclusivamente. Essa constatação deu início à conhecida “*random walk theory*”. Contudo, essa análise não é incompatível com o fato de que os preços negociados respondem à ocorrência de eventos com a companhia emissora e às informações divulgadas. A forma “semi-forte” da eficiência dos mercados existe, como já apontado, se os preços dos valores mobiliários refletirem a totalidade das informações públicas disponíveis. A premissa é a de que os investidores e analistas irão analisar as informações públicas a fim de verificar quais títulos estão super-precificados ou sub-precificados. Considerando, porém, que o preço já reflete a informação pública, passa a ser questionável a necessidade de análise das informações pelos investidores e analistas. Já em relação à forma “forte”, na qual os preços negociados no mercado refletiriam todas as informações públicas e privadas, não há evidências de que isso efetivamente ocorra. Sobre este tema, COX, James D.; HILMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities Regulation: Cases and Materials**. New York: Aspen Publishers, 2006, pp. 106-107, “*The three forms of market efficiency are counter to well-recognized trading strategies. The weak form of market efficiency is inconsistent with the efforts of chartists who plot past stock price movements to shed light on tomorrow’s market play; the semi-strong form of market efficiency rejects the notion that securities are under or overpriced in the market; and if the strong form of market efficiency were true, then a lot of effort has been misspent recently prosecuting individuals for insider trading*”.

<sup>165</sup> Vale destacar que existe certa discussão sobre o conceito de “eficiência do mercado”. Como esse tópico não é objeto do presente estudo, teceremos apenas uma breve consideração. Uma definição já apresentada pela doutrina diz respeito à relação entre preço e informação. Neste cenário, o mercado seria eficiente caso, em relação a determinada informação, o preço negociado para o valor mobiliário for o mesmo pelo qual ele seria negociado se todos tivessem a mesma informação. Para Beaver, dentre outros pontos positivos, esse conceito se aplica no cenário em que os indivíduos têm crenças e informações diferentes, o que se aproximaria mais da realidade, e deixa o conceito de que o preço “reflete totalmente” as informações mais claro e menos aberto. Neste sentido, BEAVER, William H. “Market Efficiency”. **The Accounting Review**, vol. LVI, n° 1, 1981, p. 35.

<sup>166</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, p. 7, “*The federal securities laws promote market efficiency by requiring that information be made available to the market for investment decisions*”.

<sup>167</sup> FAMA, Eugene F. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. **The Journal of Finance**, vol. 25, n° 2, 1970, p. 383.

### 1.3 Questionamentos ao regime de divulgação obrigatória de informações

De outro lado, estão os argumentos daqueles que se posicionam contrariamente ao regime de divulgação mandatória de informações, seja por entenderem que ele é desnecessário, que ele não atende aos objetivos propostos ou simplesmente porque os seus custos não compensam os supostos benefícios.

Além dos argumentos que serão apresentados nesta parte do trabalho, cumpre destacar os estudos conduzidos principalmente por Stigler, Benston, dentre outros já mencionados, que foram responsáveis por um primeiro movimento de críticas ao sistema, apontando, por meio de pesquisa empírica, a falta de comprovação de que a regulação traria benefícios e melhores resultados ao mercado.

#### 1.3.1 Os incentivos à divulgação voluntária de informações

Uma das principais justificativas para a existência do sistema mandatório é a de que, na sua ausência, a produção e a divulgação de informações pelas companhias seria insuficiente. Em relação a este aspecto, se, de um lado, há de se reconhecer os desincentivos de divulgação como descritos na seção anterior do presente trabalho, de outro, essa visão tende a desconsiderar os incentivos à divulgação voluntária de informações existentes em função da própria dinâmica do mercado.

Como incentivo primário e natural à divulgação espontânea e voluntária de informações por emissores de valores mobiliários estaria o interesse na captação de investidores. Desta forma, alegadamente haveria um incentivo para a redução da assimetria informacional existente entre emissores e *insiders* e o mercado.

Não obstante as considerações acima, em especial de George Akerlof, para os professores Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel, a existência de um mercado com assimetria de informação por si só não deveria levar à conclusão de que a regulação sobre a divulgação de informações seria necessária<sup>168</sup>. Para Easterbrook e Fischel, em um cenário

---

<sup>168</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. "Mandatory Disclosure and the Protection of Investors". *Virginia Law Review*, vol. 70, n° 669, 1984, pp. 675, "One cannot leap from the difficulties of a Market with

sem regulação, as companhias poderiam utilizar diversas estratégias para atrair a confiança dos investidores e sinalizar a qualidade dos seus ativos, o que afastaria o problema dos “limões” de Akerlof. Neste sentido, como já havia dito Benston, caso os administradores das companhias entendessem que a divulgação resultaria em benefício para os negócios, sendo a receita advinda dos investimentos superior aos custos de preparação da informação, haveria um incentivo natural na divulgação<sup>169</sup>.

Dentre os mecanismos que as companhias poderiam utilizar para se diferenciarem daquelas emissoras de valores mobiliários de pior qualidade estaria a contratação de auditoria financeira externa ou a realização da venda de seus valores mobiliários por meio de corretores ou bancos de investimento que fazem a avaliação dos prospectos, sendo que, neste caso, quanto maior o auditor ou o banco, maior a credibilidade de tal avaliação. Outras opções incluem ainda a outorga de ações a administradores, por meio de planos de opções de compra, por exemplo, a fim de aumentar o comprometimento dos gestores com os resultados da companhia e reduzir custos de agência. Pode-se falar ainda na emissão de títulos de dívida como meio de se demonstrar o baixo risco de crédito e de falência<sup>170</sup>.

Easterbrook e Fischel questionam ainda as justificativas mais clássicas para a existência do sistema mandatório de informações. Em primeiro lugar, destaca-se a alegação de que o sistema é necessário para manter a confiança no mercado, partindo-se da premissa de que, sem a regulação, haveria um elevado número de casos de fraude. Para os autores, falta, na verdade, a comprovação de que a regulação trouxe redução dos casos de fraudes e contribuiu positivamente para o aumento da confiança no mercado<sup>171</sup>. No tocante ao argumento de proteção aos investidores (em especial, aqueles não sofisticados), os professores destacam o papel do mercado na precificação dos valores mobiliários emitidos

---

*asymmetric information to the conclusion that there is need for regulation – even such mild regulation as a prohibition of fraud.”*

<sup>169</sup> BENSTON, George. “Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934”. **The American Economic Review**, vol. 63, n° 1, 1973, p. 134.

<sup>170</sup> EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984, p. 675. “*High quality firms must take additional steps to convince investors of their quality. One traditional step is to allow outsiders to review the books and records and to have these outsiders certify the accuracy of the firm’s representation. The accountant who certifies the books of many firms has a reputational interest – and thus a possible loss – much larger than the gains to be made from slipshod or false certification of a particular firm. Similarly, firms may sell their securities through investment bankers who inspect the firm’s prospects (...) The larger the auditor or investment banker relative to an issuer, the more effective these methods of verification are*”.

<sup>171</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984, pp. 692-693, “*The explanation cannot be that fraud reigns supreme in the absence of mandatory disclosure. We have shown above that it does not, and the proponents of mandatory disclosure have not established that there is lesser incidence of fraud with disclosure rules than with anti-fraud legislation alone*”.

e a influência que o comportamento dos investidores sofisticados exerce sobre os demais. Nesta lógica, caberia aos investidores não sofisticados se aproveitarem dos indícios do mercado, observar as práticas dos investidores mais sofisticados ou mesmo contratar profissionais para assessorá-los na gestão de seus ativos<sup>172</sup>. E finalmente, a terceira justificativa questionada é a da necessidade de informação para viabilizar a tomada de decisão pelo investidor, tendo em vista que esse argumento parte da premissa de que o preço irá refletir de modo imediato todas as informações divulgadas. Há que se considerar, no entanto, o custo da produção da informação para que seja possível investigar se os benefícios cobrem os custos<sup>173</sup>, bem como o tipo de informação cuja produção e divulgação é mandatória<sup>174</sup>.

Não obstante os questionamentos apresentados por Easterbrook e Fischel, considerando a falta de dados capazes de comprovar os benefícios do sistema, os autores ponderam que o sistema mandatório de divulgação de informações pode ser melhor do outras alternativas a ele<sup>175</sup>.

---

<sup>172</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984, p. 694, “*This argument is as unsophisticated as the investors it is supposed to protect. It disregards the role of markets in impounding information in prices. So long as informed traders engage in a sufficient amount of searching for information and bargains, market prices will reflect all the publicly available information*”.

<sup>173</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984, pp. 695-696.

<sup>174</sup> Em relação ao tipo de informação produzida, uma crítica comum de diversos autores em relação às normas de SEC diz respeito ao fato de que, por muitos anos, a SEC proibiu a divulgação de projeções pelas companhias sob o argumento de que seriam enganosas e levariam a decisões incorretas. Como as perspectivas de futuro também deveriam integrar a precificação dos valores mobiliários, essa postura foi bastante criticada. Neste sentido, EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984, p. 696; ROMANO, Roberta. “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”. **Yale Law Review**, vol. 107, n° 5, 1998, p. 2378. Historicamente, a SEC restringia a divulgação de projeções por parte das companhias. Em 1979, a comissão passou a permitir e mesmo incentivar a divulgação de projeções e previsões, mas devido às normas de responsabilização por não atingimento das metas, a mudança pouco contribuiu para a melhor divulgação desse tipo de informação. Apenas posteriormente foram criadas normas de isenção de responsabilidade (*safe harbour rules*) para o não cumprimento das projeções, esclarecendo que se tratavam de meras estimativas. No Brasil, o artigo 20 da ICVM 480 prevê que a divulgação de projeções e estimativas é facultativa. Caso o emissor decida fazê-lo, deverá incluí-las no formulário de referência com a indicação de que se tratam de dados hipotéticos e não promessas de desempenhos, devendo ser acompanhadas das suas premissas e metodologias. Além disso, as projeções divulgadas deverão ser revisadas periodicamente e quaisquer alterações nas premissas deverão ser informadas.

<sup>175</sup> EASTERBROOK, Frank H.; FISCHEL, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984, p. 714, “*we think, that there is no good evidence that the disclosure rules are beneficial. On the other hand, there is no good evidence that the rules are (a) harmful, or (b) very costly*”.

### 1.3.2 Outras propostas regulatórias

Alternativas regulatórias têm sido pensadas para lidar com a necessidade de um sistema de divulgação mandatória de informações e a necessidade da sua regulação, dentre as quais destacam-se as propostas voltadas para a possibilidade de o emissor escolher livremente a lei aplicável às suas transações ganharam certa repercussão.

Para Roberta Romano, a regulação em si não seria o problema, mas sim, a forma como ela é proposta com o monopólio federal sobre o sistema. Tendo em vista que, para a autora, há pouca evidência de que o regime federal atinge os objetivos aos quais se propõe<sup>176</sup>, ela sugere a existência de um sistema competitivo de legislações estaduais que versem sobre as normas antifraude, o registro de emissões de valores mobiliários e a divulgação de informações. Neste caso, as companhias poderiam escolher entre as legislações estaduais sobre o tema, que concorreria com a regulamentação federal, de que modo que apenas uma lei fosse aplicável às transações daquela emissora<sup>177</sup>. Para a autora, esta alternativa traria

---

<sup>176</sup> ROMANO, Roberta. “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”. **Yale Law Review**, vol. 107, n° 5, 1998, p. 2367, “*But a theoretical need for government regulation to prevent a market failure is not equivalent to a need for a monopolist regulator*”, p. 2428, “*The mandatory federal securities regime has been in place for over sixty years, but the theoretical support for it is thin, and there is no empirical evidence indicating that it is effective in achieving its stated objectives. In fact, there is a developing literature pointing in the opposite direction. At a minimum, this literature suggests that the securities status quo should no longer be privileged, and that it should instead be opened up to market forces by means of competitive federalism. Corporation codes have benefited from precisely such competition*”.

<sup>177</sup> ROMANO, Roberta. “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”. **Yale Law Review**, vol. 107, n° 5, 1998, pp. 2361-2362, “*This Article proposes extending the competition among states for corporate charters to two of the three principal components of federal securities regulation: the registration of securities and the related continuous disclosure regime for issuers; and the antifraud provisions that police that system. The third component, the regulation of market professionals, is not included in the proposed reform. (...) Under a system of competitive federalism for securities regulation, only one sovereign would have jurisdiction over all transactions in the securities of a corporation that involve the issuer or its agents and investors. The aim is to replicate for the securities setting the benefits produced by state competition for corporate charters – a responsive legal regime that has tended to maximize share value – and thereby eliminate the frustration experienced at efforts to reform the national regime. As a competitive legal market supplants a monopolist federal agency in the fashioning of regulation, it would produce rules more aligned with the preferences of investors, whose decisions drive the capital market*”. Para a autora, um desdobramento relevante deste regime seria a possibilidade de as companhias estrangeiras que desejassem negociar valores mobiliários no território norte-americano poderem escolher como lei aplicável às suas transações a lei do seu país de origem, a lei federal norte-americana ou a lei de qualquer estado norte-americano. Da mesma forma, companhias americanas que negociassem títulos fora do país não necessariamente carregariam consigo a legislação federal, mas a legislação do estado de sua escolha. Neste sentido, ROMANO, Roberta. “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”. **Yale Law Review**, vol. 107, n° 5, 1998, p. 2362, “*Foreign issuers selling shares in the United States could opt out of the federal securities laws and choose those of another nation, such as their country of incorporation, or those of a U.S. state, to govern transactions in their securities in the United States. The federal securities laws would also, of course, not apply to transactions by U.S. investors abroad in the shares of firms that opt for a non-U.S. securities domicile. Under*



diversas vantagens, como (i) a possibilidade de experimentação de regras, tendo em vista que cada estado poderia propor soluções diferentes para o mesmo problema, sendo a escolha dos emissores e investidores por determinada solução um sinal na direção do tratamento mais adequado<sup>178</sup>; (ii) a melhor flexibilidade para alteração das normas no âmbito estadual, em comparação com a legislação federal; e ainda (iii) o estímulo à criação de normas mais favoráveis aos interesses dos investidores, o que, na visão da autora, já teria ocorrido com as normas societárias<sup>179</sup>. Naturalmente a implementação de um sistema como esse demandaria muitas reformas legislativas e, para a autora, só funcionaria se o investidor tivesse necessariamente duas garantias: (i) o acesso à informação clara e acessível acerca da lei aplicável aos valores mobiliários em negociação; e (ii) a segurança de que a mudança da lei aplicável só seria possível mediante aprovação prévia dos titulares dos valores mobiliários<sup>180</sup>.

Stephen J. Choi e Andrew T. Guzman fazem uma proposta semelhante ao defenderem o sistema chamado de “*portable reciprocity*”, por meio do qual as companhias emissoras poderiam escolher uma legislação para governar cada uma de suas emissões de valores mobiliários, independentemente da localidade<sup>181</sup>. Para os autores, esse sistema traria diversas vantagens, incluindo, (i) a multiplicação das opções de investimento disponíveis; (ii) o aumento da pressão nos órgãos reguladores para melhoria das normas; e (iii) a eliminação das desvantagens das companhias norte-americanas que são obrigadas a seguir

---

*this approach, U.S. law would apply only to corporations affirmatively opting to be covered by U.S. law, whether they be U.S.- or non-U.S.-based firms”.*

<sup>178</sup> ROMANO, Roberta. “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”. **Yale Law Review**, vol. 107, n° 5, 1998, p. 2392, “A more traditionally articulated benefit of federalism that is integrally related to the incentive effects of competition is that it permits experimentation in legal rules, as states implement different solutions to specific problems. This, in fact, occurs in the corporate chartering context. Successful corporate law innovations diffuse rapidly across the states”.

<sup>179</sup> ROMANO, Roberta. “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”. **Yale Law Review**, vol. 107, n° 5, 1998, p. 2389, “The financial incentives generating state charter competition have resulted in a race that has tended to the top in corporate law. This result suggests that it would be beneficial for investors to create similar financial incentives for states in the securities law context”.

<sup>180</sup> ROMANO, Roberta. “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”. **Yale Law Review**, vol. 107, n° 5, 1998, pp. 2412-2418.

<sup>181</sup> CHOI, Stephen J.; GUZMAN, Andrew T. “Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation”. **S. California Law Review**, vol. 71, 1997, p. 921, “*Portable reciprocity extends the concept of reciprocity to include multiple countries, diverse regulations, and greater issuer choice. Rather than simply allowing issuers to engage in transactions abroad on the basis of compliance with the requirements of their home jurisdiction, portable reciprocity allows issuers to choose any of the regimes of participating countries regardless of where the securities are issued. The choice is available even though the participating countries may have radically different regulatory requirements. Portable reciprocity rejects territorial notions of jurisdiction and allows securities market participants to choose the most appropriate regulatory regime for themselves. By rejecting territorial-based jurisdiction, portable reciprocity essentially allows securities market participants to determine the jurisdictional reach of different countries’ regimes*”.

um sistema rígido e custoso<sup>182</sup>. Além disso, esse regime possibilitaria reunir diferentes tipos de companhias emissoras a legislações mais favoráveis aos seus objetivos, com maior ou menor grau de divulgação de informações, por exemplo, possibilitando aos investidores a decisão de investimento, conforme seu perfil de risco com base na avaliação da opção legislativa feita pela companhia<sup>183</sup>.

Ainda nas propostas de competição regulatória, vale destacar, por fim, o trabalho de Paul G. Mahoney, no qual o autor propõe a descentralização da regulação e a competição entre os órgãos reguladores, com maior destaque para o papel das bolsas de valores. Para o autor, as bolsas estariam em uma melhor posição em relação aos órgãos estatais para identificar as necessidades do investidor, promover mudanças se necessário, e lidar com a competição<sup>184</sup>.

As propostas feitas por Roberta Romano, Stephen J. Choi e Andrew T. Guzman foram objeto de intensas críticas<sup>185</sup>. Destacamos o trabalho de Merrit B. Fox, que, dentre outros pontos, questiona a existência das vantagens alegadas, argumenta que a escolha da lei aplicável pelos emissores irá necessariamente levar a um nível sub-ótimo de divulgação de informações ao mercado e destaca que os custos para a implementação das mudanças necessárias seriam elevados, em especial considerando a incerteza quanto às melhorias. Desta forma, o regime de divulgação mandatório de informações, conforme proposto pelo

---

<sup>182</sup> CHOI, Stephen J.; GUZMAN, Andrew T. “Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation”. **S. California Law Review**, vol. 71, 1997, pp. 921-924.

<sup>183</sup> CHOI, Stephen J.; GUZMAN, Andrew T. “Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation”. **S. California Law Review**, vol. 71, 1997, p. 950, “*under the more realistic assumption that the world is populated by different issuers, managers, investors, and financial intermediaries, all with different preferences and levels of financial sophistication, regulatory competition will result in a separation between countries in their type of securities regulatory regime. (...) Rational investors with information on these different types of regimes will then discount the price they are willing to pay for securities based on the increased risk of fraud and other opportunistic behavior*”.

<sup>184</sup> MAHONEY, Paul G. “The Exchange as Regulator”. **Virginia Law Review**, vol. 83, n° 3, 1997, pp. 1454 e 1462, respectivamente, “*Competition among different regulatory systems will force regulators to be responsive to investor’s needs, but will exist only if buyers and sellers of securities have some ability to choose the system that will govern their transactions and if regulators change the rules in response to the signals thus received*”, “*a governmental regulator that sets out to determine optimal exchange rules starts from a substantial disadvantage in information, experience, and incentives compared to an exchange*”.

<sup>185</sup> Os autores Stephen J. Choi e Andrew T. Guzman indicam as principais críticas ao regime de “*portable reciprocity*” proposto, incluindo as dificuldades de execução das normas e a escolha da lei aplicável para tanto, a confusão dos investidores com relação às legislações aplicáveis a cada emissão da companhia, e a preocupação com a divulgação de informações em níveis sub-ótimos (“*race-to-the bottom*”). Na visão dos professores, o regime proposto aproximaria companhias de regimes legais mais adaptados às suas preferências, com maior ou menor nível de divulgação de informações, e os investidores, da mesma forma, poderiam optar pelo investimento nas companhias com o seu perfil. Em relação à execução, os autores exploram diversas possibilidades de legislação, como a do local do emissor e do investidor, mas concluem que a melhor lei para execução seria a mesma do mérito para a emissão, tendo em vista, em especial, menores riscos de dificuldade na interpretação.

*Securities Act* e *Securities Exchange Act*, deveria ser mantido, em decorrência das suas vantagens como, a redução dos custos de agência, o aperfeiçoamento dos mecanismos de fiscalização dos administradores pelos acionistas e a melhoria na alocação dos recursos<sup>186</sup>.

Anos depois, Stephen J. Choi propôs outra forma de regulação do mercado aplicável aos investidores e não às companhias emissoras e intermediários. Para ele, investidores sofisticados seriam capazes de atuar no mercado de forma agressiva e assumindo maiores riscos, dispensando, portanto, a necessidade de regulação estatal. Já investidores menos sofisticados demandariam um sistema de proteção<sup>187</sup>. De modo geral, o autor propõe a classificação dos investidores em quatro grupos<sup>188</sup>, quais sejam: (i) “*issuer-level investors*” são os investidores sofisticados, informados, que conhecem as companhias emissoras, os riscos aos quais estão sujeitos e as proteções que podem utilizar; (ii) “*intermediary-level investors*” são os investidores que não conhecem as companhias individualmente, mas têm amplo conhecimento sobre os intermediários do mercado; (iii) “*aggregate-level investors*” são os investidores que conhecem emissores e intermediários com maior visibilidade; e (iv) “*unsophisticated investors*” são aqueles que não têm conhecimento de emissores e de intermediários, nem no nível daqueles de maior visibilidade<sup>189</sup>. Para a primeira classe de

---

<sup>186</sup> FOX, Merritt B. “Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment”. **University of Michigan Law School (Working Paper n° 99-008)**, 1999, p. 17, “*Periodic disclosure increases the effectiveness of a number of devices the shareholder vote, shareholder enforcement of management’s fiduciary duties, and the hostile takeover threat – that work to limit the ability of managers to deviate from acting in the shareholders’ best interests*”; p. 66, “*It improves the selection of proposed real investment projects in the economy. It improves the effectiveness of the mechanisms that help align the interests of managers and shareholders. And it reduces risk for less than fully diversified investors*”.

<sup>187</sup> CHOI, Stephen J. “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”. **California Law Review**, UC Berkeley Law and Economics (Working Paper 2000 – 1), vol. 88, issue 2, 2000, p. 4, “*In many circumstances, the impact of securities regulation on the range of options available to investors is justified. Some investors lack the necessary information or expertise to make value-maximizing decisions; the imposition of regulatory oversight may increase the confidence of such investors and, thereby, their willingness to invest in the markets. (...) regulation of any sort may be unnecessary for rational investors with good information on the risks and returns offered through particular issuers. These investors will price privately-supplied investor protections, paying more for securities from issuers offering valued protections. Market participants, in turn, will have an incentive to adopt investor safeguards to the extent the increase in the amount investors are willing to pay exceeds the cost of the protections*”.

<sup>188</sup> O próprio autor aponta no seu trabalho as possíveis críticas e dificuldades de implementação de um regime de regulação dos investidores, que vão desde a dificuldade na classificação dos investidores dentro desses grupos e a adaptação do aparato regulatório para o formato pretendido. Em relação à classificação dos investidores, destacamos as propostas feitas pelo autor que consistem na (i) classificação mandatória, em que a divisão seria feita com base nos conhecimentos dos investidores, por meio da aplicação de testes pela SEC, (ii) classificação voluntária, por meio da qual os próprios investidores, antes de efetuarem qualquer transação, iriam se classificar em alguma das categorias disponíveis e (iii) um sistema misto, no qual os investidores poderiam se classificar, mas se submeteriam a testes de nível, de modo a coibir erros de classificação em níveis de mais proteção quando deveria ser aplicado um nível mais sofisticado. Neste sentido, CHOI, Stephen J. “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”. **California Law Review**, UC Berkeley Law and Economics (Working Paper 2000 – 1), vol. 88, issue 2, 2000.

<sup>189</sup> CHOI, Stephen J. “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”. **California Law Review**, UC Berkeley Law and Economics (Working Paper 2000 – 1), vol. 88, issue 2, 2000, p. 6, “*this Article posits*

“*issuer-level investors*”, nenhuma forma de regulação seria necessária e as companhias emissoras estariam sujeitas a um sistema de “*self-tailored regulation*” por meio do qual poderiam escolher o nível de regulação do mercado a que gostariam de estar sujeitos. O segundo grupo de “*intermediary-level investors*” também não demandaria regulação, pois os intermediários tomariam as decisões em benefício dos investidores, sendo o sistema de “*self tailored regulation*” dos emissores também aplicável para os intermediários. Já a categoria dos “*aggregate-level investors*” demandaria a regulação. Primeiramente, seria necessário criar um critério para a identificação dos emissores e intermediários considerados de maior visibilidade<sup>190</sup>, a fim de limitar a atuação deste grupo no mercado à associação com um dos emissores ou intermediários classificados como de maior visibilidade. Por fim, para os “*unsophisticated investors*”, o autor propõe aplicar a mesma restrição de transações com emissores e intermediários classificados como de maior visibilidade e limitar os investimentos a *index funds*<sup>191</sup>.

### 1.3.2 As dúvidas sobre a escolha racional e a decisão do investidor

Independentemente da posição em relação ao sistema obrigatório de divulgação de informações, tanto os autores que o defendem, quanto aqueles que o criticam partem da premissa de que os investidores, ao atuarem no mercado, agem sempre de forma a maximizar

---

*four groups of investors: (1) investors informed at the level of individual issuers (“issuer-level” investors); (2) investors without information on particular issuers but informed about a range of securities intermediaries (“intermediary-level” investors); (3) investors with information only on certain highly-visible market participants, including nationally known individual intermediaries (“aggregate-level” investors); and (4) investors without information on any securities market participants (“unsophisticated” investors)”.*

<sup>190</sup> Para que a categoria dos “*aggregate-level investors*” exista, o primeiro passo seria ter a definição de quais seriam as companhias e intermediários classificados como “*high visible organizations (HVOs)*”, isto é, aqueles com os quais esse grupo de investidor terá de se associar para atuar no mercado. O autor propõe três formas de implementar a definição. A primeira seria atribuir aos reguladores a competência para fazer o julgamento e identificar os emissores e intermediários a serem enquadrados nessa categoria. Outra opção seria deixar para os investidores deste grupo a missão de tomar essa decisão e indicar as entidades que seriam HVOs. Um terceiro cenário seria combinar as duas primeiras alternativas, isto é, os reguladores escolheriam os emissores e intermediários a serem classificados como HVOs dentre uma lista de potenciais indicados apresentada pelos “*aggregate level investors*”. Sobre esses critérios de definição, CHOI, Stephen J. “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”. **California Law Review**, UC Berkeley Law and Economics (Working Paper 2000 – 1), vol. 88, issue 2, 2000, pp. 18-22.

<sup>191</sup> *in recognition of the precarious informational state in which unsophisticated investors*, pp. 22-23, “*in recognition of the precarious informational state in which unsophisticated investors find themselves, the proposal goes one step further and would limit unsophisticated investors to investments in only passive index mutual funds as determined and supplied through an HVO [high visible organization] or HVO-related entity. Due to the passive nature of index funds, informational asymmetries that may disadvantage unsophisticated investors in the securities markets are at a minimum. Through an index fund, unsophisticated investors need not make any choice; instead, they purchase either the entire market or a large subset of the market”.*

seus resultados, alinhados à teoria da escolha racional<sup>192</sup>. Essa posição de que o investidor, ao atuar no mercado, sempre busca a maximização do seu valor, tomando sempre decisões racionais<sup>193</sup> é questionada por outras correntes de economistas já há bastante tempo<sup>194</sup>.

Para fins do presente trabalho, entendemos ser importante apresentar algumas dessas reflexões para demonstrar o quanto a regulação baseada no *disclosure* deve focar em exigir a divulgação de informações relevantes para o atingimento de seus objetivos, a fim de minimizar os custos envolvidos, priorizando dados mais acessíveis e de fácil compreensão.

Um dos estudos utilizados para demonstrar o questionamento à escolha racional é o chamado “*Give Something Game*”. Neste experimento, um grupo de pessoas é reunido e cada indivíduo recebe um montante em dinheiro. Esse grupo é então instruído a respeito da possibilidade de realizar um investimento de parte ou da totalidade desse dinheiro em um fundo comum ou de manter o dinheiro para si. Todos os participantes são informados que o valor contribuído para esse fundo comum será duplicado e distribuído em partes iguais entre todos, independentemente de terem realizado a contribuição para o fundo ou não. Assumindo, por exemplo, que, em um grupo de 4 participantes, cada um receba \$100. Um dos jogadores, assumindo que os demais não irão investir, tenderia a não investir também, pois caso o fizesse, o valor final que receberia seria \$20, o que é inferior ao montante inicial<sup>195</sup>. Assumindo que todos irão contribuir, também é mais vantajoso não participar do fundo, pois o já retorno será maior<sup>196</sup>. Com base na teoria da escolha racional, portanto,

---

<sup>192</sup> POSNER, Richard A. “Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law”. **Stanford Law Review**, vol. 50, 1997, p. 1551, “by rationality let me make clear at the outset what I mean by the word: choosing the best means to the chooser’s ends. For example, a rational person who wants to keep warm will compare the alternative means known to him of keeping warm in terms of cost, comfort, and other dimensions of utility and disutility, and will choose from this array the means that achieves warmth with the greatest margin of benefit over cost, broadly defined. Rational choice need not be conscious choice. Rats are at least as rational as human beings when rationality is defined as achieving one’s ends (survival and reproduction, in the case of rats) at least cost”.

<sup>193</sup> STOUT, Lynn A. “The Investor Confidence Game”. **Brooklin Law Review**, vol. 68, n° 2, 2002, p. 410, “According to the rational expectations model, investors behave like members of the species ‘homo economicus’: they are cool, calculating and purely self-interested actors. What’s more – and this second point is critical to understanding the rational expectations approach – the rational expectations investor assumes that other participants in the market, including corporate managers, are also cool, calculating and purely self-interested actors”.

<sup>194</sup> Para referência de alguns desses apontamentos, ULEN, Thomas S. “Rational Choice and the Economic Analysis of Law”. **Law & Social Inquiry**, vol. 19, n° 2, 1994, pp. 487-522.

<sup>195</sup> Para fins deste cálculo, assumimos que 3 (três) participantes não investiriam, desta forma temos que: 1 (número de participantes que contribuiu para o fundo comum) \* \$100 (valor inicial recebido por cada participante) / 4 (número total de participantes) = \$25. Para os 3 (três) participantes que não investiram, o valor final seria \$125, isto é, melhor do que o cenário inicial, e para aquele único que investiu seria \$25, ou seja, inferior ao cenário inicial.

<sup>196</sup> Neste cenário, temos que: 3 (três) (número de participantes que contribuíram para o fundo comum) \* \$100 (valor inicial recebido por cada participante) / 4 (número total de participantes) = \$50. Para os 3 (três)

indivíduos racionais, ao jogarem esse jogo, deveriam sempre optar por não investir. Essa escolha, porém, não é a mais eficiente, pois, se todos investirem, todos receberão o dobro do valor inicial e atingirão o máximo resultado possível. Contrariamente à tendência prevista pela teoria racional, estudos que aplicaram esse experimento inúmeras vezes constataram que os participantes tendem sempre a investir, pelo menos metade do valor inicial no fundo comum. O experimento demonstra, portanto, que nem sempre as pessoas se comportam como investidores racionais ou esperam esse mesmo comportamento dos demais. Comprova-se, portanto, o aparecimento dos elementos de confiança e cooperação<sup>197</sup>.

Além da incerteza quanto à racionalidade dos investidores na tomada de decisão, discute-se a capacidade de cognição e interpretação dos mesmos a respeito das informações divulgadas, afinal para serem informados não basta o acesso à informação, mas também a capacidade de interpretação e análise dos dados<sup>198</sup>. Para Stephen A. Choi, dificilmente o investidor menos sofisticado terá condições de entender e avaliar as informações disponibilizadas<sup>199</sup>. Troy Paredes pontua que, para ser eficiente, o sistema de divulgação mandatória de informações deve não somente promover a divulgação de informações ao mercado, mas também assegurar que os destinatários da informação façam uso da mesma de forma eficiente. Caso a informação não seja efetivamente utilizada pelos seus destinatários, qual seria a função do sistema de divulgação de informações<sup>200</sup>? Luis Gastão Paes de Barros

---

participantes que investiram, o montante final seria de \$75, isto é, inferior ao valor inicial. Já para aquele único participante que não investiu, o valor final seria de \$175, ou seja, melhor do que o cenário inicial.

<sup>197</sup> Neste sentido, STOUT, Lynn A. “The Investor Confidence Game”. **Brooklin Law Review**, vol. 68, n° 2, 2002, pp. 422-426.

<sup>198</sup> CHOI, Stephen J. “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”. **California Law Review**, UC Berkeley Law and Economics (Working Paper 2000 – 1), vol. 88, issue 2, 2000, p. 24, “*To become informed, investors require both adequate informational resources and the expertise to interpret this information*”.

<sup>199</sup> CHOI, Stephen J. “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”. **California Law Review**, UC Berkeley Law and Economics (Working Paper 2000 – 1), vol. 88, issue 2, 2000, p. 40, “*Where investors suffer from irrational biases in their decision making, increasing disclosure of raw company-related information alone will not result in rational decisions. This is particularly true for less sophisticated investors with inadequate experience to assess disclosed information*”.

<sup>200</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, pp. 2-3, “*Two things are needed for the federal securities laws, or any disclosure-based regulatory regime, to be effective. The first is straightforward: information has to be disclosed. The second is equally straightforward, but often overlooked. That is, the users of the information – for example, investors, securities analysts, brokers, and money managers – need to use the disclosed information effectively. The federal securities laws primarily focus on the former – mandating disclosure. Relatively little attention is paid to how the information is used – namely, how do investors and securities market professionals search and process information and make decisions based on the information the federal securities laws make available? In short, if the users do not process information effectively, it is not clear what good mandating disclosure does*”.

Leães trata dessa questão ao afirmar que o disclosure nem sempre serve à proteção dos investidores<sup>201</sup>:

*“inexistindo uma tradição de mercado, e sendo o investidor médio despreparado para absorver a massa de informações colocadas à sua disposição (balanços, prospectos, etc.), pareceria falacioso, dizer que os investidores, de posse desses dados, estão devidamente protegidos”.*

Há diversos vieses e tendências capazes de influenciar na tomada de decisão que vão além da mera racionalidade e busca do melhor resultado possível, como aspectos morais, limitações de cognição, preferências pessoais, dentre muitos outros. No trabalho de Amos Tversky e Daniel Kahneman, eles buscaram demonstrar como os vieses de comportamento humano afetam a tomada de decisão e podem levar a conclusões equivocadas. O trabalho trata de três métodos usados para analisar probabilidades e prever resultados, sendo que em cada um dos casos, entendimentos enviesados levam a distorções. No primeiro, os autores falam na “representatividade”, que trata da análise do enquadramento de um objeto de estudo em determinada categoria. Neste caso, verifica-se uma tendência de restrição da análise do objeto à adequação das características ao estereótipo da categoria, em detrimento da reflexão sobre a probabilidade deste enquadramento ser verdadeiro<sup>202</sup>. Por exemplo, se uma pessoa é descrita como tímida, prestativa, mas com pouco interesse em interações sociais, há mais chances de ela ser identificada como bibliotecária do que como fazendeira, independentemente do fato de que, em certas localidades, existem mais fazendeiros que bibliotecários<sup>203</sup>. A “disponibilidade”, por sua vez, é mais observada quando há necessidade de se aferir a frequência ou a probabilidade de ocorrência de determinado evento e consiste na tendência de se fazer uso de experiências próprias ou próximas para se definir a análise pretendida<sup>204</sup>, a despeito do que parece mais razoável em um contexto ampliado. Se uma

---

<sup>201</sup> LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982, p. 133.

<sup>202</sup> TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”. **Science** (New Series), vol. 185, nº 4157, 1974, p. 1124, “Many of the probabilistic questions with which people are concerned belong to one of the following types: What is the probability that object A belongs to class B? What is the probability that event A originates from process B? What is the probability that process B will generate event A? In answering such questions, people typically rely on the representativeness heuristic, in which probabilities are evaluated by the degree to which A resembles B. For example, when A is highly representative of B, the probability that A originates of B is judged to be high. On the other hand, if A is not similar to B, the probability that A originates from B is judged to be low”.

<sup>203</sup> TVERSKY, Amos e KAHNEMAN, Daniel. “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”. **Science**. (New Series), vol. 185, nº 4157, 1974, p. 1124.

<sup>204</sup> TVERSKY, Amos e KAHNEMAN, Daniel. “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”. **Science**. (New Series), vol. 185, nº 4157, 1974, p. 1127, “There are situations in which people assess the frequency of a class or the probability of an event by the ease with which instances or occurrences can be

pessoa é questionada sobre a recorrência de determinada doença em uma região, sua resposta será diretamente relacionada com eventuais experiências pessoais que tenha tido com tal enfermidade. Se algum parente ou amigo já tiver passado por aquilo, a taxa de recorrência atribuída tende a ser maior<sup>205</sup>. Por fim, a “ancoragem”<sup>206</sup> trata das variações que ocorrem na compreensão das pessoas a depender dos parâmetros iniciais estabelecidos. Isso é mais facilmente observado para previsões numéricas quando algum parâmetro relevante está disponível no primeiro momento. Nestes casos, o indivíduo baliza sua percepção pelos dados iniciais que, se alterados, mudam proporcionalmente tal percepção<sup>207</sup>. Todos esses vieses comportamentais podem distorcer a capacidade de tomada de decisão pelos investidores, diminuindo a tendência ao comportamento racional e ao uso efetivo da informação disponibilizada.

Na visão de Herbert Simon, o comportamento humano, em muitos casos, busca mais a mera satisfação, dentro de um nível de expectativas e metas pré-estabelecidas, do que a efetiva maximização do seu bem-estar<sup>208</sup>, contrariando o previsto pelos defensores da teoria da escolha racional<sup>209</sup>.

---

*brought to mind. For example, one may assess the risk of heart attack among middle-aged people by recalling such occurrences among one's acquaintances. Similarly, one may evaluate the probability that a given business venture will fail by imagining various difficulties it could encounter. This judgmental heuristic is called availability”.*

<sup>205</sup> TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”. **Science**. (New Series), vol. 185, n° 4157, 1974, p. 1127.

<sup>206</sup> TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”. **Science**. (New Series), vol. 185, n° 4157, 1974, p. 1128, “*different starting points yield different estimates, which are biased toward the initial values. We call this phenomenon anchoring*”.

<sup>207</sup> O trabalho aponta diversos experimentos, nos quais a perspectiva estritamente racional não é seguida pelos indivíduos e dá espaço aos vieses de comportamento e entendimento sobre os temas. Sobre este tema, TVERSKY, Amos e KAHNEMAN, Daniel. “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”. **Science**. (New Series), vol. 185, n° 4157, 1974, pp. 1124-1131.

<sup>208</sup> SIMON, Herbert A. “Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science”. **The American Economic Review**, vol. 49, n° 3, 1959, pp. 262-263, “*Models of satisficing behavior are richer than models of maximizing behavior, because they treat not only of equilibrium but of the method of reaching it as well. Psychological studies of the formation and change of aspiration levels support propositions of the following kinds. (a) When performance falls short of the level of aspiration, search behavior (particularly search for new alternatives of action) is induced. (b) At the same time, the level of aspiration begins to adjust itself downward until goals reach levels that are practically attainable. (c) If the two mechanisms just listed operate too slowly to adapt aspirations to performance, emotional behavior-apathy or aggression, for example-will replace rational adaptive behavior*”.

<sup>209</sup> Para Bainbridge, a teoria da economia comportamental pode ser utilizada para justificar o sistema de divulgação obrigatória de informações no mercado, se for identificada ao menos uma falha de mercado permanente, que pode ser o efeito manada no mercado, a tomada de decisão com base em hábitos e tradições, a inércia da manutenção de um determinado status quo ou a influência de normas sociais e se ficar demonstrado que o regime desenvolvido pelos reguladores levam a um melhor nível de divulgação de informações em comparação com um cenário de não regulação. O autor destaca quatro formas de vieses de comportamento que, se identificadas no mercado, podem gerar falhas que, por sua vez, podem fundamentar a existência de um regime obrigatório de divulgação de informações. O primeiro deles é o comportamento de rebanho, isto é, a tomada de decisão por agentes do mercado em imitação à decisão tomada por outros, sem considerar a



Troy Paredes alerta ainda quanto ao risco do excesso de informações<sup>210</sup>. De fato, a busca por “satisfação” ao contrário de “otimização”, conforme afirmado por Herbert Simon, pode decorrer do excesso de informações e da incapacidade de processamento e compreensão das mesmas. Considerando, portanto, que a capacidade cognitiva é limitada<sup>211</sup>, a partir de uma determinada quantidade de informações, a qualidade das decisões dos investidores se perde em meio a um volume muito grande de dados para análise<sup>212</sup>. Neste sentido, quanto mais complexo o assunto, maior a tendência de que os indivíduos adotem métodos de decisão mais simplificados para economizar esforço e tempo, o que pode levar a decisões de menor qualidade<sup>213</sup>, isto é, “*sunlight can also be blinding*”<sup>214</sup>. O autor destaca ainda que esse excesso de informações não decorre necessariamente da disponibilização de

---

informação detida e o próprio julgamento sobre o tema. Segundo o autor, há evidências desse tipo de comportamento no mercado por parte de administradores, mas principalmente, de investidores, em especial em mercados emergentes. Outro viés apontado é a influência de hábitos e tradições na tomada de decisão. Ainda, outra tendência é a de manutenção do status quo, em detrimento de qualquer oportunidade de mudança. Por fim, o autor destaca a influência de normas sociais no comportamento dos agentes. Cada um desses desvios pode fazer com que os investidores tenham determinado comportamento que leve a um nível sub-ótimo de investimentos. Neste sentido, BAINBRIDGE, Stephen M. “Mandatory Disclosure: A Behavioral Analysis”. **University of Cincinnati Law Review**, vol. 68, 2000, pp. 18-36.

<sup>210</sup> Vale destacar que essa preocupação já foi levantada no âmbito da SEC. Laura S. Unger, enquanto comissária da SEC fez um discurso no qual refletiu sobre os riscos do excesso de informações e trouxe essa preocupação, em especial tendo em vista o papel da internet na disseminação mais rápida e de maior volume de informações. Neste sentido, UNGER, Laura S. “**Rethinking Disclosure in the Information Age: Can There be Too Much of a Good Thing?**”. Speech by SEC Commissioner, 2000, “*What we don't know yet is what investors will do with the truckloads of Information. (...) As a Commissioner of a disclosure-based agency, I believe that more information is generally better. But is that always the case? Right now, the Commission needs to consider what role it can or should play in regulating the information flow. In doing so, we must look beyond our traditional role of mandating specific company disclosures to determine what other information may help investors make meaningful voting and investment decisions. (...) we have to remember that information can only empower investors if they understand it and can effectively apply it. Access to information isn't a substitute for knowing how to interpret it*”.

<sup>211</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, p. 15, “*It depends on understanding how individuals process information and make decisions and designing a regulatory regime that accounts for these realities of human psychology and decision making. Giving capital markets information, even in a readily readable form, is not enough*”.

<sup>212</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, p. 4, “*Studies show that at some point, people become overloaded with information and make worse decisions than if less information were made available to them. (...) In other words, people might make better decisions by bringing a more complex decision strategy to bear on less information than by bringing a simpler decision strategy to bear on more information*”.

<sup>213</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, p. 20, “*that when faced with a complicated task, a decision maker will often adopt a simplifying decision strategy*”.

<sup>214</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, p. 4.

dados extraordinários ou irrelevantes, mas pode também da divulgação de dados básicos e essenciais para a tomada de decisão<sup>215</sup>.

Não obstante a preocupação com o excesso de informações, Troy Paredes reconhece as dificuldades da alteração do sistema para fins de redução das informações a serem divulgadas, destacando a incerteza sobre quais itens deveriam ser excluídos da obrigatoriedade e a insegurança quanto à reação do mercado e dos investidores<sup>216</sup>. O autor propõe, então, que a preocupação com a efetiva utilização da informação pelo investidor seja incorporada de forma mais veemente na regulação do mercado e seja considerada em momentos de edição de normas sobre o tema. Para isso, devem ser levantados mais dados sobre o uso das informações pelo investidor, e devem ser mantidas e aprimoradas as iniciativas de facilitação de compreensão da informação, como a divulgação em linguagem clara, o uso de tabelas e gráficos e a disponibilização de versões com diferentes graus de complexidade e detalhamento<sup>217</sup>.

---

<sup>215</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, p. 22, “*A decision maker may suffer from information overload even if all the information disclosed is material to the decision*”.

<sup>216</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, p. 38.

<sup>217</sup> PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003, p. 22.

## **CAPÍTULO 2 - O REGIME DE DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES OBRIGATÓRIO APLICÁVEL ÀS COMPANHIAS ABERTAS NO BRASIL**

Independentemente da discussão acerca dos benefícios e críticas relativas ao sistema de divulgação obrigatória de informações, conforme demonstrado no capítulo anterior, as companhias abertas brasileiras estão sujeitas a essa regulação e devem divulgar informações em decorrência de disposições legais e infralegais. Essa opção regulatória é resultado do entendimento de que o investidor precisa ter acesso à informação para tomar uma decisão informada e de que essa divulgação é fundamental para a manutenção da confiança no mercado, elemento essencial ao seu funcionamento<sup>218</sup>.

Neste capítulo, trataremos das principais regras aplicáveis às companhias abertas quanto à divulgação de informações e analisaremos em quais delas se encaixaria a divulgação sobre procedimentos arbitrais, tendo em vista que não há disposição expressa sobre o assunto.

### **2.1 O tratamento legislativo**

Na regulação do mercado de capitais, destacaremos as legislações editadas em 1976 que tiveram, em conjunto, o objetivo de (i) atuarem como instrumentos de fomento ao mercado de capitais e de restabelecimento da confiança dos investidores no sistema<sup>219</sup>; e (ii)

---

<sup>218</sup> Sobre a segurança como elemento essencial para o funcionamento do mercado de capitais, AGUIAR, Danilo Augusto Barboza de. “Proteção aos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional”. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, vol. 22, 2003.

<sup>219</sup> Neste sentido, a Exposição de Motivos n° 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda que instruiu o Projeto de Lei das Sociedades por Ações: “*O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade*”. Da mesma forma, a Exposição de Motivos que instruiu o projeto da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, “*O texto anexo forma, em conjunto com o projeto de lei das sociedades por ações, um corpo de normas jurídicas destinadas a fortalecer as empresas sob controle de capitais privados nacionais. Com tal objetivo, ambos procuram assegurar o funcionamento eficiente e regular do mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas. (...) A experiência demonstrou que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do*

o princípio do *full disclosure* como basilar para construção e desenvolvimento do mercado<sup>220</sup>.

### 2.1.1 A Lei das S.A.

A Lei das S.A. contém diversos dispositivos relacionados à divulgação de informações pela administração tanto de companhias abertas quanto fechadas. Pode-se dizer que os primeiros destinatários das informações são os próprios acionistas, para fins de exercício dos seus direitos, incluindo o de voto e o de fiscalização. No caso das companhias abertas, as informações são ainda amplamente difundidas, dada a dispersão acionária e também com fins de atingir o mercado como um todo. Adotaremos a classificação de André Grünspun Pitta para as obrigações de divulgação de informações decorrentes da lei societária em (i) informações relativas à condição de acionista; (ii) informações financeiras; (iii) informações sobre os administradores; e para as companhias abertas (iv) informações sobre atos e fatos relevantes<sup>221</sup>.

#### a. Informações decorrentes da condição de acionista

No primeiro grupo de informações decorrentes da relação de acionista se enquadra a obrigação de disponibilizar documentos e informações previamente à realização de assembleia geral, de modo a assegurar que o acionista tome parte na deliberação informado

---

*Estado, com a fixação de normas para emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito”.*

<sup>220</sup> Neste sentido, TEIXEIRA, Egberto Lacerda; TAVARES GUERREIRO, José Alexandre. **Das Sociedades Anônimas no Direito Brasileiro**, vol. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 10-11, “(...) nenhuma lei poderia eliminar os riscos inerentes a qualquer investimento. Mas era preciso criar pelo menos as condições mínimas necessárias à definição das prerrogativas concretas das minorias acionárias, evitando, na medida do possível, a irresponsabilidade e o discricionarismo das maiorias. A Lei n° 6.404 visou atender a esse propósito. Para tornar viável a formação da grande empresa privada nacional, procurou restaurar a confiança dos investidores no sistema societário através, principalmente, de uma adequada tutela dos acionistas minoritários. (...) Especial ênfase foi dada ao regime de informação aos acionistas, mediante a determinação de padrões explícitos e mais amplos para as demonstrações financeiras (arts. 176 a 188), inclusive com a obrigatoriedade, em certos casos, de demonstrações consolidadas (arts. 249 e 250), sob a égide do princípio do “full disclosure”.

<sup>221</sup> PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 197 e ss.

e de posse de todos os dados necessários para uma decisão fundamentada. A função da divulgação neste caso, portanto, é viabilizar o exercício do direito de voto.

Dentre os documentos que precisam ser disponibilizados previamente à realização de assembleia geral ordinária, destacam-se o relatório da administração, cópia das demonstrações financeiras, parecer de auditores independentes, parecer do conselho fiscal, bem como quaisquer outros itens que possam ser relevantes para as deliberações a serem tomadas em assembleia, nos termos do artigo 133 da Lei das S.A. No que tange à assembleia geral extraordinária, aplica-se o artigo 135, §3º da Lei das S.A. que prevê a disponibilização de todo e qualquer documento necessário para a apreciação das deliberações a serem tomadas.

Em complemento ao previsto na lei, as companhias abertas devem seguir ainda o disposto na ICVM 481 que estabelece um rol de informações adicionais a serem divulgadas previamente à realização da assembleia geral a depender das matérias que serão deliberadas. Estão sujeitas a requisitos adicionais de divulgação as seguintes deliberações: eleição de membros para o conselho de administração e conselho fiscal<sup>222</sup>, reforma do estatuto<sup>223</sup>, fixação de remuneração dos administradores<sup>224</sup>, aprovação de plano de remuneração com base em ações<sup>225</sup>, aumento ou redução de capital social<sup>226</sup>, emissão de debêntures ou bônus

---

<sup>222</sup> Nos termos do artigo 10, da ICVM 481, a companhia deverá fornecer o boletim de voto à distância e, no mínimo, as informações indicadas nos itens 12.5 a 12.10 do formulário de referência para os candidatos apontados pela administração ou acionistas controladores, quais sejam, informações sobre a experiência profissional dos indicados, indicação da existência de relações pessoais e/ou de subordinação, prestação e serviços ou controle com membros da administração da companhia em questão, de suas controladas ou controladoras.

<sup>223</sup> Nos termos do artigo 11 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer, no mínimo, a cópia do estatuto contendo as alterações em destaque e um relatório indicando a origem e a justificativa das alterações propostas, bem como seus efeitos jurídicos e econômicos.

<sup>224</sup> Nos termos do artigo 12 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer a proposta de remuneração, bem como as informações constantes do item 13 do formulário de referência, que incluem dados sobre políticas e práticas de remuneração, valores totais de remuneração, incluindo variável, planos de remunerações baseados em ações, opções exercidas e em aberto, mecanismos de indenização e aposentadoria, entre outras.

<sup>225</sup> Nos termos do artigo 13 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer, no mínimo, as informações constantes do anexo 13 da instrução, que consistem na cópia do plano proposto, suas principais características (como beneficiários, número de opções e de ações abrangidas, condições de exercício, prazo, forma de liquidação), sua justificativa, bem como a estimativa de despesas da companhia decorrentes do plano.

<sup>226</sup> Nos termos dos artigos 14 e 16 da ICVM 481, sempre que a assembleia for convocada para deliberar sobre (i) aumento de capital, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 14 à instrução, que consistem em dados sobre o valor do aumento e do novo capital, razões da operação, parecer do conselho fiscal, se aplicável, e em cada forma de aumento de capital existem requisitos adicionais, como no caso de subscrição de ações, aumento mediante capitalização de lucros e reservas, conversão de debêntures (ou outros títulos de dívida) ou por exercício de bônus e (ii) redução de capital, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 16 à instrução, que consistem em dados sobre o valor da redução e do novo capital social, razões da operação, cópia do parecer do conselho fiscal, se estiver em funcionamento, e informações sobre valor da restituição.

de subscrição<sup>227</sup>, criação de ações preferenciais ou alteração de suas preferências, vantagens, condições de resgate ou amortização<sup>228</sup>, redução do dividendo obrigatório<sup>229</sup>, aquisição do controle de outra sociedade<sup>230</sup>, matérias que deem ensejo a direito de recesso<sup>231</sup>, fusão, cisão, incorporação ou incorporação de ações<sup>232</sup>, negociação, pela companhia, das ações de sua

---

<sup>227</sup> Nos termos do artigo 15 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 15 à instrução, que consistem (i) no caso de emissão de debêntures, nas suas características básicas (valor máximo da emissão, divisão em séries, número e valor nominal, destinação de recursos, prazo e condições de vencimento, amortização e resgate, agente fiduciário, entre outras), razão da emissão e riscos, razões de conversão, se houver, opinião dos administradores sobre efeitos da diluição e percentual de diluição potencial, entre outras, e (ii) no caso de emissão de bônus de subscrição, suas características básicas (número de bônus a serem emitidos, termos e condições de exercício, preço de emissão e de exercício e critérios para tais definições, bem como laudos e documentos de suporte), opinião dos administradores sobre os efeitos do aumento de capital e da diluição, percentual potencial estimado da diluição, entre outras.

<sup>228</sup> Nos termos do artigo 17 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 17 à instrução, que consistem basicamente, (i) em caso de criação de ações preferenciais, na proposta e razões da criação, nos direitos atribuídos a tais ações e na análise do impacto da criação das ações sobre os direitos dos titulares das demais ações; e (ii) em caso de alteração nas preferências, vantagens ou condições de resgate ou amortização, na descrição das alterações e em seus fundamentos, na análise do impacto das alterações sobre os direitos dos titulares das demais ações.

<sup>229</sup> Nos termos do artigo 18 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer a descrição das razões para a redução e uma tabela comparativa indicando os valores a seguir por ação de cada espécie e classe: (i) dividendo obrigatório e dividendo total aprovado (incluindo juros sobre capital próprio) nos 3 (três) últimos exercícios, e (ii) dividendo obrigatório (incluindo juros sobre capital próprio) que teria sido aprovado nos 3 (três) últimos exercícios caso a nova redação proposta (contemplando a redução dos dividendos) estivesse em vigor.

<sup>230</sup> Nos termos do artigo 19 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 19 à instrução, que consistem, resumidamente, (i) na descrição do negócio, (ii) o fundamento pelo qual a transação foi submetida à aprovação, (iii) dados sobre a sociedade que será adquirida, incluindo nome e qualificação, número de ações e formação do capital, controladores, histórico de cotações das ações, (iv) principais termos e condições do negócio, (v) análise dos benefícios, custos e riscos do negócio, (vi) fontes de recursos para o negócio, (vii) planos dos administradores para a sociedade adquirida, (viii) relações societárias existentes, (ix) cópias de laudos de avaliação e (x) informações sobre os terceiros que prepararam laudos de avaliação.

<sup>231</sup> Nos termos do artigo 20 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 20 à instrução, que consistem resumidamente (i) na descrição do evento que deu ou dará ensejo ao direito de recesso e seu fundamento jurídica, (ii) na indicação ações e classes às quais se aplica o direito, (iii) na data de convocação da assembleias e de comunicação do fato relevante relativo à deliberação em questão, (iv) no prazo de exercício, (v) no valor do reembolso ou sua estimativa, incluindo forma de cálculo, (vi) valor patrimonial da ação com base no último balanço aprovado e (vii) dados sobre as cotações das ações.

<sup>232</sup> Nos termos do artigo 20-A da ICVM 481, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 20-A à instrução, que consistem resumidamente (i) protocolo e justificação da operação, (ii) contratos relacionados, (iii) descrição da operação e principais termos e condições, incluindo as obrigações acordadas, tabelas comparativas de direitos, benefícios esperados, relação de substituição, fatores de risco, (iv) planos para condução dos negócios, (v) cópias de documentos societários, e (vi) demonstrações financeiras usadas para fins da operação.

própria emissão ou a realização de operações com instrumentos derivativos referenciados em tais ações<sup>233</sup> ou escolha de avaliadores<sup>234</sup>.

Para que seja possível aos acionistas tomarem conhecimento dos documentos antes da assembleia, os mesmos devem ser disponibilizados até a data do primeiro anúncio de convocação da assembleia, conforme artigo 6º, parágrafo único da ICVM 481, sendo certo que a CVM poderá, mediante decisão do seu colegiado e a pedido de qualquer acionista, tendo sido ouvida a companhia, determinar a extensão do prazo quando as deliberações envolverem operações complexas que demandem maior tempo de análise dos acionistas, nos termos do artigo 124, §5º da Lei das S.A.

Em relação às companhias abertas, todas as informações devidas nos termos da ICVM 481 (bem como da ICVM 480 e ICVM 358) devem ser divulgadas por meio do sistema eletrônico da CVM, conhecido como IPE – Sistema de Envio de Informações Periódicas e Eventuais, de modo a garantir uma maior e mais ampla divulgação e facilitar o cumprimento das obrigações pelas companhias.

#### b. Informações financeiras

Dentre as informações de natureza econômico financeira, encontra-se talvez a obrigação mais evidente relacionada ao princípio do *full disclosure* que consiste na divulgação anual, pela companhia, das suas demonstrações financeiras, indicando inclusive a comparação com os resultados do exercício anterior, nos termos do artigo 176 da Lei das S.A.

As demonstrações deverão indicar com clareza a situação patrimonial da companhia e as mudanças que ocorreram em relação às últimas demonstrações, devendo incluir (i)

---

<sup>233</sup> Nos termos do artigo 20-B da ICVM 481, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 20-B à instrução, que consistem resumidamente, dentre outras, (i) na justificativa do objetivo e efeitos econômicos da operação, (ii) nas quantidades de ações que poderão ser adquiridas ou alienadas, (iii) na descrição dos instrumentos derivativos que a companhia vier a utilizar, (iv) descrição de eventuais acordos de voto existentes entre a companhia e as contra-partes, (v) impactos da negociação sobre o controle da companhia, (vi) prazo de liquidação das operações, e (vii) identificação das instituições que atuarão como intermediárias.

<sup>234</sup> Nos termos do artigo 21 da ICVM 481, a companhia deverá fornecer as informações constantes do anexo 21 à instrução, que consistem resumidamente, (i) da lista dos avaliadores recomendados pela administração, (ii) na descrição da capacitação dos avaliadores escolhidos, (iii) cópias de propostas de trabalho e remuneração, e (iv) relação relevante entre avaliadores e partes relacionadas da companhia.

balanço patrimonial a ser elaborado nos termos dos artigos 178 a 194-A da Lei das S.A., com a classificação das contas segundo os elementos do patrimônio que registrem e o seu agrupamento de modo a facilitar o conhecimento e a análise da situação financeira da companhia; (ii) demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados, a ser elaborada nos termos do artigo 186 da Lei das S.A.; (iii) demonstração do resultado do exercício, a ser elaborada nos termos do artigo 187 da Lei das S.A.; (iv) demonstração dos fluxos de caixa, a ser elaborada nos termos do artigo 188 da Lei das S.A.; e, em relação às companhias abertas, (vi) demonstração do valor adicionado conforme o mesmo artigo 188.

### c. Obrigação de informar dos administradores

Há ainda a obrigação de informar relativa aos membros da administração de companhia aberta no momento da sua posse ou a pedido dos acionistas, nos termos do artigo 157 da Lei das S.A.

De acordo com o *caput* do artigo 157 da Lei das S.A., ao tomar posse, o administrador deve, de ofício, declarar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra e debêntures conversíveis de emissão da companhia, de controladas e de sociedades do mesmo grupo, de que for titular. O objetivo de tal divulgação é assegurar que os acionistas e o mercado tenham conhecimento dos outros interesses que o administrador possa ter na companhia, em decorrência da existência de outras relações com a mesma<sup>235</sup>. Assim como a divulgação inicial no momento da posse, o parágrafo 6º do mesmo artigo prevê que os administradores são também obrigados a informar quaisquer alterações nas suas respectivas posições acionárias<sup>236</sup>.

---

<sup>235</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1171, “*O preceito visa dar conhecimento da extensão do interesse que o administrador tem na companhia, para além da sua condição de administrador e tem sua origem atribuída ao artigo 16 do Securities and Exchange Act do direito Norte Americano, de 1934*”.

<sup>236</sup> Não obstante a redação do §6º fazer menção apenas a “posições acionárias”, adotando uma interpretação sistemática do dispositivo, entende-se que o administrador deve declarar também quaisquer alterações em sua posição em relação a bônus de subscrição e debêntures conversíveis de emissão da companhia e suas sociedades controladas ou do mesmo grupo econômico, da mesma forma estabelecida no *caput*. Neste sentido, EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 160 e 161, “*Embora tal parágrafo exija apenas que o administrador indique as mudanças em suas "posições acionárias", mediante uma interpretação sistemática que o compatibilize com a redação do caput, conclui-se que o administrador deve declarar também as alterações nas suas posições em bônus de subscrição e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo*”. Entendemos que os administradores deverão divulgar ainda, em observância ao artigo 157, §6º, da Lei das S.A., quaisquer



A pedido de acionistas que representem, no mínimo, 5% (cinco por cento) do capital social<sup>237</sup>, o administrador deverá informar ainda, em assembleia geral ordinária, (i) o número de valores mobiliários de emissão da companhia ou de quaisquer controladas ou sociedades sob controle comum que tiver adquirido ou alienado, direta ou indiretamente no exercício anterior; (ii) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior; (iii) os benefícios ou vantagens que esteja recebendo da companhia, de suas controladas ou sociedades sob controle comum; (iv) as condições dos contratos de trabalho firmados entre a companhia e seus diretores e empregados de alto nível; e ainda, (v) quaisquer atos ou fatos relevantes na atividade da companhia. Com relação a este último item de divulgação dos atos e fatos relevantes da companhia, cumpre destacar que, nos termos do parágrafo 4º do mesmo artigo e da ICVM 358, que será analisada mais adiante, a divulgação dos fatos relevantes pelos administradores deve, em regra, ser imediata e independente de solicitação dos acionistas.

A solicitação das informações do artigo 157, §1º, da Lei das S.A. listadas acima, pelos acionistas, deve ser feita apenas em sede de assembleia geral ordinária, ocasião em que ocorrerá a deliberação para aprovação das contas, e deve se referir sempre às posições dos administradores no exercício anterior (cujas contas estarão em deliberação para aprovação)<sup>238</sup>. Considerando que a assembleia geral ordinária é a única que obrigatoriamente ocorre uma vez ao ano, isso facilita a prestação de informações pelos administradores que devem, neste momento, estar preparados para responder aos eventuais questionamentos<sup>239</sup>.

---

alterações nas suas posições com relação a opções de compra de ações de emissão da companhia, suas controladas e quaisquer sociedades do grupo, conforme também previsto no caput do artigo. Essa divulgação também está regulada pela ICVM 480, ao estabelecer os itens constantes do Formulário de Referência, conforme item 13.5. Sobre esse tema, CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 138 a 205)**, 6ª Ed., vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 470, “*Daí impor-se a interpretação sistemática do §6º, permitindo compatibilizá-lo com o caput deste mesmo art. 157, que continua vigente com a redação original que lhe deu a Lei n. 6.404, de 1976. Em consequência, deverão os administradores declarar não somente as mudanças em suas posições acionárias, mas também em suas posições quanto aos demais títulos mencionados no caput deste artigo. Outrossim, os títulos não devem ser apenas os da companhia, mas também os das demais sociedades do mesmo grupo empresarial*”.

<sup>237</sup> Sobre esse percentual, SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1172, “*Isso não significa que qualquer acionista não possa solicitar os esclarecimentos e informações previstas no §1º, mas apenas que o administrador não está obrigado a revelar caso não seja atingido o quórum de 5% previsto na LSA. Naturalmente, poderá revelar se entender oportuno ou pertinente. Mas estará legalmente autorizado a recusar a revelação. O mesmo se diga se o requerimento for feito em Assembleia Geral Extraordinária. Não haverá, igualmente, obrigatoriedade de revelação*”.

<sup>238</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 161.

<sup>239</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1173.

Segundo o parágrafo 2º, os acionistas poderão solicitar que os esclarecimentos prestados em assembleia sejam reduzidos por escrito, tendo em vista que tais informações provavelmente não constarão da ata da assembleia. Uma vez prestada a informação, nem a assembleia e nem o seu presidente poderão negar o fornecimento dos dados por escrito a qualquer acionista que faça a solicitação, independentemente do percentual de participação<sup>240</sup>.

O parágrafo 3º do artigo 157 da Lei das S.A. prevê que a revelação das informações pelos administradores só poderá ser utilizada no melhor interesse da companhia ou do acionista e que aqueles que agirem com abuso do direito serão responsabilizados. Não obstante a linguagem estrita da lei que diz “respondendo os *solicitantes* pelos abusos que praticarem” (destaque nosso), entende-se que, como as informações são disponibilizadas à assembleia geral, qualquer acionista que fizer uso indevido das informações deverá responder por isso, mesmo que não tenha sido o solicitante de tal dado<sup>241</sup>.

Nos termos do parágrafo 5º, os administradores podem se recusar a prestar as informações solicitadas pelos acionistas minoritários em relação a fatos relevantes (artigo 157, §1º, alínea “e” e §4º) quando esta colocar em risco interesse legítimo da companhia. Trata-se de uma cláusula de proteção que tem a finalidade de contrabalancear o direito à informação do acionista, que não é absoluto<sup>242</sup>. Caberá aos administradores julgar se a revelação das informações é apropriada ou não, tendo sempre em vista que a recusa na divulgação deve ser no interesse da companhia e, se for o caso, justificada. Normalmente, são aceitáveis recusas de divulgação quando há um evidente intuito abusivo do sócio na solicitação, o que pode ser difícil de se comprovar, ou em casos nos quais a divulgação poderá implicar responsabilidade para a companhia (como na hipótese de violação de

---

<sup>240</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1177.

<sup>241</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1178, “É importante notar que, como a informação é revelada à Assembleia Geral, e não ao requerente propriamente dito, todos os presentes ao conclave dela tomarão conhecimento. A obrigação e a correspectiva responsabilidade a respeito do uso que se dê à informação não é do acionista que a tiver solicitado, mas, sem, daquele que tiver dado curso que não deveria ou feito uso indevido ou abusivo da informação revelada à Assembleia Geral. Será responsável o acionista que fizer uso indevido da informação e não o acionista que a solicitou, se este não tiver feito uso inadequado dela. O recebimento da informação por parte dos acionistas impõe a esses acionistas deveres específicos de conduta, inclusive o de zelar pela guarda e bom uso da informação que não deve ser indevidamente disseminada ou transmitida”.

<sup>242</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1179.

obrigações de confidencialidade) ou ter impacto adverso em aspectos concorrenciais, como revelação de segredos industriais ou planos de negócios, por exemplo.

Salvo pelo fato relevante, em relação às informações contidas nos demais itens do parágrafo 1º<sup>243</sup>, os administradores não podem se recusar a prestá-las, pois não envolvem interesse legítimo da companhia.

O dever de informar da administração é diretamente correspondente ao direito de fiscalização dos acionistas previsto na forma da lei<sup>244</sup>, que só poderá ser exercido se os acionistas tiverem acesso às informações da companhia. Referido dever de informar tem ainda fundamento na proteção dos investidores e do mercado que, de posse das informações, poderão tomar decisões de investimento com maior embasamento e também no dever de lealdade dos administradores que, ao divulgarem dados sobre seu patrimônio pessoal em relação a valores mobiliários de emissão da companhia na qual atuam ou outras empresas do seu grupo econômico, oferecem aos acionistas e ao mercado maior transparência sobre seus interesses na qualidade de administrador<sup>245</sup>.

#### d. Atos e fatos relevantes

Por fim, nos termos do artigo 157, §4º da Lei das S.A. e das disposições da ICVM 358, há a obrigação de as companhias abertas divulgarem ato ou fato relevante ao mercado “*que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia*”<sup>246</sup>. Trata-se ainda de uma norma jurídica de natureza preventiva da prática de *insider trading*<sup>247</sup>, uma vez que promove a

---

<sup>243</sup> Neste sentido, CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 138 a 205)**, 6ª Ed., vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2014, pp. 481-483; EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 162.

<sup>244</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 138 a 205)**, 6ª Ed., vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 467, “*O dever de informar dos administradores corresponde ao direito de ser informado dos acionistas em geral e dos acionistas minoritários em especial. Tal direito inclui-se entre os essenciais, previstos no art. 109 da lei, qual seja o de fiscalizar. Trata-se de prerrogativa que não admite restrição*”.

<sup>245</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 138 a 205)**, 6ª Ed., vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2014, pp. 472-473.

<sup>246</sup> Artigo 157, §4º da Lei das S.A.

<sup>247</sup> Sobre a definição de insider trading, EIZIRIK, Nelson. “*Insider Trading e responsabilidade de administrador de companhia aberta*”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 50, 1983, p. 43, “*O ‘insider trading’ é, simplificada, a utilização de informações relevantes sobre uma companhia, por parte das pessoas que, por força do exercício profissional, estão ‘por dentro’ de seus negócios, para transacionar com suas ações antes que tais informações sejam de conhecimento do público.*”

ampla divulgação e disseminação da informação ao mercado, de modo a atingir todos os seus participantes ao mesmo tempo<sup>248</sup>.

Nos termos do artigo 2º da ICVM 358<sup>249</sup> será considerado como “relevante” qualquer decisão do acionista controlador, deliberação de assembleia ou quaisquer outros órgãos de administração, ou qualquer outro ato ou fato relacionado aos negócios da companhia que possa influir na cotação dos valores mobiliários da companhia, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter tais valores mobiliários ou ainda na decisão dos investidores de exercer direitos relacionados dos valores dos quais são titulares.

Referida obrigação consagra o princípio do “*full disclosure*” no ordenamento brasileiro e supera a concepção de que o principal destinatário das informações da companhia são seus próprios acionistas, deslocando-a para o mercado em geral<sup>250</sup>. Referida norma tem natureza principiológica, a fim de assegurar a divulgação de toda e qualquer informação que possa ser relevante para a precificação dos valores mobiliários e para a decisão do investidor, em complementação ao regime legal e regulatório que lista informações específicas de divulgação obrigatória<sup>251</sup>.

Cabe destacar, porém, a associação que o artigo 157, §4º da Lei das S.A. (e também a ICVM 358) fazem do conceito de “relevância” com o impacto na precificação dos valores mobiliários<sup>252</sup> é limitada e se restringe aos impactos financeiros do evento no preço dos

---

*Assim o "insider" compra ou vende no mercado a preços que ainda não estão refletindo o impacto de determinadas informações sobre a companhia, que são de seu conhecimento exclusivo".*

<sup>248</sup> EIZIRIK, Nelson. “*Insider Trading* e responsabilidade de administrador de companhia aberta”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 50, 1983, p. 44, “*Podemos distinguir, tanto no direito comparado como no brasileiro, duas modalidades de normas jurídicas voltadas para a disciplina de tal prática: 1. normas preventivas; 2 - normas repressivas. Entre as primeiras, destacam-se as regras referentes à ampla divulgação e disseminação de informações, capazes de assegurar a necessária visibilidade às operações do mercado acionário, assim como aquelas que impõem aos potenciais 'insiders' a prestação de informações contínuas sobre as ações por eles negociadas*”.

<sup>249</sup> Artigo 2º da ICVM 358. Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados

<sup>250</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1181. “*A divulgação de fato relevante representa o deslocamento da relação companhia-acionista, do ponto de vista informacional, para um relacionamento companhia e o público em geral, que vem a ser a filosofia do 'disclosure', bem mais ampla do que a satisfação do direito de informação ao acionista*”.

<sup>251</sup> PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 203.

<sup>252</sup> Neste sentido, PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 203.

valores mobiliários, sendo que informações que podem ser importantes para avaliação da atuação dos administradores, condução dos negócios sociais, administração de custos de agência, entre outros, podem não ser de divulgação obrigatória pela regulamentação do fato relevante caso não tenham o poder de influenciar no preço dos valores mobiliários de emissão da companhia<sup>253</sup>.

### *2.1.2 A Lei do Mercado de Valores Mobiliários*

A Lei do Mercado de Valores Mobiliários, concebida na mesma época e juntamente com a Lei das S.A., teve como objetivo auxiliar no desenvolvimento e crescimento do mercado no país, proteger os investidores, e assegurar o funcionamento eficiente dos mercados de bolsa e balcão.

Com a Lei do Mercado de Valores Mobiliários e a criação da CVM, autarquia especializada na regulação do mercado, ficou consolidada a opção legislativa pela regime de disclosure, ao afastar do estado a possibilidade de verificar o mérito das companhias e das emissões, cabendo a este o papel de assegurar a divulgação de informações ao investidor para melhorar sua tomada de decisão<sup>254</sup>.

À CVM passou a incumbência de, nos termos do artigo 8º da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, regulamentar as matérias ali previstas e também na Lei das S.A., administrar os registros instituídos por tais leis, fiscalizar as atividades e os serviços do mercado, propor ao CMN a fixação de valores ou vantagens cobradas por intermediários do mercado, bem como fiscalizar e inspecionar as companhias abertas. Antes desta norma, a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, previa a necessidade de registro dos emissores e emissões junto ao Banco Central do Brasil que, então, era o órgão regulador do mercado de valores mobiliários.

---

<sup>253</sup> Passaremos a uma análise mais detalhadas dos impactos da adoção deste conceito pela legislação e regulamentação no Capítulo 3.

<sup>254</sup> WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Sistema de Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: para além da informação**. Dissertação (mestrado em Direito) - Programa de Pós-graduação em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientador Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro). São Paulo, 2016, pp. 155-156.

Ademais, à CVM foi também atribuído poder disciplinar de apurar, mediante a instauração de processo administrativo, atos ilícitos e práticas não equitativas<sup>255</sup> de administradores, acionistas, membros do conselho fiscal, intermediários e demais participantes do mercado, conforme artigo 9º da Lei do Mercado de Valores Mobiliários<sup>256</sup>, observado que tal competência se restringe ao âmbito administrativo, sem prejuízo de outras responsabilizações nas esferas cível e criminal<sup>257</sup>.

Adicionalmente, nos termos do artigo 4º, VI, é atribuição da CVM (e também do CMN) assegurar o acesso do público em geral a informações sobre os valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as companhias emissoras.

## 2.3 As normas da CVM

Dentre as diversas instruções da CVM, destacaremos três que têm relação direta com a divulgação de informações a regulação do sistema de *disclosure*, quais sejam a ICVM 480, que trata do formulário de referência, a ICVM358 que regula a divulgação de fatos relevantes e também a ICVM 400, que trata do registro como emissor e das ofertas públicas.

### 2.3.1 A ICVM 480 e o Formulário de Referência

Nos termos do Edital de Audiência Pública 07/2008, o objetivo da CVM com a minuta do que viria a se tornar a ICVM 480 foi regular o registro dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados no país, modernizar e aprimorar o regime de divulgação de informações por tais emissores, tentando aproximá-lo

---

<sup>255</sup> Para determinação do conceito de “práticas não equitativas” previsto na Lei do Mercado de Valores Mobiliários, faremos referência ao disposto na Instrução CVM 03, item II, d, que estabelece que prática não equitativa no mercado de valores mobiliários corresponde a “aquela de que resulte, direta ou indiretamente, efetiva ou potencialmente, um tratamento para qualquer das partes, em negociações com valores mobiliários, que a coloque em uma indevida posição de desequilíbrio ou desigualdade em face dos demais participantes da operação”.

<sup>256</sup> Sobre o poder disciplinar da CVM, GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n° 43, ano XX, 1981, pp. 64-65, “(...) a lei 6.385/76 consagrou a ‘summa divisio’ da responsabilidade, enfatizando que a punição administrativa a cargo da CVM será imposta em caráter autônomo, independentemente das consequências civis ou penais dos atos ilegais das práticas não equitativas”.

<sup>257</sup> Artigo 9º, VI da ICVM 358.

de padrões internacionais e melhorar a precificação dos valores mobiliários e a qualidade da decisão dos investidores<sup>258</sup>.

A regulamentação pretendeu consolidar normas relativas ao registro de emissor; criar categorias de emissores; estabelecer regimes de prestação de informações adequados às diferentes categorias de emissores; melhorar a qualidade das informações periódicas prestadas; assegurar padrão uniforme entre as informações periódicas e as que são divulgadas ocasionalmente nos prospectos das ofertas públicas e acelerar o processo de registro de ofertas públicas para emissores que atendam a determinados requisitos.

Em relação à prestação de informações, a autarquia dividiu a obrigação em informações periódicas e eventuais, conforme artigo 13 da ICVM 480.

Para as informações periódicas, a principal mudança proposta pela CVM nessa regulamentação foi a adoção de um modelo de registro de emissores inspirado no “*shelf registration system*” da IOSCO, que consiste em consolidar todas as informações relativas ao emissor em um único documento (o chamado “*shelf document*”), que é arquivado junto ao órgão regulador e deve ser atualizado periodicamente<sup>259</sup>. Nesse sistema, previamente à realização de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, o emissor apenas precisa preparar um documento complementar, mais curto, com as características e condições da oferta. Com isso, a distribuição de valores mobiliários é facilitada tendo em vista (i) a simplificação do documento que será preparado pelos emissores para a oferta (limitado apenas às características da emissão); (ii) a maior agilidade do processo de registro da oferta, considerando que, em tese, o formulário de referência com os dados sobre o emissor já teria sido analisado pelo regulador; e (iii) a redução de custos com a elaboração do prospecto<sup>260</sup>.

---

<sup>258</sup> Nos termos do Edital de Audiência Pública 07/2008, “(...) as informações permanentemente à disposição os investidores permanecem aquém do desejável. Esta deficiência prejudica o bom funcionamento dos mercados secundários. Isto porque, a falta de informações de qualidade no decorrer da vida do emissor ou do papel vai sendo gradativamente descontada do preço. Ademais, papéis cujo nível de informação é insatisfatório tendem a ser menos líquidos. As informações periódicas são, portanto, uma fonte primordial de dados sobre o emissor e os seus valores mobiliários que já estejam admitidos à negociação nos mercados. Elas viabilizam a correta precificação dos títulos durante sua permanência no mercado secundário”.

<sup>259</sup> Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>>, acesso em setembro de 2018. “*The shelf offering system described here refers generally to a registration system in which the issuer files a core disclosure document with the securities regulator, which contains basic information about the company and which is updated on a regular basis. If the issuer wants to issue securities, it may then file a brief supplemental document that discloses information specific to the offering and the securities to be offered*”.

<sup>260</sup> Neste sentido, Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>>, acesso em setembro de 2018, “*The benefit most often cited for shelf systems is that they provide issuers with quicker access to the capital*

Foi criado então o Formulário de Referência, que substituiu o antigo Formulário de Informações Anuais (IAN) e as seções dos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários específicas sobre as características do emissor. Genericamente, as informações a serem divulgadas no Formulário de Referência são divididas em 21 (vinte e um) grupos e buscam cobrir todos os itens importantes para a apreciação do investidor em relação ao emissor<sup>261</sup>. Nos termos do artigo 24 da ICVM 480, o Formulário de Referência deve ser atualizado anualmente ou caso se verifique a ocorrência de determinados eventos<sup>262</sup>.

---

*markets. Issuers can prepare the shelf document without the pressures of an impending offering, and can prepare the offering note quickly when a specific offering is planned, due to the limited contents. If the shelf document is reviewed when it is filed, the time it takes for regulatory review or clearance of an offering note often is shorter than the time required for processing a conventional, full prospectus. Shelf systems also may reduce the issuer's costs associated with producing prospectuses*"; e ainda Edital de Audiência Pública 07/2008 da CVM, "A CVM acredita que outra consequência relevante da consolidação desses documentos é uma maior agilidade nos processos de registro de ofertas de distribuição de valores mobiliários. Uma vez que as informações prestadas em bases periódicas e o prospecto não mais serão incongruentes, o processo de análise dos pedidos de registro tende a ser mais ágil, sem as frequentes exigências da área técnica de se compatibilizar o IAN e o prospecto. A segunda vantagem do sistema proposto é o acesso mais rápido ao mercado em momentos em que surgem janelas de oportunidade. Essa é uma característica que beneficia, sobretudo, os emissores de valores mobiliários. Os emissores terão, constantemente, boa parte das informações necessárias para a realização de uma oferta pronta e arquivada na CVM, preparada de maneira consistente e com a devida calma. (...) Esse sistema beneficia também o investidor. Isto porque, o investidor aprenderá a lidar com o Formulário de Referência e consultá-lo quando necessário. O investidor aprenderá a divisão que este modelo propõe e saberá onde procurar por informações de caráter geral sobre o emissor e onde procurar por informações relativas a uma determinada emissão".

<sup>261</sup> De acordo com o anexo 24 da ICVM 480, as informações divulgadas no Formulário de Referência são divididas nas seguintes categorias: (i) identificação das pessoas responsáveis pelo conteúdo do formulário; (ii) auditores; (iii) informações financeiras selecionadas; (iv) fatores de risco; (v) política de gerenciamento de riscos e controles internos; (vi) histórico do emissor; (vii) atividades do emissor; (viii) negócios extraordinários; (ix) ativos relevantes; (x) comentários dos diretores; (xi) projeções (facultativo); (xii) assembleia geral e administração; (xiii) remuneração dos administradores; (xiv) recursos humanos; (xv) controle e grupo econômico; (xvi) transações com partes relacionadas; (xvii) capital social; (xviii) valores mobiliários; (xix) planos de recompra e valores mobiliários em tesouraria; (xx) política de negociação de valores mobiliários; e (xxi) política de divulgação de informações. As informações de divulgação obrigatória constantes dos itens (iii), (iv), (v), (vii), (x), (xii), (xiii), (xv), (xvi), (xvii) e (xviii) acima são parcialmente dispensadas para emissores da categoria B e os itens (ix), (xiv), (xix), (xx) e (xxi) acima são dispensados para emissores da categoria B.

<sup>262</sup> Nos termos do artigo 24, §3º, da ICVM 480, os emissores da categoria A devem atualizar o formulário de referência no prazo de 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência dos seguintes eventos: (i) alteração de administrador, de membro do conselho fiscal, de membro de comitê estatutário ou de membro dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários, desde que tais comitês ou estruturas participem do processo de decisão dos órgãos de administração ou de gestão do emissor como consultores ou fiscais; (ii) alteração do capital social; (iii) emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente; (iv) alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos; (v) alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias que os levem a ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor; (vi) quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, direta ou indiretamente, ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração; (vii) incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor; (ix) alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas; (x) celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do



Além disso, o formulário deverá ser entregue novamente na data de qualquer pedido de distribuição pública de valores mobiliários.

No que tange ao conteúdo e forma, a norma estabeleceu que os emissores deverão divulgar informações “*verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro*” e “*úteis à avaliação dos valores mobiliários*”, escritas em “*linguagem simples, clara, objetiva e concisa*” e “*de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado*”, disposições que buscam assegurar a transmissão de informações objetivas e de fácil compreensão. Com o intuito de facilitar a visualização e a comparação das informações, a ICVM 480 estabeleceu ainda em diversos dispositivos, em especial no Formulário de Referência, que as informações sejam apresentadas na forma de tabela, acompanhadas de textos com explicações sobre os dados apresentados.

Além disso, dada a complexidade desse tipo de informação, a ICVM 480 apenas faculta aos emissores a divulgação de projeções, mas caso isso ocorra, a companhia deverá adotar uma série de medidas como (i) incluir tais estimativas no formulário de referência, indicando-as como dados hipotéticos sem promessa de desempenho; (ii) inserir as premissas, parâmetros e metodologia utilizados para sua elaboração; (iii) rever tais projeções periodicamente e deverá, a cada trimestre, no formulário de informações trimestrais - ITR e no formulário de demonstrações financeiras padronizadas – DPF; e (iv) confrontar as projeções com os resultados, indicando os motivos para eventuais divergências<sup>263</sup>.

Além do Formulário de Referência, a ICVM 480 estabelece que os emissores deverão divulgar, dentre outras informações periódicas, o Formulário Cadastral, demonstrações financeiras, Formulário de Demonstrações Financeiras Padronizadas – DPF, o Formulário de Informações Trimestrais – ITR e também um Informe sobre o Código Brasileiro de Governança Corporativa.

---

emissor; (xi) decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial; e (xii) comunicação, pelo emissor, da alteração do auditor independente nos termos da regulamentação específica. Já para os emissores da categoria B, a reapresentação do formulário de referência deve ocorrer no prazo de 7 (sete) dias úteis contados da verificação dos seguintes eventos: (i) alteração de administrador; (ii) emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente; (iii) alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias que os levem a ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor; (iv) incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor; (v) alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas; (vi) decretação de falência, recuperação judicial, liquidação judicial ou extrajudicial ou homologação judicial de recuperação extrajudicial; e (vii) comunicação, pelo emissor, da alteração do auditor independente nos termos da regulamentação específica.

<sup>263</sup> Artigo 20 da ICVM 480.

Outra novidade da ICVM 480 foi o reconhecimento de que emissores em recuperação judicial ou extrajudicial, em falência ou em liquidação, as chamadas “situações especiais”, enfrentam maiores dificuldades para cumprir com a sua obrigação de divulgação de informações periódicas e raramente conseguem cumpri-las devidamente. Dessa forma, a instrução buscou melhorar a situação desses emissores, dispensando-os de algumas obrigações. Em resumo, de acordo com os artigos 36 e 38 da instrução, o emissor em recuperação judicial é dispensado de entregar o formulário de referência até a entrega em juízo do relatório circunstanciado ao final do processo de recuperação e o emissor em falência ou liquidação é dispensado do fornecimento de informações periódicas, exceto com relação ao formulário cadastral.

Por fim, vale destacar que, nos termos dos artigos 56 e 57 da instrução, foi assegurada à CVM (em especial, à SEP) a possibilidade de pedir informações adicionais às previstas na norma e esclarecimentos relativos aos dados divulgados, podendo ainda determinar nova divulgação das informações pelo emissor ao mercado, bem como solicitar correções ou modificações das informações divulgadas.

Pesquisa conduzida por Lindenberg Araújo Aragão e Danival Sousa Cavalcante<sup>264</sup> investigou a qualidade das informações prestadas pelas companhias abertas no formulário de referência durante o primeiro ano de aplicação da ICVM 480. Foram analisados os formulários divulgados por 95 (noventa e cinco) empresas listadas no Novo Mercado em relação ao ano de 2010 com divulgação em 2011, em relação a cinco temas, quais sejam: (i) fatores de risco; (ii) riscos de mercado; (iii) comentários dos administradores; (iv) assembleia geral e conselho de administração; e (v) remuneração dos administradores. No total, de 1425 (mil quatrocentas e vinte e cinco) observações analisadas entre todos os critérios, 49,4% (quarenta e nove inteiros e quatro décimos por cento) foram consideradas completas, isto é, estavam presentes e atendiam ao quesito indagado pelo regulador<sup>265</sup>. Para

---

<sup>264</sup> ARAÚJO ARAGÃO, Lindenberg; SOUSA CAVALCANTE, Danival. “Qualidade das Informações do Formulário de Referência nas Empresas Brasileiras Listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa”. **RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, vol. 13, issue 3, 2014, pp. 1089-1118.

<sup>265</sup> ARAÚJO ARAGÃO, Lindenberg; SOUSA CAVALCANTE, Danival. “Qualidade das Informações do Formulário de Referência nas Empresas Brasileiras Listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa”. **RACE-Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, vol. 13, issue 3, 2014, pp. 1104-1109. Com os resultados segregados por tema, as principais conclusões do trabalho foram as seguintes: (i) em relação ao tópico “fatores de risco”, 69,5% (sessenta e nove inteiros e cinco décimos por cento) das informações foram consideradas completas e 30,5% (trinta inteiros e cinco décimos por cento) das informações foram consideradas incompletas, genéricas ou ausentes, sendo que diversas repetições de textos de um empresa por outra foram observadas (78,9% (setenta e oito inteiros e nove décimos por cento) das informações genéricas representam repetições); (ii) em relação ao tópico “riscos de mercado”, os autores identificaram que 82,6% (oitenta e dois inteiros e seis décimos por cento) das informações são genéricas, incompletas ou ausentes, tendo sido

os autores, a pesquisa apresentou um resultado positivo para o primeiro ano de aplicação da ICVM 480.

No que concerne à divulgação de arbitragens nas quais a companhia esteja envolvida, destacamos os itens 4.3, 4.4, 4.5 e 4.6 do Formulário de Referência, inseridos na categoria de “fatores de risco”.

O item 4.3 do Formulário de Referência prevê a divulgação da descrição dos processos judiciais, administrativos ou arbitrais nos quais a companhia ou suas controladas sejam parte, desde que (i) não estejam sob sigilo e (ii) sejam relevantes para os negócios da companhia ou de suas controladas. Para os processos que se enquadrem nesta categoria, a instrução requer o fornecimento das seguintes informações : (a) juízo, (b) instância, (c) data de instauração, (d) partes, (e) valores bens ou direitos envolvidos, (f) principais fatos, (g) se a chance de perda é provável, possível ou remota, e (h) a análise do impacto em caso de perda, e ainda (i) o valor total provisionado dos processos. Considerando que, conforme já demonstrado, as arbitragens são, em sua maioria confidenciais, entendemos que o dispositivo, apesar de mencionar os processos arbitrais, é inócuo, uma vez que muito provavelmente os procedimentos arbitrais estarão na exceção dos processos sigilosos.

Já o item 4.4 do Formulário de Referência requer a divulgação de processos judiciais, administrativos ou arbitrais, que não estejam em sigilo, nos quais a companhia ou suas controladas e cujas partes contrárias sejam: administradores ou ex-administradores, controladores ou ex-controladores ou investidores do emissor ou de suas controladas. Para esses processos, são solicitadas as mesmas informações dos itens (a) a (i) indicados acima para o tópico 4.3 do formulário. Se, de um lado, o dispositivo é interessante, pois reflete a preocupação da CVM em dar ciência ao mercado a respeito de litígios entre a companhia e seus controladores e administradores; de outro, acaba sendo inócuo (assim como o item 4.3) no que concerne a procedimentos arbitrais sigilosos. Nestes casos, cobertos pelo sigilo, a divulgação não é necessária.

---

observadas fugas do tema e ausência de estrutura de gerenciamento dos riscos; (iii) em relação ao tema “comentários dos administradores” sobre controles internos, foi verificado o mesmo padrão de resposta e a falta de manifestação sobre o nível de eficiência dos controles internos, totalizando 71,6% (setenta e um inteiros e seis décimos por cento) de informações incompletas, genéricas ou ausentes; (iv) em relação ao tema “assembleia geral e conselho de administração”, quase todas as empresas se limitam a transcrever trechos da lei como mecanismo de administração de conflitos de interesses, correspondendo a 84,7% (oitenta e quatro inteiros e sete décimos por cento) de informações incompletas, genéricas ou ausentes; e, por fim, (v) em relação à “remuneração dos administradores”, verificou-se a completude das informações em 67,9% (sessenta e sete inteiros e nove décimos por cento) dos casos.

Por fim, o item 4.5 trata dos processos sigilosos relevantes em que a companhia ou suas controladas sejam partes, obrigando à divulgação do impacto em caso de perda e dos valores envolvidos<sup>266</sup>. É de se notar, assim como nos itens 4.3 e 4.4, que a norma faz a qualificação do processo como “relevante” para fins de divulgação, isto é, somente deverão ser divulgados processos sigilosos que, na visão da administração da companhia, sejam relevantes.

Nós fizemos uma consulta ao item 4.5 do Formulário de Referência das companhias listadas no Novo Mercado e verificamos que das 143 (cento e quarenta e três) companhias, 26 (vinte e seis) fazem apontamentos sobre processos sigilosos em tal item do formulário, das quais 17 (dezessete) dizem respeito a procedimentos arbitrais. Como não há regra para a divulgação das informações sobre tais processos, constatamos a falta de uniformidade quanto aos dados que deveriam ser divulgados. Dentre as companhias que reportam procedimentos arbitrais, 7 (sete) divulgaram o nome das partes, 1 (uma) divulgou o nome dos árbitros, 11 (onze) divulgaram o valor envolvido, seja de modo individualizado ou global para todos os procedimentos arbitrais, 8 (oito) incluíram descrição mais detalhada acerca do objeto do litígio e 12 (doze) incluíram descrição sobre o impacto em caso de perda. A nosso ver, o resultado mais curioso, porém, vem das companhias que não reportaram processos no item 4.5. Das 116 (cento e dezesseis) companhias nesta situação, aproximadamente 62,9% (sessenta e dois inteiros e nove décimos por cento) se limitaram a dizer que, ressalvadas certas variações de linguagem, “não há processos sigilosos relevantes”, o que deixa, a nosso ver, em aberto a dúvida acerca da não existência de processos sigilosos ou da não existência de processos sigilosos “relevantes”. Apenas 22 (vinte e duas) companhias, isto é, cerca de 18,9% (dezoito inteiros e nove décimos por cento) incluíram linguagens mais diretas tratando da não existência de “processos sigilosos” ou “não aplicável”<sup>267</sup>.

---

<sup>266</sup> Item 4.5 do Formulário de Referência constante da ICVM 480: Em relação aos processos sigilosos *relevantes* em que o emissor ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima, analisar o impacto em caso de perda e informar os valores envolvidos. (grifo nosso).

<sup>267</sup> Esse levantamento foi realizado em janeiro de 2019, por meio da consulta ao item 4.5 da versão mais atualizada dos formulários de referência das companhias abertas listadas no Novo Mercado, conforme disponibilizado no sítio eletrônico da CVM. Para fins de identificação da lista de companhias do segmento, foi utilizada a tabela constante do sítio eletrônico da B3. Considerando que as respostas ao formulário são discursivas, isto é, são elaboradas livremente pelas companhias, nós nos deparamos com a dificuldade de comparação e de análise, de modo que, alguma dose de subjetividade certamente existirá. Não obstante, procuramos classificar as respostas por semelhança, ainda que as palavras e a redação não fossem as mesmas. O Anexo I ao presente trabalho contém uma tabela com a listagem das companhias, a data da última apresentação ao sítio eletrônico da CVM e o teor da divulgação.

### 2.3.2 A ICVM 358 e os Fatos Relevantes

A ICVM 358 trata da divulgação de informações sobre atos e fatos relevantes, regulamentando o disposto no artigo 157, §4º, da Lei das S.A.

A ICVM 31 foi inteiramente revogada pela ICVM 358, que, em linha com a reforma da Lei das S.A. promovida pela Lei 10.303/01, reforçou as regras relativas à vedação do uso de informação privilegiada e aprimorou as normas sobre divulgação de ato e fato relevante. A Nota Explicativa nº 28/84 expedida pela CVM em referência à ICVM 31, apresenta, de modo ainda atual, o objetivo da regulamentação sobre a divulgação e uso de informação sobre ato ou fato relevante, que consiste em estimular a confiança do investidor no mercado, viabilizando que sua decisão seja mais consciente e informada, bem como garantir que o acesso à informação seja uniforme de modo a atingir todo o público ao mesmo tempo, vedando a negociação por com base em informação privilegiada<sup>268</sup>.

A ICVM 31 já definia como “relevante”<sup>269</sup>, qualquer deliberação da assembleia geral ou órgãos da administração ou qualquer ato ou fato relacionado aos negócios que pudesse influir, de modo ponderável, (i) na cotação dos valores mobiliários, (ii) na decisão dos investidores de negociarem com tais valores; ou (iii) na determinação dos investidores de exercerem direitos relativos à condição de titulares dos valores emitidos pela companhia<sup>270</sup>.

---

<sup>268</sup> Neste sentido, a Nota Explicativa 28/84, “*O desenvolvimento do mercado de valores mobiliários encontra-se condicionado à confiança que o seu funcionamento possa inspirar ao público investidor. O elemento confiança será estimulado a partir da garantia de que as informações disponíveis a uma das partes, ao negociar com valores mobiliários, devem, também, ser conhecidas pela outra parte. Tal objetivo somente poderá ser alcançado através de imediata, completa e precisa divulgação dos atos ou fatos relevantes ocorridos nos negócios da companhia aberta. (...) O objetivo primordial do sistema de divulgação acima articulado é propiciar ao investidor uma decisão consciente, embasada numa ampla gama de informações que espelhem fidedignamente a situação da companhia. Garantida a efetividade do sistema de informações, pretende-se, adicionalmente, garantir ao investidor que pessoas intimamente ligadas aos negócios da companhia não poderão utilizar-se de informações ainda não disseminadas ao público. Só assim se promoverá a confiabilidade do investidor no mercado de valores mobiliários*”.

<sup>269</sup> Verifica-se que desde essa regulamentação inicial da CVM sobre o assunto, já se adotava o critério de relevância do ato ou fato como associado ao valor dos valores mobiliários emitidos pela companhia.

<sup>270</sup> Artigo 1º da ICVM 31: Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato ocorrido nos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta; ou

II - na decisão dos investidores em negociar com aqueles valores mobiliários; ou

III - na determinação de os investidores exercerem quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia.

A ICVM 358, similarmente à ICVM 31<sup>271</sup>, define como “relevante” em seu artigo 2º, qualquer decisão do acionista controlador, deliberação de assembleia ou quaisquer outros órgãos de administração, ou qualquer outro ato ou fato relacionado aos negócios da companhia que possa influir na cotação dos valores mobiliários da companhia, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter tais valores mobiliários ou ainda na decisão dos investidores de exercer direitos relacionados aos valores dos quais são titulares.

Nos termos do artigo 44 da ICVM 480, toda companhia aberta deverá indicar, dentre seus diretores estatutários, o responsável pela relação com os investidores. A ICVM 358 atribuiu a tal diretor um papel diferenciado dos demais diretores, uma vez que este acumula, adicionalmente às responsabilidades inerentes ao cargo de diretor, encargos relativos à relação da companhia com o mercado<sup>272</sup>, independentemente da menção a tais atribuições constar, ou não, do estatuto social da companhia<sup>273</sup>. Ao diretor de relação com os investidores é atribuída a responsabilidade de realizar a divulgação dos atos e fatos relevantes relativos aos seus negócios, por meio do envio à CVM e, se for o caso, à bolsa de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado na qual os valores mobiliários da companhia são admitidos à negociação. Adicionalmente, caberá a ele ainda fazer com que a

---

<sup>271</sup> A ICVM 358 mantém substancialmente a definição de “relevante” da ICVM 31, mas traz algumas alterações, quais sejam (i) a inclusão de “qualquer decisão do acionista controlador” como evento potencialmente relevante em adição à deliberação da assembleia geral ou dos órgãos da administração; (ii) a inclusão de exemplos da natureza dos atos ou fatos que podem ser relevantes, indicando aqueles “de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios”; e (iii) em relação ao potencial de influenciar na cotação dos valores mobiliários ou na decisão dos investidores de exercerem direitos (incisos I e III), a ICVM 358 incluiu a disposição de que se trata dos “valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”. Para melhor esclarecimento, reproduzimos abaixo o artigo 2º, *caput*, da ICVM 358 com as alterações em relação ao artigo 1º, *caput*, da ICVM 31, destacadas em itálico:

Art. 2º - Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer *decisão de acionista controlador*, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato *de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro* ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta *ou a eles referenciados*;

II - na decisão dos investidores *de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários*;

III - na *decisão dos* investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia *ou a eles referenciados*.

<sup>272</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/5928, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. 17.04.2007, “O diretor de relações com investidores é um diretor diferenciado dentre os demais, pois, na qualidade de administrador da companhia, ele assume não só as obrigações ordinárias de todos os diretores, com relação à companhia e aos acionistas (inclusive minoritários), mas encargos adicionais de zelar pelo cumprimento de certas obrigações dos administradores em relação ao mercado. Tem, portanto, deveres específicos, previstos na Lei 6.404/76 e regulados pela Instrução 358/02 e por outras normas específicas”.

<sup>273</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1190.

divulgação dos fatos relevantes seja anterior ou simultânea à veiculação pela imprensa ou por quaisquer outros meios de comunicação.

Independentemente dessa responsabilidade atribuída originariamente ao diretor de relações com investidores, nos termos do artigo 3º, acionistas controladores, outros diretores, membros do conselho de administração ou conselho fiscal e de quaisquer outros órgãos que desempenhem funções técnicas ou consultivas, deverão comunicar atos e fatos relevantes dos quais tomem conhecimento ao diretor de relações com investidores, para que este proceda com a sua divulgação. A ICVM 358 estabelece ainda que caso tais pessoas constatem qualquer omissão por parte do diretor de relação com investidores na divulgação de ato ou fato relevante, estas deverão realizar a comunicação diretamente à CVM.

A fim de que seja feita a divulgação apropriada dos fatos relevantes, inicialmente caberá ao diretor de relações com investidores julgar e definir se determinado fato é relevante, nos termos da regulamentação aplicável. Para tanto, em primeiro lugar, deve-se considerar que o critério da relevância é baseado no potencial de influência da informação, isto é, basta o mero potencial, não sendo necessário o efetivo impacto<sup>274</sup>. Tendo isso em vista, caberá ao administrador julgar se determinado fato tem ou não o condão de impactar o mercado e os investidores, nos termos do artigo 2º da ICVM 358. Importante observar ainda que fatos de qualquer natureza podem ser considerados relevantes, desde os mais intuitivos como financeiros e societários, até fatos de caráter operacional, negocial, patrimonial, dentre outros. É importante ainda que o administrador considere as características qualitativas do fato, e não somente as quantitativas, para julgar a necessidade

---

<sup>274</sup> Neste sentido, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007, “*Tanto a Lei 6.404/76 quanto a Instrução 358/02 apresentam conceitos gerais (standards) a serem utilizados pela administração da companhia aberta para, frente a um fato concreto, definir se está diante de um fato relevante. Sobre esses textos normativos, é importante perceber que eles consideram relevante um fato que “pode” influenciar. Não se exige, portanto, a efetiva influência, basta que tenha “força suficiente” para influenciar. Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá, via de regra, antes que ele seja de conhecimento do 12/19 público, na maioria das vezes, o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É, por isso, que a análise é sobre a “potência” de impacto e não sobre o real impacto.*”

de sua divulgação<sup>275</sup>. Adicionalmente, admite-se como relevantes fatos que, mesmo não originados na companhia, possam impactá-la e a seus negócios<sup>276</sup>.

Para fins de exemplificação, o parágrafo único do artigo 2º elenca alguns exemplos da fatos que podem ser considerados relevantes, quais sejam: “(i) assinatura de acordo ou contrato de transferência do controle acionário da companhia, ainda que sob condição suspensiva ou resolutiva; (ii) mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; (iii) celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; (iv) ingresso ou saída de sócio que mantenha, com a companhia, contrato ou colaboração operacional, financeira, tecnológica ou administrativa; (v) autorização para negociação dos valores mobiliários de emissão da companhia em qualquer mercado, nacional ou estrangeiro; (vi) decisão de promover o cancelamento de registro da companhia aberta; (vii) incorporação, fusão ou cisão envolvendo a companhia ou empresas ligadas; (viii) transformação ou dissolução da companhia; (ix) mudança na composição do patrimônio da companhia; (x) mudança de critérios contábeis; (xi) renegociação de dívidas; (xii) aprovação de plano de outorga de opção de compra de ações; (xiii) alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos pela companhia; (xiv) desdobramento ou grupamento de ações ou atribuição de bonificação; (xv) aquisição de ações da companhia para permanência em tesouraria ou cancelamento, (xvi) alienação de ações assim adquiridas; (xvii) lucro ou prejuízo da

---

<sup>275</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007, “*Fatos podem ser relevantes independentemente de sua natureza (operacionais, patrimoniais, financeiros ou societários) e mesmo que não tenham impacto direto ou potencial relevantes sobre a operação, o patrimônio, as finanças da companhia ou os direitos dos acionistas. Isso porque um determinado fato pode fornecer elementos sobre a capacidade dos administradores (e, conseqüentemente, o rumo de longo prazo da companhia e a maneira com que os negócios sociais serão tratados no longo prazo) ou, ainda, pode demonstrar a forma de tratamento pela administração da companhia de cada uma das classes interessadas (acionista controlador, acionistas não controladores, acionistas sem direito a voto, credores, empregados, administradores, comunidade – vide art. 116, § único) e, com isso, alterar o valor relativo entre os tipos e espécies de valores mobiliários (a relação de preços entre as ações e os valores mobiliários de renda fixa, por exemplo, ou entre as ações ordinárias e as preferenciais) ou mesmo quanto ao valor absoluto do valor mobiliário (maior interesse em ajudar a comunidade ou compartilhar lucros com os empregados pode resultar em diminuição dos lucros distribuíveis aos acionistas e, com isso, prejudicar o valor das ações). Por esses motivos, também as características qualitativas do fato, e não apenas as quantitativas, devem ser utilizadas na definição sobre a relevância de um dado fato empresarial*”.

<sup>276</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1187, “*Outro aspecto a se destacar é que foi abandonado o conceito de que o fato relevante deveria ser produzido pela companhia, no sentido de que seria resultado de atos da companhia ou fatos que a envolvessem diretamente. Atualmente, tem-se por fatos relevantes não só aqueles que são produzidos pela companhia, mas também aqueles que mesmo não sendo produzidos pela companhia possam, de alguma forma, ter impactos relevantes sobre a companhia e seus negócios ou seus valores mobiliários*”.



companhia e a atribuição de proventos em dinheiro; (xviii) celebração ou extinção de contrato, ou o insucesso na sua realização, quando a expectativa de concretização for de conhecimento público; (xix) aprovação, alteração ou desistência de projeto ou atraso em sua implantação; (xx) início, retomada ou paralisação da fabricação ou comercialização de produto ou da prestação de serviço; (xxi) descoberta, mudança ou desenvolvimento de tecnologia ou de recursos da companhia; (xxii) modificação de projeções divulgadas pela companhia; e (xxiii) pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia”.

Sobre a lista acima, existem dois aspectos a serem destacados, o primeiro é que se trata de rol não taxativo<sup>277</sup>, que tem apenas a finalidade de ilustrar situações que potencialmente precisariam ser divulgadas ao mercado. O segundo, o fato de determinada situação estar indicada no rol do parágrafo único não faz dela necessariamente um fato relevante<sup>278</sup>. Para a determinação da relevância, o administrador deverá analisar o caso concreto<sup>279</sup>, uma vez que certa deliberação pode ser relevante para uma companhia e não o

---

<sup>277</sup> Neste sentido, o voto do ex-diretor da CVM, Eli Loria, no Processo CVM nº RJ 2004/5042, “*O elenco de situações relacionadas no art. 2º, PU, da Instrução CVM Nº 358/02 é meramente exemplificativo e tem por objetivo dar um guia para os administradores das companhias abertas que deverão julgar, caso a caso, a conveniência de divulgar as informações confidenciais, ponderando entre o dever de informar e o dever de sigilo, nos termos do artigo 157 da Lei Nº 6.404/76*”. Adicionalmente, no mesmo sentido, Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007, “*A Instrução 358/02 ainda complementa o art. 157, §4º, com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (ver art. 2º, § único). Essa lista, no entanto, nem exaure as possibilidades de fato relevante nem determina um fato relevante, sendo necessário, sempre, analisar os dados concretos do fato e da companhia a que ele se refere*”.

<sup>278</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1187, “(...) o elenco se refere a fatos que são potencialmente - e não necessariamente - relevantes, o que impõe a conclusão de que não é porque consta do rol da Instrução CVM n. 358 que o evento é, por isso, um fato relevante na companhia específica. Isso porque embora certamente existam hipóteses que configurem fato relevante em qualquer companhia, o que é ou não fato relevante precisa ser verificado à luz da realizada de uma determinada companhia e do efeito que o evento específico tem sobre ela, de modo que o que é relevante para uma certa companhia pode não o ser, necessariamente, para outra companhia”.

<sup>279</sup> STUBER, Walter Douglas. “As Novas Regras Para Divulgação e Uso de Informações Sobre Atos ou Fatos Relevantes Relativos às Companhias Abertas Brasileiras”. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 16, 2002, p. 254, “*Obviamente, os eventos acima elencados são meros exemplos, e cada caso concreto deverá ser analisado separadamente, pois, muito embora um determinado ato ou fato possa ser considerado, em princípio, potencialmente relevante, o ato ou fato somente será relevante na medida em que afete ou possa afetar de maneira significativa a cotação, a negociação (compra e venda), a manutenção dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a ela referenciados ou o exercício de direitos inerentes a esses valores mobiliários*” ; Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2002/1822, Rel. Norma Jonssen Parente, julgado em 6 de maio de 2005, “*Embora a Instrução forneça uma lista de fatos potencialmente relevantes, entre os quais se incluem a cisão e incorporação de sociedades, a avaliação da efetiva repercussão destes eventos no valor da companhia há de ser analisada caso a caso, à luz dos critérios supracitados*”.

ser para outra e o contexto no qual o fato se insere pode tornar um evento que, isolado não teria importância, em um fato relevante<sup>280</sup>.

Vale lembrar ainda que fatos não concluídos podem ser relevantes mesmo que relativos a negócios em andamento<sup>281</sup>. Como já mencionado, caberá ao administrador da companhia o julgamento a respeito do momento da realização das divulgações. Não obstante, entende-se que, em relação a informações não definitivas, a divulgação deverá ocorrer, desde que haja certa concretude e não se trate apenas de especulação ou intenção em estágio muito preliminar. Nesses casos, é recomendável que a divulgação ocorra de forma gradual, à medida em que a informação vá tomando forma e ganhando novos elementos<sup>282</sup>.

Embora a regra geral dite que a divulgação de fatos relevantes deve ser imediata, o *caput* do artigo 6º da ICVM 358 (em linha como o artigo 157, §5º da Lei das S.A.) reconhece que, em determinadas circunstâncias, é possível que a divulgação coloque em risco interesse legítimo da companhia e, para esses casos, permite que os administradores não procedam à sua imediata divulgação em caráter de exceção. Naturalmente, a intenção do regulador com essa exceção não é afastar a publicização de fatos que possam afetar negativamente o preço dos valores mobiliários ou a reputação da empresa. Se assim o fosse, estaria institucionalizada a retenção de informações negativas sobre a companhia. A intenção é meramente proteger situações em que a divulgação possa arriscar interesse da companhia, como, por exemplo, o impedimento à conclusão de determinado negócio, a conquista de um

---

<sup>280</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007, “*Em certas situações, um fato não é relevante, se olhado isoladamente, ou se forem consideradas, segregadamente, suas características quantitativas e qualitativas. Por isso, a administração deve analisar a relevância de um fato a partir do conjunto de informações de que dispõe e ponderando, de forma agregada, as informações quantitativas e qualitativas. Dessa forma, uma informação não deixará de ser relevante se a companhia dividir a sua implementação, sua divulgação ou sua análise em várias etapas, que, isoladamente, não sejam relevantes.*”

<sup>281</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM RJ nº 2006/5928, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, j. 17.04.2007, “*Não se exige que a informação seja definitiva ou esteja formalizada para que se considere um fato como relevante e, portanto, sujeito ao dever de divulgação. Basta que a informação não seja meramente especulativa, mera intenção não baseada em fatos concretos. (...) Para que um fato relevante seja divulgável não é preciso que se conheça todos os seus elementos. Muitas vezes, deve se fazer a divulgação aos poucos, à medida que as informações venham a ser produzidas.*”

<sup>282</sup> Inquérito Administrativo CVM nº 22/99, Rel. Marcelo Trindade, julgado em 16 de agosto de 2001, “*as empresas divulgaram as informações à medida que se tornaram disponíveis e minimamente concretas, mas sem aguardar o desfecho detalhado do assunto, evitando assim que se perdesse o controle sobre a informação, (...) a informação deve ser disponibilizada tão logo mereça esse nome, isto é, desde que se trate não de mero projeto inicial e desconexo, mas se tenha traduzido em objetivo concreto da administração ou do controlador. O juízo do administrador é o mais sábio para atestar o momento em que se passa do campo da mera expectativa para o da possibilidade real sobre a efetivação de um negócio, de uma perda ou de um lucro, e a eventual incerteza quanto à concretização final do evento não deve afastar o dever de informar, desde que, naturalmente, seja feita a ressalva quanto àquela incerteza*”.

cliente ou fornecedor, ou o desenvolvimento de um produto ou serviço<sup>283</sup>. Cumpre destacar que ambas as normas indicando a necessidade de divulgação e a possibilidade de retenção da informação em nome do interesse social estão no mesmo nível e não há hierarquia entre elas, assim, a opção pelo tratamento de exceção deve sempre ser fundamentada e, se necessário, devidamente justificada pela companhia.

O artigo 7º da ICVM 358 prevê que a própria CVM poderá, mediante solicitação de administradores, acionista ou de ofício, decidir sobre a prestação de informação que tenha deixado de ser divulgada, na forma do *caput* do artigo 6º da instrução. Neste cenário, caso a CVM decida pela divulgação do ato ou fato relevante, ela determinará ao interessado que proceda à sua imediata divulgação nos termos da lei, sem prejuízo da eventual responsabilização pela não divulgação.

A prerrogativa de não divulgação do *caput* do artigo 6º, porém, cessa imediatamente caso (i) a informação vaze para o mercado ou (ii) ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade dos valores mobiliários da companhia em negociação, nos termos do parágrafo único do artigo 6º. Nesses casos, os administradores e controladores ficam obrigados a, diretamente ou por meio do diretor de relação com investidores, comunicar o fato à CVM e à bolsa ou entidade de balcão organizado e proceder com a sua divulgação. No primeiro caso, entende-se como vazamento da informação a situação na qual a administração da companhia não tem mais condições de assegurar a confidencialidade da informação, que é, então, divulgada pela imprensa ou objeto de boatos generalizados entre os participantes do mercado<sup>284</sup>. Nesses casos, o fundamento da divulgação imediata é promover o nivelamento dos participantes do mercado em relação ao conhecimento da informação. No tocante à segunda hipótese, há de se reconhecer que a constatação de oscilações atípicas na cotação ou negociação dos valores mobiliários de determinada companhia é um indício de que alguma informação pode ter vazado para o mercado<sup>285</sup>. Neste cenário, o propósito da divulgação imediata de fato relevante é evitar negociações com

---

<sup>283</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1197.

<sup>284</sup> SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 1189.

<sup>285</sup> Sobre rumores no mercado e a necessidade de divulgação de fato relevante ainda que relacionado a informações sobre negócios inacabados, Processo Administrativo Sancionador 11/04, Rel. Wladimir Castelo Branco Castro, j. 13.12.2005, “*Caso, por algum motivo, tivessem essas negociações chegadas ao conhecimento do público, ainda que como rumores, aí seria dever dos administradores, em que pese o caráter embrionário das negociações, dar uma satisfação ao mercado*”.

informação privilegiada, tendo, portanto, finalidade preventiva<sup>286</sup>. Vale ainda destacar que o ônus da prova da falta de conexão entre a informação não divulgada e a oscilação atípica é do diretor de relações com investidores, afinal é possível que haja oscilações fora do padrão normal não relacionadas à falta de divulgação de fatos relevantes ao mercado<sup>287</sup>.

Em relação a procedimentos arbitrais de modo específico, a ICVM 358 menciona a divulgação da propositura de procedimentos arbitrais que possam a situação econômico-financeira da companhia como um exemplo de fato relevante, para fins do seu artigo 2º. Como a lista é exemplificativa e depende da análise do caso concreto, pode-se afirmar que o procedimento arbitral não é um fato relevante *per se*, mas depende da análise da relevância, conforme definido no mesmo artigo 2º.

Adicionalmente, considerando que as regras não estabelecem o conteúdo da divulgação do fato relevante, na prática, o que se observa, quando há divulgação de fato relevante sobre a arbitragem, é a prestação de informações superficiais e pouco detalhadas<sup>288</sup>.

---

<sup>286</sup> Processo Administrativo Sancionador CVM n. RJ 2007/1079, Rel. Eli Loria, j. 10/07/2007, declaração de voto do diretor Pedro Silva Marcílio de Sousa, “*A função da divulgação em caso de perda do controle sobre a informação, como já disse, tem por objetivo colocar todos os participantes no mesmo nível. Já a obrigação de divulgar em caso de oscilação atípica tem outra função. Neste caso, nivelar o nível de conhecimento entre os investidores não é a finalidade, mas o meio (não se sabe, ainda, se alguns investidores tenham conhecimento da informação, mas a legislação presume que isso possa ocorrer). O fim é evitar eventual negociação com informação privilegiada. A divulgação é, portanto, preventiva. Assim, em caso de oscilação atípica, o ônus de comprovar a falta de ligação entre a informação não revelada e a oscilação atípica é do diretor de relação com investidores e não da CVM ou do investidor prejudicado, conforme o caso*”.

<sup>287</sup> Inquérito Administrativo CVM n° 22/99, Rel. Diretor Marcelo Trindade, julgado em 16 de agosto de 2001, “*A existência de oscilações das cotações e do volume de ações no mercado é um indício, mas não uma prova de falta de informação, informação defeituosa ou ‘insider trading’.* É preciso que a falta de informação seja confirmada, pela superveniência de alguma informação omitida; que o defeito da informação seja comprovado, pela constatação de que havia mais ou melhor a dizer-se, de material, naquele momento; que a negociação e o benefício do insider sejam detectados, e se verifique que a operação ocorreu no momento em que a informação material ainda era sigilosa”.

<sup>288</sup> PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 156; GORGA, Érica. “Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro”. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, “*Uma simples análise dos fatos relevantes já divulgados ao mercado demonstra que, normalmente, eles se limitam à divulgação sobre a instalação ou a existência de procedimento arbitral envolvendo determinada companhia. Não provêm as informações substanciais necessárias e suficientes para o julgamento do mercado e dos investidores sobre a lisura e pertinência de operações, atos societários, condutas e ações tomadas pelos administradores ou demais partes envolvidas no conflito, dificultando, assim, a sua decisão de tornar-se ou não acionista ou investidor daquela companhia*”.

### 2.3.3 A ICVM 400 e as ofertas públicas

Mesmo sem abordar a questão da divulgação sobre procedimentos arbitrais, optamos por também destacar a ICVM 400 nesta parte do trabalho, pois os registros aplicáveis às companhias abertas fazem parte da política de divulgação de informações adotada no país.

O registro de companhia e das emissões de valores mobiliários não é um fim em si mesmo, mas um meio de viabilizar a divulgação e o acesso do investidor a informações da companhia<sup>289</sup>. A ICVM 400 trata das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário e, nos termos do seu artigo 1º, tem o objetivo de “assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento equitativo aos ofertados e de requisitos de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e demais pessoas envolvidas”.

A instrução determina primordialmente que toda emissão de valores mobiliários estará sujeita a registro prévio perante a CVM<sup>290</sup>. Para fins de esclarecimento, o artigo 3º apresenta o conceito de distribuição pública, que engloba qualquer “venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários”, na qual conste, resumidamente, qualquer dos seguintes elementos: (i) listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios; (ii) procura de subscritores ou adquirentes indeterminados para valores mobiliários; (iii) negociação em loja ou escritório aberto ao público destinada a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou (iv) utilização de publicações em geral com o fim de promover a oferta; ressalvado que há casos nos quais é admissível pedido de dispensa do registro e nos quais a dispensa pode ocorrer automaticamente.

De acordo com o artigo 38, “prospecto” é o documento elaborado pelo ofertante e a instituição líder da distribuição, com “informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento”, incluindo dados sobre a oferta, os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos assegurados aos seus titulares, o ofertante,

---

<sup>289</sup> EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**, 3ª Ed. São Paulo: Renovar, 2011, p. 142.

<sup>290</sup> Artigo 2º da ICVM 400.

a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira e os terceiros garantidores de obrigações relacionadas à oferta ou que venham a ser destinatários dos recursos a serem captados com a oferta. Independentemente de toda a lista de informações prevista para divulgação quando da oferta, a CVM poderá sempre pedir as informações adicionais que julgar pertinentes<sup>291</sup>.

De acordo com o artigo 54-A da ICVM 400, todas as divulgações previstas na instrução deverão estar amplamente disponíveis e acessíveis aos investidores, no sítio eletrônico da emissora, do ofertante, da instituição intermediária, das entidades administradoras do mercado onde os valores mobiliários serão negociados e da CVM e devem ser divulgadas, sempre que possível, antes da abertura ou após encerramento do pregão.

O artigo 56 da instrução prevê ainda a responsabilidade do ofertante pela “*veracidade, consistência, qualidade e suficiência*” das informações prestadas durante o registro e a distribuição. Já a instituição líder da oferta, deverá agir com “*elevados padrões de diligência*” para assegurar que as informações atendam aos critérios de veracidade, consistência, correção e suficiência, de modo a viabilizar uma decisão fundamentada por parte dos investidores. Tanto a instituição líder quanto o ofertante deverão declarar que o prospecto contém todas as informações relevantes necessárias ao conhecimento dos investidores, sendo os administradores da instituição líder, do ofertante e do emissor responsáveis pelo cumprimento das obrigações impostas a cada um, dentro de suas competências, conforme artigos 56-A, 56-B e 56-C.

Por fim, de acordo com o artigo 59, dentre outras hipóteses, a realização de distribuição sem registro prévio ou com prestação de informações “*falsas ou tendenciosas*” no prospecto, serão consideradas faltas graves, nos termos do artigo 11, §3º, da Lei do Mercado de Valores Mobiliários e estarão sujeitas às penalidades de (i) inabilitação temporária para o exercício de cargo de administração ou conselheiro fiscal; (ii) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades objeto da regulação pela lei, (iii) inabilitação temporária para o exercício das atividades objeto da regulação pela lei, (iv) proibição temporária de praticar atividades ou operações para integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM ou (v) proibição temporária de atuar em uma ou mais modalidades de operação no mercado.

---

<sup>291</sup> Artigo 39, §2º da ICVM 400.

A instrução confirma claramente a preocupação da CVM com o fornecimento de informações aos investidores de modo a deixá-los mais aptos para a toma de decisão consciente<sup>292</sup>.

## 2.4 Ponderações sobre a divulgação mandatória de informações

Com base no que foi apresentado até o momento nesta primeira parte do trabalho, entendemos que a regulação sobre a divulgação mandatória de informações representa, de um lado, uma ferramenta para o acionista, o investidor e os órgãos reguladores, de fiscalização da administração e da gestão da companhia e, de outro lado, um custo para a companhia e para o estado, com toda a formação do sistema e do aparato regulatório relacionado. Quanto à primeira ponderação, o regime mandatório de divulgação, em oposição à divulgação espontânea em um cenário não regulado, traz o benefício da padronização e da disponibilização da informação mais acessível ao investidor e, portanto, permite que a sua compreensão dos dados disponibilizados seja potencialmente melhor do que em caso de divulgações não padronizadas com relação a forma, periodicidade e conteúdo. Além disso, compartilhamos do posicionamento de diversos autores quanto à função exercida pelo *disclosure* mandatório na fiscalização da gestão, redução dos custos de agência e consequente aprimoramento da governança<sup>293</sup>. Em contrapartida, a formação e

---

<sup>292</sup> A manifestação expressa da necessidade de informação ao investidor para a tomada de decisão aparece de forma reiterada na ICVM 400, nos seguintes dispositivos: (i) artigo 4º, §4º, inciso I, alínea (b), ao tratar da hipótese de pedido de dispensa de registro por oferta dirigida exclusivamente a investidores qualificados, indicando que, no pedido de dispensa, deverá constar declaração dos subscritores ou adquirentes acerca do seu “*amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento*”; (ii) artigo 38, ao determinar que as informações constantes do prospecto deverão viabilizar os investidores a “*formar criteriosamente a sua decisão de investimento*”, (iii) artigo 41, que trata da necessidade de alteração do prospecto para corrigir deficiência informacional ou incluir fato novo ou anterior que sejam relevantes “*para a decisão de investimento*”; (iv) artigo 45, §4º, ao prever a possibilidade de desistência do pedido de reservas em caso de divergência relevante entre o prospecto preliminar e o definitivo que altere o risco assumido pelo investidor ou “*sua decisão de investimento*”; e (v) artigo 56, §1º, incisos I e II, ao estabelecer a responsabilidade da instituição líder para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes “*permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta*”.

<sup>293</sup> Vale destacar estudo conduzido por Julya Sotto Mayor Wellisch, no qual a autora argumenta sobre a insuficiência do regime de *disclosure* em, isoladamente, atender às necessidades de mercados cada vez mais interdependentes e conectados. Assim destaca o papel a ser adotado pelos reguladores e, principalmente, pelos intermediários de mercado de gatekeepers, assumindo deveres de verificar a adequação do investimento ao perfil do investidor (*suitability*) e de atuar como pilares fundamentais para o funcionamento do mercado de valores mobiliários. Neste sentido, vide WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Sistema de Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: para além da informação**. Dissertação (mestrado em Direito) - Programa de Pós-graduação em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientador Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro). São Paulo, 2016, pp. 162 e ss., 235-237.

constante revisão e manutenção do sistema pelo estado resulta em diversos custos para as autoridades reguladoras e para os participantes do mercado, sendo que os benefícios decorrentes do sistema nem sempre são de fácil comprovação empírica e fática e acabam se limitando ao plano teórico.

A despeito das críticas, entendemos que a informação tem valor para o mercado e, na falta de comprovações mais concretas acerca dos benefícios ou prejuízos do sistema de divulgação mandatória de informações, o mesmo deve ser mantido, ainda que com alterações. Neste sentido, retomamos um entendimento de Luís Gastão Paes de Barros Leães<sup>294</sup>:

*“Assim, se bem que o ‘disclosure’, como processo de polícia do mercado de valores, não tenha, nessas quatro décadas de aplicação, na América, passado totalmente ileso de censuras, continua a desempenhar papel nuclear na legislação de mercado. As duas principais críticas - a de que essa revelação de informações dentro dos pormenorizados esquemas da SEC, acarreta custos adicionais de vulto para as empresas, sem que atinja e beneficie o investidor comum que, em geral, não dispõe de sofisticação técnica necessária para interpretar a massa de informações reveladas - não têm sido reputadas contestações sólidas, ou, pelo menos, que desmereçam esse processo de controle estatal da economia”.*

Como consequência desta aparente incongruência entre dois posicionamentos e tendo em vista a limitação cognitiva do investidor frente a um grande volume de informações, entendemos que a regulação deve se limitar a um núcleo restrito de dados, a serem disponibilizados da forma mais clara, objetiva e acessível, possivelmente em diferentes graus de complexidade de modo a atingir diversos perfis de investidor.

Independentemente da discussão sobre a conveniência de um sistema mandatório de divulgação de informações, esta é a opção legislativa e regulatória atualmente vigente no país e, partindo de tal premissa, é preciso avaliar a sua suficiência e adequação para tratar da confidencialidade da arbitragem e do potencial interesse de acionistas e do mercado em ter ciência da existência do procedimento e das informações ali disponibilizadas e produzidas.

Neste sentido, entendemos que a regulamentação vigente, em especial, sobre a divulgação de (i) informações periódicas e (ii) fatos relevantes (apesar de já ter evoluído com construção jurisprudencial da CVM e desenvolvimento doutrinário), ainda está sujeita

---

<sup>294</sup> LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982, p. 100.



ao filtro da subjetividade da administração da companhia na qualificação de atos ou fatos como “relevantes”, nos termos da norma.

Considerando o escopo proposto do trabalho, passaremos a analisar na segunda parte do trabalho, como se dá a relação entre a arbitragem e confidencialidade e se alguma informação relativa à arbitragem societária derivada de convenção estatutária deveria necessariamente ser considerada como relevante, sendo de divulgação obrigatória, e integrar o núcleo de informações que deveriam ser objeto de regulação estatal mesmo em um cenário de intervenção mínima.

## PARTE II - INFORMAÇÃO, ARBITRAGEM E COMPANHIAS ABERTAS

A confidencialidade sempre figura como uma das vantagens atribuídas ao processo arbitral<sup>295</sup>, tanto na doutrina quanto em pesquisas com participantes da arbitragem. Arnoldo Wald, por exemplo, afirma que “*a confidencialidade é outro argumento importante a favor da arbitragem*”<sup>296</sup>. Selma Maria Ferreira Lemes, no mesmo sentido, “*É de conhecimento corrente que a privacidade e o sigilo (confidencialidade) são atributos desejáveis na arbitragem*”<sup>297</sup>. João Bosco Lee também afirma “*um dos principais motivos para a escolha da arbitragem é a confidencialidade*”<sup>298</sup>.

José Cretella Neto descreve uma pesquisa conduzida por Christian Bühring-Uhle entre novembro de 1991 e junho de 1992, com participantes envolvidos em arbitragem comercial internacional. O questionário apresentado aos participantes da pesquisa continha mais de 11 (onze) vantagens da arbitragem, incluindo foro neutro, qualificação técnica do tribunal, celeridade, procedimento mais amistoso e inexistência de recursos. Em suas respostas, mais de 60% (sessenta por cento) dos participantes indicou a confidencialidade como “altamente relevante” ou de “importância significativa”<sup>299</sup>. Pesquisa realizada em 2018 pela *Queen Mary University of London* junto com o *White & Case* sobre a evolução da arbitragem internacional identificou que 87% (oitenta e sete por cento) dos participantes acreditam que a confidencialidade é importante<sup>300</sup>. No país, pesquisa conduzida pelo CBAR,

---

<sup>295</sup> LEW, Julian M.; MISTELIS Loukas A.; KRÖLL, Stefan Michael. **Comparative International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2003, p. 660; BLACKABY, Nigel; PARTASIDES, Constantine; REDFERN, Alan; HUNTER, J. Martin. **International Arbitration**. Oxford University Press, 2009, p. 136; MOSES, Margaret S. **The Principles and Practice of International Commercial Arbitration**, 2ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, pp. 3-4; NOUSSIA, Kyriaki. **Confidentiality in International Commercial Arbitration: A Comparative Analysis of the Position under English, US, German and French Law**. Berlin: Springer, 2010, p. 1; FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luis. “A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções”. **Revista de Direito Privado**, vol. 49, 2012, p. 229. Adicionalmente, sobre as vantagens normalmente atribuídas à arbitragem, vide nota de rodapé nº 2 do presente trabalho.

<sup>296</sup> WALD, Arnoldo. “A crise e a arbitragem no direito societário e bancário”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 20, 2009, pp. 12-13.

<sup>297</sup> LEMES, Selma Maria Ferreira. “Arbitragem na concessão de serviços públicos: arbitrabilidade objetiva. Confidencialidade ou publicidade processual?”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 134, ano XLIII. 2004, p. 160.

<sup>298</sup> LEE, João Bosco. “O princípio da confidencialidade na arbitragem comercial internacional”. In: LEE, João Bosco; VALENÇA FILHO, Clávio de Melo. **Estudos de Arbitragem**. Curitiba: Juruá, 2008, p. 286.

<sup>299</sup> CRETELLA NETO, José. “Quão sigilosa é a arbitragem?”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 25, ano 7, 2010, pp. 54-55.

<sup>300</sup> Além disso, a confidencialidade assumiu o quinto lugar na ordem das características mais atrativas da arbitragem, perdendo apenas para a execução das sentenças (“*enforceability of awards*”), afastamento das

em parceria com o Instituto de Pesquisas Ipsos, em 2012, apontou que 4% (quatro por cento) dos entrevistados indicou a confidencialidade para a primeira posição das vantagens relacionadas à via arbitral e 28% (vinte e oito por cento) dos participantes indicou a arbitragem dentre as três primeiras vantagens<sup>301</sup>.

Se, de um lado, a confidencialidade pode ser importante para a preservação dos interesses das partes; de outro, quando aplicada a conflitos envolvendo companhias abertas, representa uma perda ou, ao menos, uma redução informacional para o mercado e os acionistas. Como estabelecemos na primeira parte do presente trabalho, a informação tem papel essencial para o mercado e, por isso, saber os impactos dessa redução informacional e identificar a necessidade de regulação sobre a matéria justifica a presente pesquisa.

A segunda parte do trabalho será dividida em dois capítulos. No primeiro capítulo iremos explorar a relação entre arbitragem e confidencialidade e o tratamento dispensado ao tema na lei brasileira. Uma vez estabelecida essa relação e o regime jurídico aplicável, pretendemos tratar das exceções comumente apontadas na doutrina para os casos de confidencialidade. Já no quarto capítulo, iremos explorar, de modo específico, as principais dúvidas acerca da utilização da arbitragem em litígios societários e tentaremos identificar os casos em que a confidencialidade deveria ser mitigada em prol de outros interesses.

---

cortes nacionais (“*avoiding specific legal systems / national courts*”), flexibilidade e possibilidade de escolha dos árbitros. Vale destacar, porém, que entre advogados internos a companhias (“*in-house counsels*”), a confidencialidade assume o terceiro lugar entre as características mais valorizadas. Sobre a pesquisa, **2018 International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration**. White & Case e School of International Arbitration, Queen Mary University of London, 2018. Disponível em <[http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey---The-Evolution-of-International-Arbitration-\(2\).PDF](http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey---The-Evolution-of-International-Arbitration-(2).PDF)>, acesso em novembro de 2018. Neste sentido, vide ainda LICATTI, Taissa Macaferri. “Novo Mercado: Influência e Aspectos relacionados à inserção de Cláusula Compromissória Arbitral nos Estatutos Sociais”. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (org.). **Aspectos da arbitragem institucional: 12 anos da Lei 9.307/1996**. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 264, “*a confidencialidade (...) é ainda mais valorizada no âmbito das discussões empresariais, visto que o abalo à imagem e/ou reputação das empresas atuantes no mercado ocasionado pela existência de lides entre seus acionistas ou dirigentes pode trazer grandes prejuízos*”.

<sup>301</sup> **Arbitragem no Brasil - Pesquisa CBar-IPSOS**. Relatório elaborado por André de Albuquerque Cavalcanti Abbud. Disponível em <[http://www.cbar.org.br/PDF/Pesquisa\\_CBar-Ipsos-final.pdf](http://www.cbar.org.br/PDF/Pesquisa_CBar-Ipsos-final.pdf)>, acesso em novembro de 2018.

## CAPÍTULO 3 - A RELAÇÃO ENTRE CONFIDENCIALIDADE E ARBITRAGEM

Inicialmente, é preciso fazer uma distinção conceitual entre a confidencialidade de que trata o presente trabalho e a privacidade. Apesar de serem termos relacionados, a doutrina estabeleceu uma diferença entre eles. “Privacidade” é entendida como a proibição da participação de terceiros, fora do conflito, no processo arbitral, em especial nas audiências. Trata-se, portanto, de um direito das partes de restringirem o acesso de quaisquer estranhos às audiências, que devem ser realizadas a portas fechadas. De outro lado, “confidencialidade” tem sentido mais amplo de limitar que as partes, os árbitros, a câmara, os colaboradores e os eventuais terceiros divulguem informações obtidas e produzidas ao longo da arbitragem, incluindo documentos, decisões, entre outros<sup>302</sup>.

É relativamente pacífico, tanto em relação a arbitragens internas quanto internacionais, que os procedimentos arbitrais são privados, isto é, as audiências serão realizadas a portas fechadas e terceiros somente serão admitidos mediante concordância das

---

<sup>302</sup> LEMES, Selma Maria Ferreira. “Arbitragem na concessão de serviços públicos: arbitrabilidade objetiva. Confidencialidade ou publicidade processual?”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 134, ano XLIII. 2004, p. 160, “a privacidade está relacionada com o local em que a arbitragem é processada e quanto à matéria discutida, no sentido de não permitir a presença de pessoas estranhas nas audiências. Por sua vez, o sigilo (confidencialidade) refere-se à sentença arbitral e aos documentos apresentados no processo, vinculando as pessoas que gerenciaram o processo, os árbitros, procuradores e até as partes”; NUNES, José Emílio Pinto. “A confidencialidade na arbitragem”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, n° 6, 2005, pp. 29-30, “confidencialidade como sendo a obrigação imposta às partes e aos árbitros e, em alguns casos, mencionados em regulamentos de instituições arbitrais, a terceiros que participem, de alguma maneira, direta ou indiretamente, de procedimentos arbitrais, de não divulgar ou publicar quaisquer dados, informações e quaisquer outros detalhes que tenham tomado conhecimento no curso daqueles. A privacidade, no entanto, refere-se à condução do próprio procedimento arbitral e à realização dos seus atos. Em razão da privacidade conferida ao procedimento arbitral, dele só poderão participar as partes, seus procuradores, os árbitros e aqueles que, por deliberação das partes e do tribunal arbitral, venham a ser chamados para dele participar”; BORN, Gary B. **International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2009, pp. 2251-2252, “Privacy” is typically used to refer to the fact that, under virtually all national arbitration statutes and institutional rules, only parties to the arbitration agreement – and not third parties – may attend arbitral hearings and otherwise participate in the arbitral proceedings. (...) In contrast, “confidentiality” is typically used to refer to the parties’ asserted obligations not to disclose information concerning the arbitration to third parties. Obligations of confidentiality extend not only to prohibiting third parties from attending the arbitral hearings, but also to prohibiting the disclosure to third parties of hearing transcripts, as well as written pleadings and submissions in the arbitration, evidence adduced in the arbitration, materials produced during disclosure and the arbitral award(s)”; FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luís. **Novos temas de arbitragem**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014, p. 95.

partes. Neste sentido, vale destacar o artigo 28(3) da Lei Modelo da UNCITRAL, “*Hearings shall be held in camera unless the parties agree otherwise*”<sup>303</sup>.

Em decorrência desta pacífica privacidade dos processos arbitrais, a confidencialidade tende a ser atribuída aos procedimentos de forma quase intuitiva<sup>304</sup>. Argumenta-se que a confidencialidade deriva da natureza privada dos procedimentos, uma vez que de nada adiantaria a privacidade se os envolvidos na arbitragem pudessem divulgar abertamente todo o ocorrido nas audiências e reuniões realizadas a portas fechadas. Assim, tanto em relação à arbitragem interna quanto à internacional<sup>305</sup>, ainda há controvérsia sobre a natureza essencialmente confidencial da arbitragem ou não.

Pesquisa conduzida pela *Queen Mary University of London* em 2010 sobre a arbitragem comercial internacional identificou que 50% (cinquenta por cento) dos participantes acreditavam que a arbitragem seria confidencial por essência, independentemente de disposição expressa nesse sentido, o que confirma a existência de significativa expectativa das partes quanto à confidencialidade. Este entendimento levou a pesquisa conduzida em 2018 pela mesma universidade<sup>306</sup> a questionar os participantes se, na opinião deles, a confidencialidade deveria ser uma escolha expressa (um “*opt-in*”, isto é, o padrão seria sem confidencialidade salvo na presença de disposição expressa) ou um padrão (um “*opt-out*”, ou seja, o parâmetro seria confidencial, salvo acordo diferente entre as partes). A grande maioria dos participantes, representando 74% (setenta e quatro por cento) do total, respondeu que a confidencialidade deveria ser um “*opt-out*”, isto é, a arbitragem deveria ser confidencial por natureza, a menos que as partes acordassem de modo diferente.

---

<sup>303</sup> Na doutrina, vide CARON, David; CAPLAN, Lee (eds.). **The UNCITRAL Arbitration Rules: A Commentary**, 2ª Ed. Oxford: Oxford University Press, 2013, p. 36, “*Privacy is a long-established hallmark of international commercial arbitration. One of the principal attractions of arbitration is the ability to resolve commercial disputes discreetly, without exposure to the public scrutiny often associated with national court proceedings. (...) However, privacy, even if deeply established in custom, does not equate to confidentiality, which implicates a legal obligation to avoid public disclosure of sensitive information*”.

<sup>304</sup> Neste sentido, Report on Confidentiality in International Commercial Arbitration, produzido pela International Law Association, em 2010, “*There was a widespread assumption that, since arbitration is a private process from which third parties can be excluded and documents relating to, or revealed within, arbitral proceedings were protected from disclosure to third parties not involved in the arbitration, everything about it would be confidential*”.

<sup>305</sup> PAULSSON, Jan; RAWDING, Nigel. “*Trouble with Confidentiality*”. **Arbitration International**, vol. 11, n° 3, 1995, p. 303.

<sup>306</sup> **2018 International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration**. White & Case e School of International Arbitration, Queen Mary University of London, 2018. Disponível em <[http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey---The-Evolution-of-International-Arbitration-\(2\).PDF](http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey---The-Evolution-of-International-Arbitration-(2).PDF)>, acesso em novembro de 2018.

Confirma-se mais uma vez o interesse dos participantes da arbitragem na confidencialidade, bem como a sua expectativa em relação a isto que, de tão intensa, poderia inclusive levar a certa negligência na redação das convenções arbitrais (em especial, das cláusulas compromissórias), no que concerne à negociação da obrigação de confidencialidade, seu escopo e extensão. E vale destacar que as cláusulas compromissórias já gozam da reputação de serem “*midnight clauses*”, ou seja, cláusulas redigidas ao final das negociações, de modo quase automático, normalmente quando partes e assessores já estão cansados e não conseguem dar tanta atenção ao assunto<sup>307</sup>.

Independentemente do tema do presente trabalho ser a discussão sobre arbitragens internas derivadas da cláusula compromissória estatutária em companhias abertas, faremos uma breve revisão dos estudos sobre a confidencialidade nas arbitragens internacionais em geral para fins de consulta dos argumentos explorados e da forma como se tem lidado com o tema do sigilo da arbitragem. Depois, faremos uma revisão do dispensado ao assunto pela lei brasileira e das principais exceções em que a confidencialidade normalmente não prevalece.

### 3.1 A confidencialidade na arbitragem comercial internacional

Pode-se afirmar que até meados da década de 90, havia pouca discussão sobre a confidencialidade na arbitragem comercial internacional, pois esta era entendida como essencial e intrínseca à arbitragem<sup>308</sup>, tendo em vista a sua natureza de processo privado de solução de conflitos. Até esta época, eram poucos os países que lidavam com o assunto diretamente em suas respectivas legislações<sup>309</sup>. O tema ganhou mais atenção a partir do julgamento de dois casos bastante conhecidos na doutrina arbitral internacional. O primeiro trata-se do “Caso Esso” julgado na Austrália em 1995 e o “Caso Bulbank” julgado na Suécia

---

<sup>307</sup>BLACKABY, Nigel; PARTASIDES, Constantine; REDFERN, Alan; HUNTER, J. Martin. **International Arbitration**. Oxford University Press, 2009 pp. 86-87, “*sometimes late at night or in the early hours of the morning. Insufficient thought is given as to how disputes are to be resolved (possibly because the parties are reluctant to contemplate falling into dispute) and an inappropriate and unwieldy compromise is often adopted. These clauses are often ‘midnight clauses’, i.e., the last clauses to be considered in contract negotiations*”.

<sup>308</sup>ROTHMAN, Philip. “Pssst, please keep it confidential”. **Dispute Resolution Journal**, vol. 49, n° 3, 1994, p. 72, “*As confidentiality is an important factor to most parties, and may even be more important than speed and economy, users of arbitration should be aware that arbitration is an inherently confidential process and that proactive steps can be taken to further ensure confidentiality and privacy*”.

<sup>309</sup>LY, Filip de; BROZOLO, Luca G. Radicati di; FRIEDMAN, Mark. “Confidentiality in International Commercial Arbitration”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 8, n° 31, 2011, pp. 192-195.

em 2000. No primeiro, o Ministro de Energia e Minerais do estado de Victoria na Austrália solicitava o acesso a informações produzidas no curso de dois procedimentos arbitrais envolvendo companhias detidas total e parcialmente pelo estado<sup>310</sup>; e no segundo, o banco búlgaro, demandado na arbitragem, reclamava a rescisão do contrato e do compromisso arbitral celebrados com o requerente da arbitragem em razão da divulgação realizada por este último de sentença parcial proferida na arbitragem confirmando a jurisdição do tribunal, que fora questionada pelo banco<sup>311</sup>. Em ambos os casos, as cortes dos respectivos países

---

<sup>310</sup> Esso Australia Resources Ltd. e BHP Petroleum (North West Shelf) Pty. Ltd. (denominadas, em conjunto, “Esso/BHP”) eram fornecedoras de gás natural para duas companhias no estado de Victoria na Austrália, quais sejam, Gas & Fuel Corporation of Victoria e State Electricity Commission of Victoria (denominadas GFC e SEC, respectivamente). Tanto SEC quanto GFC eram detidas, respectivamente, total e parcialmente pelo estado. Cada um dos contratos celebrados com GFC e SEC continha uma cláusula de reajuste de preço com base em mudanças nas normas sobre *royalties* e impostos relativos à produção ou ao fornecimento de gás natural. Em novembro de 1991, Esso/BHP comunicaram GFC e SEC a respeito do aumento do preço do gás natural, em decorrência da criação e incidência de um novo imposto federal. GFC e SEC se recusaram a pagar o aumento proposto. Assim, Esso/BHP iniciaram arbitragens contra cada uma de GFC e SEC, de acordo com a cláusula compromissória contida em cada um dos contratos celebrados. Antes disso, porém, Esso/BHP não forneceram para GFC e SEC informações mais detalhadas a respeito do método e distribuição dos *royalties*, impostos e demais taxas e obrigações para fins de esclarecer o aumento de preço, conforme previa o contrato, sob a alegação de que tais dados seriam fornecidos no curso da arbitragem. O então Ministro de Energia e Minerais do estado de Victoria, Sr. Plowman, entrou com uma ação contra Esso/BHP e GFC e SEC a fim de obter uma declaração de que tais informações devidas nos termos do contrato não seriam confidenciais e poderiam ser reveladas a ele e a terceiros. Esso/BHP se recusaram a prestar as informações, a menos que GFC e SEC celebrassem acordos de confidencialidade, obrigando-se a não revelar quaisquer das informações, seja para o Ministro, qualquer autoridade governamental ou outros terceiros, sob o argumento de que se tratavam de informações comercialmente sensíveis. Em primeira instância, o juiz determinou que GFC e SEC estavam obrigadas a fornecer as informações solicitadas pelo Ministro. Da mesma forma foi julgado um recurso para a divisão de Recursos da Suprema Corte de Victoria. Um novo recurso foi então apresentado para a *High Court of Australia* que, por maioria, decidiu que não haveria um dever implícito de confidencialidade na arbitragem. Em relação à confidencialidade, o juiz principal Mason J. estabeleceu “*I do not consider that, in Australia, having regard to the various matters to which I have referred, we are justified in concluding that confidentiality is an essential attribute of a private arbitration imposing an obligation on each party not to disclose the proceedings or documents and information provided in and for the purposes of the arbitration*”. Sobre mais detalhes do caso, PRYLES, Michael. “Confidentiality”. **The Leading Arbitrators Guide to International Arbitration**, 3ª Ed. 2014, pp. 415-427; SMIT, Hans. “Confidentiality in Arbitration”. **Arbitration International**, vol. 11, n° 3, 1995, pp. 337 e ss.

<sup>311</sup> O caso envolveu uma arbitragem iniciada pela empresa AI Trade Finance Inc. (doravante denominada “AIT”) contra o Bulgarian Foreign Trade Bank (doravante denominado “Bulbank”). O Bulbank questionou a jurisdição do tribunal arbitral alegando não existir compromisso arbitral entre as partes, mas tal pleito foi julgado improcedente e o tribunal confirmou sua competência e jurisdição sobre o caso. Esta decisão foi publicada no *Mealey’s International Arbitration Report* pela AIT. Tendo em vista essa publicação, o Bulbank alegou inadimplemento contratual com a consequente extinção da cláusula compromissória e pediu ao tribunal arbitral que declarasse o compromisso arbitral sem efeito. O tribunal arbitral rejeitou essas alegações e procedeu para dar sua decisão final de mérito que, por sua vez, foi favorável à AIT. O Bulbank então apelou para a *Stockholm City Court* pedindo a impugnação da sentença arbitral. Em sua decisão, referida corte entendeu existir um dever implícito de confidencialidade nas arbitragens e determinou que a divulgação da decisão arbitral feita pela AIT seria um inadimplemento grave, o que autorizaria o Bulbank a rescindir o contrato e o compromisso arbitral ali contido. Ficou determinado, então, que a sentença arbitral seria nula. Novo recurso foi interposto para a *Svea Court of Appeal* que rejeitou o entendimento da *Stockholm City Court*, defendendo a inexistência de uma obrigação implícita de confidencialidade na arbitragem. No entanto, a corte de apelação reconheceu que se pode alegar a existência de um dever de lealdade (“*duty of loyalty*”) e de boa fé entre as partes, no sentido de que a divulgação de informações da arbitragem poderia, em casos específicos, ser um inadimplemento grave de tais deveres. Vale destacar que a corte fez ainda uma distinção entre os tipos

entenderam que não existe um dever implícito de confidencialidade na arbitragem, sendo certo, porém, que as partes poderiam dispor sobre o tema contratualmente<sup>312</sup>.

As decisões foram alvo de diversas críticas por parte da doutrina e daqueles envolvidos com arbitragem no âmbito internacional por quebrarem com um paradigma até então tido como verdadeiro, isto é, a confidencialidade dos procedimentos arbitrais. Os casos fixaram o questionamento sobre o dogma da confidencialidade da arbitragem e serviram para fomentar a discussão acerca da extensão e do escopo desta confidencialidade<sup>313</sup>, levando câmaras de diversos países a incluírem disposições sobre o tema em seus regulamentos.

Se, de um lado, as decisões indicadas acima levantaram a dúvida acerca da confidencialidade, de outro, há países nos quais a confidencialidade é entendida como qualidade inerente ao procedimento arbitral. Para essa reflexão, trataremos de casos paradigmáticos julgados na França e no Reino Unido.

Na França, o caso emblemático sobre o tema é o *Aïta v. Ojje*, julgado pela corte de apelação de Paris em 1986, no qual Aïta ingressou com a ação pedindo anulação de sentença arbitral proferida em Londres, favorável à Ojje. Considerando que a corte francesa era incompetente para apreciar a matéria, rejeitou o pedido e condenou Aïta ao pagamento de multa por violação da confidencialidade da arbitragem ao ter levado o caso a público<sup>314</sup>.

---

de informações, de modo que dados objetivos sobre a arbitragem, como a sua existência, partes, câmara e árbitros, teriam menor necessidade de tratamento sigiloso em comparação com informações de negócio. Com base no exposto, a corte de apelação entendeu que a informação divulgada era genérica e de natureza processual e, portanto, não haveria motivo para a anulação do compromisso arbitral. Tal decisão foi questionada uma última vez perante a Suprema Corte da Suécia, que reconheceu a privacidade dos procedimentos, mas não a obrigação implícita das partes de não divulgarem informações sobre o procedimento arbitral. Desta forma, restou entendido que a divulgação feita pela AIT não seria um inadimplemento contratual e, portanto, não daria ensejo à possibilidade de rescisão do contrato e da cláusula compromissória pelo Bulbank. Sobre análise detalhada do caso: BAGNER, Hans. “Confidentiality - A Fundamental Principle in International Commercial Arbitration?”. **Journal of International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, vol. 18, issue 2, 2001, pp. 245-248.

<sup>312</sup> Sobre a repercussão da decisão no “caso Esso”, FORTIER, Yves L. “The Occasionally Unwarranted Assumption of Confidentiality”. **Arbitration International**, vol. 15, n° 2, 1999, pp. 134-135, “*The decision in that case certainly caused ripples in the state of Victoria, where it originated and was highly publicized, but it crashed like a giant wave - a veritable Australian tsunami - on the shores of jurisdictions around the world. The decision has been referred to as ‘dramatic’ and of ‘significance far beyond the shores of Australia’.*”

<sup>313</sup> MISRA, Joyiyoti; JORDANS, Roman. “Confidentiality in International Arbitration”. **Journal of International Arbitration** (Kluwer Law International), vol. 23, issue 1, 2006, p. 43, “*In spite, however, of the sharp criticisms that the Esso decision has faced for allegedly formulating a broad exception to confidentiality, the decision does impose checks and balances.*”

<sup>314</sup> Sobre a decisão, BLACKABY, Nigel; PARTASIDES, Constantine; REDFERN, Alan; HUNTER, J. Martin. **International Arbitration**. Oxford University Press, 2009, p. 141 “*the court ruled that the mere bringing of court proceedings to challenge an arbitration award violated the principle of confidentiality in that it caused ‘a public debate of facts which should remain confidential’.* The judgment also contains dicta to the effect that



No Reino Unido, são vários os precedentes reafirmando a confidencialidade inerente à arbitragem. Em 1990, no julgamento do caso *Dolling-Baker v. Merret and another*, a corte de apelação decidiu que “*what is relied upon is, in effect, the essentially private nature of arbitration, coupled with the implied obligation of a party who obtains documents on discovery not to use them for any purpose other than the dispute in which they were obtained*”. Posteriormente, em 1992, no caso *Hassneh Insurance Company of Israel and Others v. Stuart J. Mew*, a *High Court* fez uma distinção entre os documentos produzidos para fins da arbitragem (incluindo transcrições, submissões ao tribunal e provas, por exemplo) e os documentos não produzidos exclusivamente para a arbitragem, mas divulgados no curso do procedimento, qualificados como documentos históricos. Apesar da distinção, ficou determinado que a confidencialidade deveria ser aplicada aos dois tipos<sup>315</sup>. Outro caso clássico sobre o tema é o *Ali Shipping v. Shipyard* de 1997, em que a Shipyard não cumpriu com suas obrigações decorrentes de um contrato de construção de navio e, por isso, a Ali Shipping iniciou a ação pedindo a rescisão do contrato e a indenização por perdas e danos, pedidos que foram concedidos pelo tribunal. A Shipyard, parte de outros procedimentos arbitrais relacionados à construção de outros navios, pretendia usar documentos da primeira arbitragem nos demais casos. A corte de apelação negou a utilização dos documentos, com fundamento no dever de confidencialidade e na falta de comprovação da efetiva necessidade de tais itens. Em 2008, em alegação parecida com o exemplo anterior, no caso *Emmott v. Michael Wilson & Partners Ltd.*, Emmot desejava utilizar documentos produzidos na arbitragem com Michael em outros casos para se defender de alegações de fraude feitas contra ele. A decisão reconheceu o dever de confidencialidade implícito à arbitragem, mas aceitou a apresentação dos documentos nos demais processos como um caso de exceção, admitindo, portanto, a existência de limites ao dever de sigilo<sup>316</sup>.

---

*it is in ‘the very nature of arbitral proceeding that they ensure the highest degree of discretion in the resolution of private disputes, as the two parties had agreed’.*

<sup>315</sup> Sobre o caso *Hassneh Insurance Company of Israel and Others v. Stuart J. Mew*, BLACKABY, Nigel; PARTASIDES, Constantine; REDFERN, Alan; HUNTER, J. Martin. **International Arbitration**. Oxford University Press, 2009, p. 137, “*the court recognised the existence of an implied duty of confidentiality as the natural extension of the undoubted privacy of the hearing in an international commercial arbitration: ‘If it be correct that there is at least an implied term in every agreement to arbitrate that the hearing shall be held in private, the requirement of privacy must in principle extend to documents which are created for the purpose of that hearing. The most obvious example is a note or transcript of the evidence. The disclosure to a third party of such documents would be almost equivalent to opening the door of the arbitration room to that third party. Similarly witness statements, being so closely related to the hearing, must be within the obligation of confidentiality. So also must outline submissions tendered to the arbitrator. If outline submissions, then so must pleadings be included’.*”

<sup>316</sup> Sobre os casos do Reino Unido, FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luís. **Novos temas de arbitragem**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014, pp. 103-110.

Nos Estados Unidos, a legislação não trata do tema da confidencialidade na arbitragem. Ao contrário do entendimento inglês, a construção jurisprudencial norte-americana interpreta que não há um dever implícito de confidencialidade. O julgado mais famoso sobre o tema é o *United States v. Panhandle Eastern Corp.* de 1998, disputa entre o governo norte americano e a Panhandle Eastern Corp. acerca da exibição de documentos produzidos na arbitragem entre uma das subsidiárias da Panhandle e uma sociedade chamada Sonatrach, empresa argelina de óleo e gás, perante a ICC, na Suíça. A Panhandle tentou obter medida para impedir a divulgação dos documentos, sob o argumento de que se tratavam de informações sensíveis que poderiam prejudicar sua relação com a Sonatrach e o governo argelino, mas a corte americana entendeu que na ausência de manifestação expressa, não haveria um dever de confidencialidade implícito das partes na arbitragem e, portanto, negou o pedido<sup>317</sup>.

Como resultado da breve exposição acima de alguns casos emblemáticos sobre a confidencialidade na arbitragem internacional, é possível concluir que não há um padrão de interpretação acerca da natureza intrinsecamente sigilosa da arbitragem ou não.

Ao comentar o “Caso Esso” da Austrália, José Miguel Júdice procura sintetizar argumentos favoráveis à confidencialidade como inerente à arbitragem e argumentos contrários a isso, sustentando a transparência. Em defesa da confidencialidade como inata à arbitragem, o autor destaca (i) a natureza da arbitragem de justiça de partes; (ii) a vontade presumida das partes que escolhem a arbitragem; (iii) o risco de uso das informações por concorrentes; (iv) o caráter confidencial dos documentos que baseiam o conflito arbitral; e ainda (v) a convicção de que a justiça feita em sigilo será mais ponderada. Em contrapartida, advogando pela transparência como regra do procedimento arbitral, o autor menciona (i) a transparência como decorrente do caráter jurisdicional da arbitragem e como instrumento de aumento da garantia de imparcialidade; (ii) o reforço da credibilidade do sistema arbitral, evitando suspeitas de que o mesmo acoberte práticas ilícitas; e (iii) a criação de precedentes e a prevenção quanto a sentenças arbitrais de má qualidade<sup>318</sup>.

---

<sup>317</sup> Sobre o caso *United States v. Panhandle Eastern Corp.*, BLACKABY, Nigel; PARTASIDES, Constantine; REDFERN, Alan; HUNTER, J. Martin. **International Arbitration**. Oxford University Press, 2009, p. 139; FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luis. “A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções”. **Revista de Direito Privado**, vol. 49, 2012, pp. 246-247.

<sup>318</sup> JÚDICE, José Miguel. “Anotações ao Acórdão *Esso Australia Resources Limited and Others V. the Honourable Sidney James Plowman and Others*”. In: **100 Anos de Arbitragem: os Casos Essenciais Comentados**. Coimbra: Coimbra Editora, 2016, pp. 157-158.

São vários os casos nos quais a necessidade de quebra do sigilo arbitral pode surgir, desde os tradicionais exemplos de disposição legal neste sentido (como no caso de entidades da administração pública e também de companhias abertas, por exemplo), até o interesse das próprias partes em usar documentos divulgados na arbitragem em outros processos ou para fins diversos; o interesse de terceiros nas informações e provas produzidas no curso do procedimento; a conveniência da publicação da sentença ou mesmo a necessidade de sua publicação, em certos casos, para fins de execução. Na ausência de manifestação expressa das partes e de normas legislativas ou das câmaras sobre o tema, o assunto fica em aberto, gerando insegurança jurídica para as partes em relação ao comportamento das demais. Nestes casos, as partes sempre poderão agir com base em suas expectativas, considerando a forma como se relaciona com a contraparte e a forma como foi conduzido o negócio que deu origem ao litígio ou, o que mais parece mais intuitivo, submeter a decisão ao tribunal que irá decidir conforme sua convicção, baseado no acabouço jurídico e nos interesses envolvidos na preservação do sigilo e na divulgação da informações.

Para Hans Smit, não cabe falar que a arbitragem seja confidencial por natureza. Assim, na ausência de disposição sobre o sigilo, a extensão da obrigação de confidencialidade passaria por uma análise de três questões: primeiro, toda informação produzida na arbitragem seria divulgada apenas no limite requerido pela lei; segundo, todos aqueles não vinculados à obrigação de confidencialidade (como testemunhas, peritos, assistentes ou quaisquer terceiros que venham a participar do processo) seriam livres para divulgar informações; e terceiro, as partes poderiam divulgar informações mediante autorização do tribunal que, por sua vez, deveria sopesar os interesses envolvidos na divulgação e na confidencialidade no caso concreto para tomar a decisão<sup>319</sup>. Para Michael Collins, não é possível estabelecer uma regra geral afirmando que, em determinados casos, sempre prevalecerá a confidencialidade ou o sigilo, dada o infinito número de hipóteses que podem surgir. De modo genérico, o autor sugere a adoção de um parâmetro geral no sentido da manutenção da confidencialidade, salvo se autorizado pelas demais partes ou pelo juiz ou árbitro<sup>320</sup>.

---

<sup>319</sup> SMIT, Hans. "Confidentiality in Arbitration". **Arbitration International**, vol. 11, n° 3, 1995, p. 340.

<sup>320</sup> COLLINS, Michael. "Privacy and Confidentiality in Arbitration Proceedings". **Texas International Law Journal**, vol. 30, 1995, p 134, "*Formulating a proposition regarding confidentiality that would be applicable in all classes of cases is so difficult that courts would be wise not to attempt such a task. On the other hand, a general proposition that material produced for or generated by an arbitration cannot be disclosed to third parties or used for purposes unconnected with the arbitration, without the consent of the other party or the leave of the court, provides a simple, workable rule. The court can make exceptions to the rule once it becomes possible to identify a particular class of documents that should fall outside the general rule*".

Na falta da uniformidade de interpretação sobre o assunto, caso seja do interesse das partes (e provavelmente será, na maior parte dos casos), é recomendável que a obrigação de confidencialidade seja endereçada de modo detalhado contratualmente na convenção arbitral<sup>321</sup>, a fim de se determinar, no mínimo (i) quais pessoas deverão ser submetidas à obrigação de confidencialidade, incluindo a obrigação das partes de fazerem com que terceiros que venham a ser levados ao processo por elas se obriguem à confidencialidade; (ii) o escopo de tal obrigação, incluindo sua incidência sobre a existência da arbitragem, informações como as partes e o valor envolvido, o objeto e os documentos e provas produzidos e apresentados no curso do processo; (iii) o período de vigência da obrigação; e (iv) eventuais exceções, se isso for do interesse das partes.

### 3.2 O tratamento da confidencialidade na arbitragem no Brasil

No Brasil, a Lei de Arbitragem foi bastante econômica sobre o tema da confidencialidade e se limitou a estabelecer, no artigo 13, §6º, que o árbitro, no exercício de sua função, deve atuar com “discrição”<sup>322</sup>. Desta forma, em relação ao árbitro, há obrigação de confidencialidade prevista pela própria lei, devendo ser observado o sigilo quanto a todos os elementos da arbitragem, incluindo a sua existência da arbitragem, as informações obtidas e produzidas ao longo do procedimento, as provas e a sentença<sup>323</sup>.

A lei não trata de obrigação de confidencialidade para as partes ou os demais envolvidos no procedimento arbitral, como testemunhas, peritos, intervenientes ou mesmo as câmaras. Para alguns autores, essa omissão legislativa é uma evidência clara de que não há uma relação intrínseca da confidencialidade à arbitragem, como por exemplo, para José

---

<sup>321</sup> FORTIER, Yves L. “The Occasionally Unwarranted Assumption of Confidentiality”. **Arbitration International**, vol. 15, nº 2, 1999, p. 138; LEW, Julian M.; MISTELIS Loukas A.; KRÖLL, Stefan Michael. **Comparative International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2003, p. 177.

<sup>322</sup> Artigo 13, §6º da Lei de Arbitragem: No desempenho de sua função, o árbitro deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e **discrição**. (destaque nosso).

<sup>323</sup> FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luis. “A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções”. **Revista de Direito Privado**, vol. 49, 2012, p. 235.

Francisco Cahali<sup>324</sup>, Carlos Alberto Carmona<sup>325</sup> e Luiz Olavo Baptista<sup>326</sup>. Tal entendimento parece confirmado pelo artigo 189 do Novo Código de Processo Civil<sup>327</sup>, que trata das hipóteses de segredo de justiça, ao incluir disputas que tratem de arbitragem, desde que a confidencialidade da arbitragem seja comprovada em juízo, ou seja, parece não existir a premissa de que a arbitragem é confidencial por natureza. Em contrapartida, para outros autores, a confidencialidade é ínsita à natureza da arbitragem. Para Adriana Braghetta, a confidencialidade deriva do fato de que a arbitragem é um método privado de solução de controvérsias<sup>328</sup>. Para José Emílio Nunes Pinto, a confidencialidade é uma expectativa das partes que recorrem à arbitragem, presente desde a fase negocial até o litígio e que não deve ser frustrada, sob pena de se ferir o princípio da boa-fé objetiva do artigo 422 do Código Civil<sup>329</sup>.

Independentemente da estipulação legal expressa, é quase intuitivo atribuir a obrigação de confidencialidade aos árbitros, justamente pela natureza da sua relação com as partes que é de confiança. O próprio *caput* do artigo 13 da Lei de Arbitragem prevê que “*Pode ser árbitro qualquer pessoa capaz e que tenha a confiança das partes*”. Da mesma forma, pode-se entender que a câmara arbitral e os seus colaboradores que vierem a trabalhar no procedimento, como secretários e assistentes estariam vinculados à obrigação de confidencialidade. A escolha da câmara pelas partes é motivada por diversos elementos que vão desde os custos envolvidos até a reputação, corpo de árbitros, volume de trabalho e, sem

---

<sup>324</sup> CAHALI, Francisco José. **Curso de Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011, p. 220, “*convém deixar claro que o sigilo no procedimento [arbitral] não está previsto em lei*”.

<sup>325</sup> CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo: um comentário à Lei nº 9.307/96**, 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 246.

<sup>326</sup> BAPTISTA, Luiz Olavo. Confidencialidade na arbitragem. In: **V Congresso do Centro de Arbitragem Comercial – Intervenções**. Lisboa: Almedina, 2012, p. 197, “*Ao contrário da crença popular, a confidencialidade não é uma qualidade essencial da arbitragem - ela ocorre apenas quando uma lei, um regulamento arbitral escolhido pelas partes ou um acordo expresso das mesmas a impõe*”.

<sup>327</sup> Artigo 189 do Novo Código de Processo Civil. Os atos processuais são públicos, todavia tramitam em segredo de justiça os processos:

I - em que o exija o interesse público ou social;

II - que versem sobre casamento, separação de corpos, divórcio, separação, união estável, filiação, alimentos e guarda de crianças e adolescentes;

III - em que constem dados protegidos pelo direito constitucional à intimidade;

IV - que versem sobre arbitragem, inclusive sobre cumprimento de carta arbitral, desde que a confidencialidade estipulada na arbitragem seja comprovada perante o juízo.

<sup>328</sup> BRAGHETTA, Adriana. “Notas sobre a confidencialidade na arbitragem”. **Revista do Advogado – AASP**, nº 119, ano XXXIII, 2013, pp. 7-8.

<sup>329</sup> PINTO, José Emílio Nunes. “A confidencialidade na arbitragem”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, nº 6, 2005, p. 29, “*a confidencialidade é uma expectativa das partes ao elegerem a via arbitral para a solução de suas controvérsias. Ao buscarem um caminho que possa assegurar a confidencialidade, as partes estimam que, para a condução de seus negócios e operações e continuidade de sua relação negocial, o conhecimento por parte do público da mera existência da controvérsia ou de dados e informações que sejam trazidos à discussão será detrimental, podendo, inclusive, causar danos a seus interesses e patrimônio*”.

dúvida, é motivada pela confiança na condução dos trabalhos. Assim, entendemos que todas as pessoas da câmara que se envolverem direta ou indiretamente no procedimento arbitral devem obedecer ao dever de sigilo em relação a tudo que for divulgado no curso do processo. Além disso, o mesmo elemento de confiança aparece na relação entre as partes e seus assessores, em especial advogados<sup>330</sup>. Neste caso, pela natureza da relação, entendemos que há uma obrigação de confidencialidade a ser observada, mesmo na ausência de estipulação específica para a arbitragem.

A análise costuma ficar mais complicada com relação aos terceiros envolvidos no procedimento arbitral, como testemunhas, tradutores, peritos, entre outros. Apesar de se poder alegar uma relação de confiança, ao menos entre uma das partes com cada um desses profissionais, eles são terceiros chamados a se envolver no processo por razões diversas. A nosso ver, na ausência de acordo expresso, tais profissionais não estariam automaticamente vinculados a uma obrigação de confidencialidade em relação aos atos e documentos acessados durante a arbitragem. Desta forma, caso esta seja uma preocupação das partes, recomenda-se a inclusão de disposição expressa condicionando a participação de tais profissionais à assinatura de termo de confidencialidade prévio e expresso em relação aos atos praticados durante a arbitragem. No caso das câmaras cujos regulamentos contêm previsão do dever de sigilo para essas pessoas, entendemos ser recomendável que as partes se assegurem de que tais pessoas têm ciência do regulamento e da obrigação assumida, incluindo, se julgarem necessário, a assinatura de um termo de confidencialidade apartado.

Não obstante a falta de disposição legal sobre o tema, é de se notar que os regulamentos das principais câmaras de arbitragem brasileiras dispõem de regras a respeito da confidencialidade.

Com base na pesquisa que fizemos sobre a adesão à arbitragem estatutária pelas companhias abertas listadas nos segmentos Tradicional e do Nível 1, identificamos que as câmaras escolhidas nos estatutos são a CAM (também aplicável às companhias do Novo Mercado, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2), o CAM-CCBC, a CAM-FGV e a ICC. Além dessas instituições, destacaremos também as disposições dos regulamentos da CAM – CIESP/FIESP, do Centro de Arbitragem da AMCHAM – Brasil e da CAMARB.

---

<sup>330</sup> Neste sentido, artigo 10 do Código de Ética e Disciplina da OAB (Resolução nº 02/2015, Diário Oficial da União, 4 de novembro de 2015): As relações entre advogado e cliente baseiam-se na confiança recíproca. Sentindo o advogado que essa confiança lhe falta, é recomendável que externar ao cliente sua impressão e, não se dissipando as dúvidas existentes, promova, em seguida, o substabelecimento do mandato ou a ele renuncie.

A CAM consta como instituição arbitral indicada nos estatutos de aproximadamente 55% (cinquenta e cinco por cento) da totalidade das companhias abertas brasileiras, seja em decorrência da aplicação obrigatória prevista nos regulamentos de listagem ou pela livre escolha das companhias. Se considerarmos apenas o universo das companhias que possuem cláusula compromissória estatutária, a CAM é escolhida em 92,8% (noventa e dois inteiros e oito décimos por cento) dos casos. O artigo 9.1 do regulamento da CAM prevê: “*O procedimento arbitral é sigiloso, devendo as partes, árbitros e membros da Câmara de Arbitragem abster-se de divulgar informações sobre seu conteúdo, exceto em cumprimento a normas dos órgãos reguladores, ou previsão legal*”. O regulamento estabelece ainda, no seu item 9.1.1 que os terceiros que participarem do processo na condição de testemunha, perito ou assistente técnico, também deverão observar o dever de sigilo<sup>331</sup>. Neste caso, portanto, o regulamento procurou suprir a lacuna da lei no que tange aos demais participantes da arbitragem ao endereçar, de modo expresso, a obrigação de confidencialidade dos peritos, testemunhas e assistentes ao dever de sigilo. Assim como o seu regulamento, o Regimento Interno da CAM reforça o sigilo dos procedimentos que tramitarem perante a câmara e prevê que a participação e acesso a documentos será restrita ao tribunal arbitral, secretário geral, funcionários da instituição, partes e assessores. Apesar do sigilo assegurado pelo regulamento, este prevê a possibilidade de divulgação das sentenças, desde que omitidas as partes. Como será melhor explorado na seção 4.1.3 do presente trabalho, esse tipo de disposição aparece no regulamento de diversas outras instituições arbitrais e confirma um interesse, ainda que teórico, na publicação das decisões produzidas no âmbito da câmara.

De acordo com nosso levantamento, o CAM-CCBC é indicada como câmara escolhida por cerca de 2,27% (dois inteiros e vinte e sete centésimos por cento) da totalidade das companhias abertas e considerando o universo das que possuem cláusula compromissória estatutária, esse percentual sobe para 3,81% (três inteiros e oitenta e um centésimos por cento). Os itens 14.1 e 14.2 do regulamento do CAM-CCBC contêm disposição similar à da CAM em relação ao sigilo: “*O procedimento arbitral é sigiloso, ressalvadas as hipóteses previstas em lei ou por acordo expresso das partes ou diante da necessidade de proteção de direito de parte envolvida na arbitragem. (...) É vedado aos membros do CAM-CCBC, aos árbitros, aos peritos, às partes e aos demais intervenientes*

---

<sup>331</sup> Artigo 9.1.1 do Regulamento da CAM: Os terceiros que participarem do procedimento arbitral na condição de testemunha, perito ou assistente técnico deverão obedecer a idêntico dever de sigilo, sendo essa participação limitada ao cumprimento de sua função específica no procedimento arbitral.

*divulgar quaisquer informações a que tenham tido acesso em decorrência de ofício ou de participação no procedimento arbitral”.*

A ICC aparece como instituição escolhida por cerca de 1,52% (um inteiro e cinquenta e dois centésimos por cento) das companhias abertas do país e, em relação apenas às companhias com cláusula compromissória estatutária, represente 2,54% (dois inteiros e cinquenta e quatro centésimos por cento). O regulamento da ICC é mais econômico e se limita a dizer que *“The work of the Court is of a confidential nature which must be respected by everyone who participates in that work in whatever capacity”.*

O artigo 46 do regulamento da CAM-FGV, que aparece indicada no estatuto social de uma companhia aberta, assim como nos demais, estabelece a confidencialidade dos procedimentos submetidos à sua administração, *“Os processos de arbitragem deverão transcorrer em absoluto sigilo, sendo vedado aos membros da Câmara FGV, aos árbitros, às partes e aos demais participantes do processo divulgar qualquer informação a que tenham tido acesso em decorrência de sua participação no procedimento, salvo se expressamente autorizado por todas as partes ou em caso de ordem judicial”.*

O item 10.6 do regulamento da CAM-CIESP/FIESP prevê *“É vedado aos membros da Câmara, aos árbitros e às partes divulgar informações a que tenham tido acesso em decorrência de ofício ou de participação no procedimento arbitral, salvo em atendimento à determinação legal”.*

O artigo 20 do regulamento do Centro de Arbitragem da AMCHAM – Brasil também estabelece que *“Salvo acordo entre as Partes ou decisão do Tribunal Arbitral em sentido contrário, o procedimento arbitral é sigiloso, sendo vedado a todos os membros do Centro de Arbitragem e Mediação AMCHAM, aos(às) árbitros(s), às Partes e a quaisquer outros eventualmente envolvidos divulgar quaisquer informações a ele relacionadas, salvo mediante autorização escrita de todas as Partes”.*

Por fim, o item 13.1 do regulamento de arbitragem da CAMARB dispõe *“O procedimento arbitral será rigorosamente sigiloso, sendo vedado à CAMARB, aos árbitros, aos demais profissionais que atuarem no caso e às próprias partes, divulgar quaisquer informações a que tenham acesso em decorrência de seu ofício ou de sua participação no processo, sem o consentimento de todas as partes, ressalvados os casos em que haja obrigação legal de publicidade e o disposto no presente regulamento”.*



Reitera-se, portanto, que a confidencialidade, mesmo que não inerente à arbitragem, acaba atribuída ao procedimento em virtude dos regulamentos das câmaras e, ainda que estes fossem silentes quanto ao tema, a vontade das partes, soberana na arbitragem, poderia optar pelo sigilo.

### 3.3 Relativizações à confidencialidade na arbitragem

A doutrina já reconhece que, independentemente da fonte da obrigação de confidencialidade na arbitragem, há casos em que tal sigilo deve ser mitigado para atender outros princípios. Essas exceções geralmente se relacionam com a obrigação legal de divulgar informações. É muito comum que sejam citados também casos de arbitragem com entes da administração pública e companhias abertas<sup>332</sup>.

Rodrigo Garcia da Fonseca e André de Luiz Correia destacam uma distinção necessária na análise das exceções, separando a denominada confidencialidade contratual, como aquela decorrente da convenção arbitral, e a confidencialidade legal ou material, como relacionada a documentos ou informações que, por sua natureza e força de lei, estão protegidos pelo sigilo. Neste segundo caso, o sigilo tem outra natureza e não se confunde, portanto, com o sigilo decorrente da convenção de arbitragem. É o caso, por exemplo, de dados bancários protegidos em litígios envolvendo bancos ou instituições financeiras. Neste contexto, a informação será protegida pelo sigilo bancário e não pelo acordo de confidencialidade na arbitragem<sup>333</sup>. Para fins do nosso trabalho, trataremos exclusivamente do sigilo decorrente da convenção arbitral e não de outras formas de proteção ao sigilo.

---

<sup>332</sup> BORN, Gary B. **International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2009, pp. 2256-2257, “Even as between the parties, there may be circumstances where an agreement regarding confidentiality will be unenforceable on public policy or mandatory law grounds (e.g., securities reporting obligations or governmental investigatory powers). Thus, a confidentiality agreement may be unenforceable where it requires a party to violate securities disclosure requirements or competition law provisions. In practice, publicly-held companies very frequently include disclosures regarding significant arbitrations in which they are involved in their securities filings”; FONSECA, Rodrigo Garcia da., CORREIA, André de Luiz. “A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites”. In: LEMES, Selma Ferreira, BALBINO, Inez (coords.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 422-433; BASILIO, Ana Tereza; LINS, Thiago. “A relativização da confidencialidade na arbitragem; companhias abertas”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 49, 2016.

<sup>333</sup> FONSECA, Rodrigo Garcia da., CORREIA, André de Luiz. “A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites”. In: LEMES, Selma Ferreira, BALBINO, Inez (coords.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 423-424.

### 3.3.1 Arbitragem na administração pública

Originalmente, a Lei de Arbitragem não contemplou de modo específico o tema da arbitragem envolvendo a administração pública e, portanto, não tratou das particularidades que envolvem tal matéria tanto em relação a parte subjetiva dos agentes envolvidos quanto com relação às matérias que poderiam ser submetidas à arbitragem. Em 2015, a Lei 13.129/15 introduziu os parágrafos 1º e 2º ao artigo 1º da Lei de Arbitragem e o parágrafo 3º ao artigo 2º da Lei de Arbitragem<sup>334</sup>, que estabelecem, de modo expresso, a possibilidade de utilização da arbitragem pela administração pública, reiterando que as disputas devem ser relativas exclusivamente a direitos patrimoniais disponíveis.

Essa reforma da Lei de Arbitragem positivou um entendimento já desenvolvido pela doutrina no sentido de que o Estado poderia ser parte em procedimentos arbitrais relativos direitos patrimoniais disponíveis<sup>335</sup>. Essa reforma foi ainda de encontro ao previsto na Lei 8.987/95 que trata do regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos, em que consta disposição expressa para a utilização na arbitragem no seu artigo 23-A<sup>336</sup> (incluído pela Lei 11.196/05), e também no artigo 11 da Lei 11.079/04<sup>337</sup> acerca do uso de

---

<sup>334</sup> Artigo 1º da Lei de Arbitragem: As pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis.

§1º A administração pública direta e indireta poderá utilizar-se da arbitragem para dirimir conflitos relativos a direitos patrimoniais disponíveis

§2º A autoridade ou o órgão competente da administração pública direta para a celebração de convenção de arbitragem é a mesma para a realização de acordos ou transações.

Artigo 2º da Lei de Arbitragem: A arbitragem poderá ser de direito ou de equidade, a critério das partes.

(...)

§3º A arbitragem que envolva a administração pública será sempre de direito e respeitará o princípio da publicidade.

<sup>335</sup> LEMES, Selma M. Ferreira. “A arbitragem e os novos rumos empreendidos na Administração Pública: a empresa estatal, o Estado e a concessão de serviço público”. In: MARTINS, Pedro A. Batista; LEMES, Selma Maria Ferreira; CARMONA, Carlos Alberto. **Aspectos fundamentais da Lei de Arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 1999, pp. 175-206; WALD, Arnoldo. “A arbitragem e as sociedades de economia mista”. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 19, 2003, pp. 377-378; PINTO, José Emílio Nunes. “A Arbitrabilidade de Controvérsias nos Contratos com o Estado e Empresas Estatais”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. I, issue 1, 2004, pp. 9-26; VALENÇA FILHO, Cláudio. “Arbitragem e Contratos Administrativos”. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, vol. 2, ano 3, 2000, pp. 359-373.

<sup>336</sup> Artigo 23-A da Lei 8.987/95. O contrato de concessão poderá prever o emprego de mecanismos privados para resolução de disputas decorrentes ou relacionadas ao contrato, inclusive a arbitragem, a ser realizada no Brasil e em língua portuguesa, nos termos da Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996.

<sup>337</sup> Artigo 11 da Lei 11.079/04. O instrumento convocatório conterá minuta do contrato, indicará expressamente a submissão da licitação às normas desta Lei e observará, no que couber, os §§3º e 4º do art. 15, os arts. 18, 19 e 21 da Lei nº 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, podendo ainda prever:

(...)

III – o emprego dos mecanismos privados de resolução de disputas, inclusive a arbitragem, a ser realizada no Brasil e em língua portuguesa, nos termos da Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996, para dirimir conflitos decorrentes ou relacionados ao contrato.

arbitragem em contratos de parceria público-privada, sendo que, em ambos os casos a arbitragem deve ser realizada no Brasil e em português.

Na verdade, assim como nas demais áreas, o poder público certamente pode se beneficiar das principais vantagens atribuídas à arbitragem como a celeridade e a especialização<sup>338</sup>. Para Eros Grau, “*não só o uso da arbitragem não é defeso aos agentes da Administração, como, antes, é recomendável, posto que privilegia o interesse público*”<sup>339</sup> e para Eliana Calmon, nas arbitragens envolvendo o Poder Público, há de se destacar duas principais vantagens, quais sejam a celeridade, consoante com o princípio da eficiência na administração pública e a especialização da justiça arbitral, que tende a ser mais técnica<sup>340</sup>.

Uma das principais preocupações envolvendo a participação de órgãos da administração pública em procedimentos arbitrais diz respeito ao aparente conflito entre a confidencialidade da arbitragem que, como foi demonstrado, é praticamente uma regra e os princípios de publicidade e transparência aos quais a administração está sujeita<sup>341</sup>. Antes de procedermos a uma análise mais detalhada desta questão, cabe ressaltar que, para fins do presente trabalho, iremos tratar exclusivamente da discussão entre publicidade e confidencialidade nos procedimentos arbitrais envolvendo a administração pública. Existem, porém, muitas outras particularidades relacionadas ao assunto que apresentam dificuldades à utilização da arbitragem pela administração pública, desde a definição das matérias sujeitas à arbitragem<sup>342</sup> até aspectos mais procedimentais como a forma de escolha do órgão arbitral

---

<sup>338</sup> Sobre a adequação da arbitragem aos conflitos envolvendo o poder público, vide CARNAÚBA, César Augusto Martins. “Adequação da arbitragem aos litígios envolvendo o Poder Público”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XV, issue 58, 2018, pp. 7-27. César Augusto Martins Carnaúba fala da adequação da arbitragem aos litígios envolvendo o poder público ao dizer que sua harmonização deve ser feita em duas etapas, sendo a primeira de análise de suas vantagens em relação à jurisdição estatal e, concluindo pela sua vantagem no caso concreto, a segunda etapa seria de verificação se alguma das vantagens da arbitragem é cerceada pelos limites aplicáveis à administração pública, quais sejam, arbitrabilidade objetiva restrita a direitos patrimoniais disponíveis, vedação à equidade e à escolha da lei aplicável, vedação ao reexame de mérito administrativo e observância dos princípios da administração pública.

<sup>339</sup> GRAU, Eros Roberto. “Arbitragem e Contrato Administrativo”. **Revista Trimestral de Direito Público**, vol. 32, 2000, p. 15.

<sup>340</sup> CALMON, Eliana. “A arbitragem e o Poder Público”. Discurso proferido no I Seminário de Mediação e Arbitragem organizado pela OAB/SP em 21 de agosto de 2009. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 24, 2010.

<sup>341</sup> Em 2003, por exemplo, o Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro determinou a extinção de um procedimento arbitral decorrente de cláusula compromissória com pacto de sigilo, tendo em vista a incompatibilidade da confidencialidade do procedimento com o princípio da publicidade da administração pública. O caso, envolvendo o Município do Rio de Janeiro e a Solomon R. Guggenheim Foundation. Vide TJRJ, Agravo de Instrumento nº 07839/2003, 13ª Câmara Cível, Des. Rel. Ademir Paulo Pimentel, j. 25 de junho de 2003.

<sup>342</sup> Sobre a discussão de arbitrabilidade objetiva em litígios envolvendo a administração pública, vide TONIN, Mauricio Morais. “Direito Patrimonial Disponível na Administração Pública: Tentativa de Definição”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XV, issue 59, 2018, pp. 61-79. Após explorar os conceitos de interesse público, interesse da administração pública e disponibilidade, conforme tratados por diversos doutrinadores, o autor conclui o direito patrimonial disponível da administração pública seria relativo a bens dominicais, isto é,

e dos árbitros, pagamento de custas, despesas e incidência de verbas honorárias, definição de sede e idioma<sup>343</sup>, possibilidade de questionamento dos atos da administração<sup>344</sup>, entre outros, que não estão no escopo do presente trabalho.

O parágrafo 3º da Lei de Arbitragem, após a reforma, passou a tratar especificamente da necessidade de publicidade, ao dizer que “*a arbitragem que envolva a administração pública será sempre de direito e respeitará o princípio da publicidade*”. Pois bem, o dispositivo retomou as regras de transparência às quais a administração está sujeita, especialmente em relação ao artigo 37 da Constituição Federal<sup>345</sup>. O princípio da publicidade dos negócios públicos é fundamental para a manutenção de um regime democrático e para permitir o acesso à justiça pelo cidadão e a participação na vida pública<sup>346</sup>. Ele se justifica em decorrência da natureza da administração pública de gestora de bens e interesses coletivos e porque a publicidade é relevante para a fiscalização dos agentes públicos<sup>347</sup>. Ademais, o acesso à informação permite um melhor controle sobre as atividades desenvolvidas pelas autoridades e melhor fiscalização de irregularidades e atos ilegais ou de corrupção.

Em relação às pessoas da administração pública que podem ser partes em procedimentos arbitrais conforme expressamente permitido pela lei, cabe destacar o caso das empresas públicas e sociedades de economia mista<sup>348</sup>. Essas sociedades conhecidas, em

---

aqueles que formam o patrimônio das pessoas jurídicas de direito público, suscetíveis de valoração econômica e que possa ser objeto de livre negociação por seus titulares. Desta forma, o autor destaca que o campo dos contratos administrativos e dos contratos sob regime de direito privado são uma área fértil para a negociação de cláusula arbitral envolvendo a administração pública.

<sup>343</sup> Sobre essa questão, vide CARMONA, Carlos Alberto. “Arbitragem e administração pública - primeiras reflexões sobre a arbitragem envolvendo a administração pública”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, nº 51, ano XIII, 2016, pp. 7-21.

<sup>344</sup> HATANAKA, Alex S. “O poder público e a arbitragem após a reforma da Lei nº 9.307/1996”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XIII, issue. 49, 2016, pp. 34-35.

<sup>345</sup> Artigo 37 da Constituição Federal. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência (...). Da mesma forma, o artigo 5, inciso XXXIII da Constituição trata da transparência do poder público: todos têm direito a receber dos órgãos públicos informações de seu interesse particular, ou de interesse coletivo ou geral, que serão prestadas no prazo da lei, sob pena de responsabilidade, ressalvadas aquelas cujo sigilo seja imprescindível à segurança da sociedade e do Estado.

<sup>346</sup> RODRIGUES, João Gaspar. “Publicidade, transparência e abertura na administração pública”. **Revista de Direito Administrativo**, vol. 266, Rio de Janeiro, 2014,

<sup>347</sup> OLIVEIRA, Gustavo Justino; FIGUEIROA, Caio Cesar. **Arbitragem com o Poder Público: da confidencialidade à publicidade e transparência do procedimento arbitral, à luz da Lei Federal nº 13.129/15**, 2015, “*a publicidade tem a razão de ser em um mandamento de otimização para a Administração Pública, por dois motivos. O primeiro em decorrência de sua natureza enquanto gestora dos interesses e bens coletivos; o segundo, porque a publicidade é medida propulsora da transparência, e fator indispensável para a accountability dos agentes públicos*”.

<sup>348</sup> Nos termos do Decreto-Lei nº 200, de 25 de fevereiro de 1967, com a redação dada pelo Decreto-Lei nº 900, de 29 de setembro de 1969, empresa pública é a “*entidade dotada de personalidade jurídica de direito*

conjunto, como empresas públicas, se sujeitam a um regime de direito privado e por isso, têm maior liberdade para submeter disputas a arbitragens, desde que relativas a direitos patrimoniais e disponíveis. A Emenda Constitucional nº 19 de 1998, alterou o artigo 173, §1º da Constituição Federal, a fim de estabelecer que as empresas públicas estariam sujeitas ao regime de direito privado<sup>349</sup> e alterou também o artigo 22, XXVII da Constituição Federal<sup>350</sup>, trazendo certa flexibilização para as contratações a serem efetuadas por tais empresas tendo em vista sua natureza empresarial<sup>351</sup>. Logo, nestes casos, a liberdade de contratação da arbitragem é maior.

Não obstante a reforma da Lei de Arbitragem positivando um entendimento favorável à arbitragem na administração pública, o legislador não deixou claro o que deve ser divulgado, limitando-se a falar da publicidade de modo genérico. Para Carlos Alberto Carmona, essa economia da lei deve ser entendida com parcimônia e não como uma “*regra de publicidade total e absoluta para todos os atos da arbitragem*”. Dessa forma, o autor sugere que o acesso seja dado aos atos mais relevantes, como apresentação de pleitos, documentos que embasam os pedidos e sentença, sendo que, de forma alguma, a publicidade deve ser entendida como um convite à participação nas audiências e acompanhamento da prática de todos os atos processuais<sup>352</sup>. No mesmo sentido, já teria se manifestado José

---

*privado, com patrimônio próprio e capital exclusivo da União, criado por lei para a exploração de atividade econômica que o Governo seja levado a exercer por força de contingência ou de conveniência administrativa podendo revestir-se de qualquer das formas admitidas em direito*”. Já a sociedade de economia mista é a “*entidade dotada de personalidade jurídica de direito privado, criada por lei para a exploração de atividade econômica, sob a forma de sociedade anônima, cujas ações com direito a voto pertençam em sua maioria à União ou a entidade da Administração Indireta*”.

<sup>349</sup> §1º - A lei estabelecerá o estatuto jurídico da empresa pública, da sociedade de economia mista e de suas subsidiárias que explorem atividade econômica de produção ou comercialização de bens ou de prestação de serviços, dispondo sobre:

(...)

II - a sujeição ao regime jurídico próprio das empresas privadas, inclusive quanto aos direitos e obrigações civis, comerciais, trabalhistas e tributários.

<sup>350</sup> Artigo 22 da Constituição Federal: Compete privativamente à União legislar sobre:

(...)

XXVII - normas gerais de licitação e contratação, em todas as modalidades, para as administrações públicas diretas, autárquicas e fundacionais da União, Estados, Distrito Federal e Municípios, obedecido o disposto no art. 37, XXI, e para as empresas públicas e sociedades de economia mista, nos termos do art. 173, §1º, III.

<sup>351</sup> Sobre a flexibilização do processo de licitação nas empresas estatais, vide SUNDFELD, Carlos Ari; SOUZA, Rodrigo Pagani de. “Licitação nas Estatais: Levando a Natureza Empresarial a Sério”. **Revista de Direito Administrativo**, vol. 245, 2007, pp. 13-30, “*necessidade de sujeição das empresas estatais a um regime licitatório mais flexível, condizente com a sua conformação e atuação empresarial. A razão é simples: são empresas que, embora controladas pelo Estado e por isso submetidas a alguma medida ao regime publicístico, disputam mercados com concorrentes privadas e se forem submetidas ao rígido regime licitatório da Lei n. 8.666/93, correrão o risco de sofrer concorrência desleal; no limite, não conseguirão realizar seus cometimentos de interesse público. Precisam, pois, de um regime de licitação mais flexível*”.

<sup>352</sup> CARMONA, Carlos Alberto. “Arbitragem e administração pública - primeiras reflexões sobre a arbitragem envolvendo a administração pública”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, nº 51, ano XIII, 2016, p. 20.

Emilio Pinto Nunes antes da reforma da Lei de Arbitragem ao dizer que “o respeito a esse princípio [da publicidade] não irá desaguar na abertura de audiências realizadas no contexto da arbitragem a todo e qualquer cidadão”<sup>353</sup>, e defender que a publicidade seria alcançada por meio do fornecimento de informação relativa ao andamento da arbitragem aos órgãos de controle externo e interno da administração pública, como tribunais de contas ou outros órgãos internos de fiscalização<sup>354</sup>.

De outro lado, para Alex S. Hatanaka, a publicidade na arbitragem envolvendo a administração pública deve ser ampla, nos termos do artigo 11 do Novo Código de Processo Civil, mas também não deve ser “um dever absoluto e intocável”<sup>355</sup>, estando sujeita às exceções que são normalmente aceitas também no processo judicial, como, por exemplo, quando o sigilo for imprescindível para a segurança da sociedade ou do Estado, conforme artigo 5º, XXXIII, da Constituição Federal<sup>356</sup>, para a preservação do direito à intimidade da parte, conforme artigo 93, IX, da Constituição Federal<sup>357</sup> ou se enquadrar nos incisos do artigo 189 do Novo Código de Processo Civil.

A nosso ver, na arbitragem envolvendo entes da administração pública, a defesa de uma publicidade farta parece prevalecer, em razão da multiplicidade de interesses envolvidos na gestão pública e da necessidade de fiscalização para coibição de prática

---

<sup>353</sup> PINTO, José Emílio Nunes. “A Arbitrabilidade de Controvérsias nos Contratos com o Estado e Empresas Estatais”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. I, issue 1, 2004, p. 21.

<sup>354</sup> PINTO, José Emílio Nunes. “A Arbitrabilidade de Controvérsias nos Contratos com o Estado e Empresas Estatais”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. I, issue 1, 2004, p. 21, “Entendemos que a aplicação do princípio da publicidade estará satisfeita na medida em que as partes sujeitas a tal obrigação reportem a esses órgãos de controle o andamento e resultados da arbitragem. No entanto, somos de opinião, e vale ressaltar, que o fato da arbitragem em contratos com o Estado e suas empresas não se beneficiar do sigilo não exime os árbitros do cumprimento de seu dever de discricção, estando impedidos de revelar quaisquer detalhes do procedimento arbitral, salvo para os órgãos de controle externo e interno a que está sujeita a administração e sempre que por estes solicitado. Nos demais casos, prevalecerá o dever legal de discricção do árbitro, que contempla o sigilo”.

<sup>355</sup> HATANAKA, Alex S. “O poder público e a arbitragem após a reforma da Lei nº 9.307/1996”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XIII, issue 49, 2016, p. 26.

<sup>356</sup> Artigo 5º da Constituição Federal: Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

(...)

XXXIII - todos têm direito a receber dos órgãos públicos informações de seu interesse particular, ou de interesse coletivo ou geral, que serão prestadas no prazo da lei, sob pena de responsabilidade, ressalvadas aquelas cujo sigilo seja imprescindível à segurança da sociedade e do Estado;

<sup>357</sup> Artigo 93 da Constituição Federal: Lei complementar, de iniciativa do Supremo Tribunal Federal, disporá sobre o Estatuto da Magistratura, observados os seguintes princípios:

(...)

IX - todos os julgamentos dos órgãos do Poder Judiciário serão públicos, e fundamentadas todas as decisões, sob pena de nulidade, podendo a lei limitar a presença, em determinados atos, às próprias partes e a seus advogados, ou somente a estes, em casos nos quais a preservação do direito à intimidade do interessado no sigilo não prejudique o interesse público à informação

ilícitas. Assim, ainda que não seja possível o aproveitamento integral da confidencialidade, a arbitragem pode ser um instrumento para aprimoramento da celeridade e tecnicidade das decisões.

Há de se reconhecer que, não obstante a interpretação a ser escolhida para a norma, seja ela mais restritiva ou mais abrangente, muito provavelmente serão necessárias diversas adaptações ao procedimento arbitral, incluindo na realização das audiências, produção de provas e tratamento dos documentos a fim de compatibilizá-los com a necessidade de publicidade. Assim, para que seja viável realizar arbitragens com o poder público, as câmaras terão que reconhecer e viabilizar tal flexibilização, sob pena de não serem opções viáveis para esse tipo de arbitragem.

A Lei de Arbitragem também não determinou a parte responsável pela realização da divulgação. Alex S. Hatanaka indica duas alternativas possíveis, a própria entidade da administração pública ou a câmara arbitral. No primeiro caso, a pessoa de direito público envolvida conduziria a divulgação das informações que entender cabíveis por meio de publicações no Diário Oficial ou em outro veículo. Já no segundo caso, as câmaras arbitrais teriam que se preparar para coordenar tal divulgação<sup>358</sup>. Parece-nos, em um primeiro momento, que tal obrigação deveria ser da pessoa da administração pública envolvida no procedimento arbitral, tendo em vista que a necessidade de divulgação vem da regulação incidente sobre tal parte.

O CAM-CCBC lidou com o assunto por meio da Resolução Administrativa nº 15/2016 sobre arbitragem e administração pública direta, na qual previu que no termo de arbitragem, as partes deverão dispor sobre as informações e documentos que poderão ser divulgados, bem como a forma de divulgação. A resolução deixou claro ainda que a câmara poderia “*informar terceiros sobre a existência de procedimento arbitral, a data do requerimento de arbitragem e o nome das partes, podendo inclusive disponibilizar esses dados no site*”<sup>359</sup>. Nos termos do artigo 3º, §2º, porém, foi mantido o conceito de privacidade

---

<sup>358</sup> HATANAKA, Alex S. “O poder público e a arbitragem após a reforma da Lei nº 9.307/1996”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XIII, issue 49, 2016, p. 27.

<sup>359</sup> Em tal consulta, identificamos 4 (quatro) procedimentos reportados, a seguir listados em ordem cronológica de data de requerimento: (i) 21 de maio de 2015, Arena Pernambuco Negócios e Investimentos S.A. e o Estado de Pernambuco; 18 de outubro de 2016, Libra Terminal 35 S/A, Libra Terminais S/A e União, por intermédio da Secretaria dos Portos da Presidência da República; 22 de janeiro de 2018, BRK Ambiental – Sumaré S.A. e Município de Sumaré; e 15 de março de 2018, Concessionária Move São Paulo S.A. e Governo do Estado de São Paulo. Disponível em <<https://ccbc.org.br/cam-ccbc-centro-arbitragem-mediacao/resolucao-de-disputas/resolucoes-administrativas/ra-15-2016-publicidade-em-procedimentos-com-a-adm-publica-direta/>>, acesso em novembro de 2018.

do procedimento, sendo que as audiências seriam reservadas às partes e procuradores. Em consulta ao sítio eletrônico do CAM-CCBC em dezembro de 2018, verificamos que são reportadas informações acerca da data do requerimento de arbitragem e os nomes das partes.

A CAMARB dedica o item XII<sup>360</sup> do seu regulamento à arbitragem com a administração pública, prevendo a divulgação, em seu sítio eletrônico<sup>361</sup>, dos seguintes elementos: existência do procedimento, data da solicitação de arbitragem e o(s) nome(s) do(s) requerente(s) e requerido(s). Além disso, prevê a privacidade das audiências (salvo disposição contrária) e esclarece que não fornecerá documentos e informações do procedimento, deixando às partes a divulgação de dados adicionais nos termos da lei.

A Resolução nº 3 de 1 de outubro de 2018, da CAM-CIESP/FIESP, estabelece que caberá à parte da administração pública solicitar ou promover a publicidade prevista pela Lei de Arbitragem e que, a pedido das partes e mediante autorização do tribunal, a câmara divulgará a data do requerimento de arbitragem, os nomes das partes e o número do procedimento em seu sítio eletrônico.

Já a CAM-FGV se limita a dizer, no artigo 12, parágrafo 2º do seu regulamento, que a arbitragem que envolva a administração pública será sempre de direito.

### 3.3.2 *Outros casos*

Outro caso de mitigação da confidencialidade é o de arbitragens envolvendo empresas em recuperação judicial, nos quais é fundamental observar a transparência e a publicidade do processo, considerando a necessidade de participação ativa dos credores e do Ministério Público, que precisam de informações sobre os processos envolvendo a

---

<sup>360</sup> Regulamento de Arbitragem da CAMARB. 12.1 - Este capítulo será aplicável aos procedimentos arbitrais que envolvam entidades sujeitas ao regime de direito público que integrem a administração pública direta e indireta. As partes, de comum acordo, poderão estender a aplicação das disposições deste capítulo aos procedimentos que tenham como parte pessoas jurídicas de direito privado que integrem a administração pública. 12.2 - A Secretaria da CAMARB divulgará, em seu site, a existência do procedimento, a data da solicitação de arbitragem e o(s) nome(s) do(s) requerente(s) e requerido(s). 12.3 - Ressalvado o disposto no item precedente, a CAMARB não fornecerá documentos e informações a respeito do procedimento, cabendo às partes, na forma da lei, a divulgação de informações adicionais. 12.4 - As audiências serão, salvo convenção em contrário, restritas às partes e a seus procuradores. 12.5 - A CAMARB fica autorizada, pelas partes e árbitros, a divulgar, em seu site, a sentença, suas publicações e materiais acadêmicos, salvo manifestação expressa de qualquer das partes em sentido contrário.

<sup>361</sup> Em consulta ao sítio eletrônico da CAMARB, não foi possível acessar a lista de procedimentos com a administração pública até a finalização do presente trabalho.



recuperanda. Thiago Dias Delfino Cabral defende que a confidencialidade da arbitragem nestes casos deve ser mitigada em cinco momentos da recuperação judicial, (i) no pedido de recuperação, em que a empresa deve informar todas as ações em que figura como parte, incluindo valor envolvido; (ii) durante o processo, nos termos do artigo 6º, §6º, da Lei de Recuperação Judicial e Falência<sup>362</sup>; (iii) mediante requisição do administrador judicial, que tem o poder de exigir quaisquer informações dos credores, do devedor ou seus administradores conforme artigo 22, inciso I, alínea “d” da Lei de Recuperação Judicial e Falência<sup>363</sup>; (iv) caso o plano de recuperação determine que credores serão pagos por meio de crédito decorrente de procedimento arbitral; ou (v) em caso de necessidade de cooperação entre o poder judiciário e a arbitragem. Em todos os cenários, porém, o autor destaca a necessidade de que a mitigação da confidencialidade seja moderada, apenas na medida necessária para cumprir o disposto na lei. Para o autor, nas hipóteses dos itens (i) e (ii) acima, isto é, na informação dos processos no pedido de recuperação e ao longo do processo, não seria sequer necessário informar o objeto da arbitragem, mas tão somente a câmara arbitral, o número do procedimento, nome das partes e valor em disputa<sup>364</sup>. O autor destaca que a divulgação deve atender ao binômio “necessidade” de divulgação e “utilidade” da informação para os envolvidos na recuperação<sup>365</sup>.

Outra circunstância de mitigação da confidencialidade também apontada pela doutrina diz respeito à divulgação de arbitragens no curso de processos de auditoria (ou “*due diligence*”). Ainda que os valores discutidos na arbitragem muitas vezes estejam provisionados no balanço da companhia, a identificação dos processos aos quais os provisionamentos são relacionados nem sempre é clara. Desta forma, no caso de processos de auditoria, a empresa auditada que deveria informar o procedimento arbitral ao potencial

---

<sup>362</sup> Artigo 6º, §6º, da Lei de Recuperação Judicial e Falência: Independentemente da verificação periódica perante os cartórios de distribuição, as ações que venham a ser propostas contra o devedor deverão ser comunicadas ao juízo da falência ou da recuperação judicial:

I – pelo juiz competente, quando do recebimento da petição inicial;

II – pelo devedor, imediatamente após a citação.

<sup>363</sup> Artigo 22, da Lei de Recuperação Judicial e Falência: Ao administrador judicial compete, sob a fiscalização do juiz e do Comitê, além de outros deveres que esta Lei lhe impõe:

I – na recuperação judicial e na falência:

(...)

d) exigir dos credores, do devedor ou seus administradores quaisquer informações;

<sup>364</sup> CABRAL, Thiago Dias Delfino. “A mitigação da confidencialidade da arbitragem na recuperação judicial”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XV, issue 57, 2018, pp. 58 e ss.

<sup>365</sup> CABRAL, Thiago Dias Delfino. “A mitigação da confidencialidade da arbitragem na recuperação judicial”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XV, issue 57, 2018, p. 66, “*A mitigação da confidencialidade, contudo, não poderá ser realizada de forma descuidada para evitar prejuízos à recuperanda e à outra parte do procedimento arbitral. Dessa forma, eventuais informações que precisem ser prestadas devem se guiar por dois critérios: a necessidade e a utilidade para os envolvidos no procedimento de recuperação judicial*”.

investidor deverá sopesar os interesses envolvidos (isto é, obrigação da confidencialidade da arbitragem e obrigação de divulgar informações no processo de auditoria) e, em vários casos, se necessário, informar a contraparte da arbitragem acerca da necessidade de divulgação. Referida contraparte, por sua vez, pode não concordar com a divulgação, invocando a confidencialidade. Nestes casos, arranjos contratuais entre os envolvidos podem auxiliar na acomodação dos interesses, mas a melhor estratégia normalmente será definida no caso concreto<sup>366</sup>.

Outras hipóteses de exceções à confidencialidade normalmente apontadas pela doutrina tratam de situações em que uma das partes necessita de uma informação produzida no curso da arbitragem, sob pena de não conseguir resguardar algum direito<sup>367</sup>, ou para fins de utilizá-lo em outros processos. Nestes casos, a análise deverá ser casuística a fim de sopesar os interesses envolvidos e verificar qual deve prevalecer.

Resta demonstrado, portanto, que a arbitragem não é sigilosa por natureza e tal confidencialidade é relativizada em diversos casos. Assim como os demais exemplos apresentados nesta parte do trabalho, uma hipótese de mitigação de confidencialidade é no caso das companhias abertas, que passaremos a explorar de modo mais detalhado no próximo capítulo.

---

<sup>366</sup> DENOIX DE SAINT MARC, Valéry. “Confidentiality of Arbitration and the Obligation to Disclose Information on Listed Companies or During Due Diligence Investigations”. **Journal of International Arbitration**, Kluwer Law International, vol. 20, issue 2, 2003, pp. 215-216.

<sup>367</sup> FONSECA, Rodrigo Garcia da., CORREIA, André de Luizi. “A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites”. In: LEMES, Selma Ferreira, BALBINO, Inez (coords.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 426 e ss.; CABRAL, Thiago Dias Delfino. “A mitigação da confidencialidade da arbitragem na recuperação judicial”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XV, issue 57, 2018, pp. 55-56.

## CAPÍTULO 4 – A ARBITRAGEM E O DIREITO SOCIETÁRIO

Ao se optar pela arbitragem como método de solução de conflitos, afastando o Judiciário, as companhias afastam também a publicidade, pois ainda que o sigilo não seja inerente à arbitragem, há grande incentivo para que ele seja contratualmente escolhido pelas partes, especialmente em relação a litígios societários. Alguns argumentos usados para justificar a confidencialidade incluem a preocupação com a preservação da empresa, a proteção de segredos de negócio e o incentivo a menor litigiosidade na disputa. Conforme já estabelecido neste trabalho, a consequência natural e óbvia do avanço da arbitragem é a redução do nível de informação disponibilizado ao mercado<sup>368</sup>.

No processo judicial, ao contrário da arbitragem, prevalece o princípio da publicidade absoluta dos atos<sup>369</sup>, assegurado constitucionalmente pelos artigos 5º, inciso LX e 93, inciso IX<sup>370</sup>, uma vez que o processo realizado às escondidas poderia servir de anteparo a comportamentos escusos, prestando-se a causar danos às partes e à respeitabilidade da Justiça<sup>371</sup>. A publicidade, portanto, serve ao controle da atuação de todos os envolvidos no processo, incluindo juízes, advogados, promotores e mesmo as partes<sup>372</sup>. Caso as disputas

---

<sup>368</sup> A redução do nível informacional pode ser exemplificada, por exemplo, pelo enquadramento da disputa no item 4.3 do Formulário de Referência sobre processos em geral, no qual é solicitada a divulgação de diversas informações, incluindo as partes, os valores, direitos e bens envolvidos e os principais fatos; ou no item 4.5 que trata dos processos sigilosos, sobre os quais é solicitada a divulgação apenas dos valores envolvidos e impacto em caso de perda. Assumindo que se trate de um processo arbitral relevante, com a confidencialidade os mesmos passam a se enquadrar no item 4.5 e não 4.3 do formulário de referência, estando sujeitas a exigências mais flexíveis de divulgação de informações.

<sup>369</sup> MEDINA, José Miguel Garcia. **Novo Código de Processo Civil Comentado**, 5ª Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017, p. 338, “*Vê-se, pela letra de referidos dispositivos constitucionais, que o direito brasileiro adota, como regra, o regime da publicidade absoluta (ou externa), como regra, limitando-o contudo, com exceções que são manifestação do regime de publicidade restrita (ou interna)*”.

<sup>370</sup> Artigo 5º da Constituição Federal: Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

(...)

LX - a lei só poderá restringir a publicidade dos atos processuais quando a defesa da intimidade ou o interesse social o exigirem.

Artigo 93 da Constituição Federal: Lei complementar, de iniciativa do Supremo Tribunal Federal, disporá sobre o Estatuto da Magistratura, observados os seguintes princípios:

(...)

IX - todos os julgamentos dos órgãos do Poder Judiciário serão públicos, e fundamentadas todas as decisões, sob pena de nulidade, podendo a lei limitar a presença, em determinados atos, às próprias partes e a seus advogados, ou somente a estes, em casos nos quais a preservação do direito à intimidade do interessado no sigilo não prejudique o interesse público à informação.

<sup>371</sup> DINAMARCO, Cândido Rangel. **A arbitragem na teoria geral do processo**. São Paulo, Malheiros, 2013, pp. 60-61.

<sup>372</sup> NEVES, Daniel Amorim Assumpção. **Novo Código de Processo Civil Comentado**, 2ª Ed. Salvador: Editora Juspodivm, 2017, p. 321, “*Segundo a melhor doutrina, a publicidade dos atos processuais é a forma*

societárias fossem submetidas ao judiciário, seria pouco provável que tais litígios fossem cobertos pelo segredo de justiça, tendo em vista o rol de hipóteses previsto na legislação processual.

O artigo 189 do Novo Código de Processo Civil apresenta uma lista de casos em que o segredo de justiça será cabível, incluindo processos (i) nos quais se exija o interesse público ou social; (ii) que versem sobre casamento, separação de corpos, divórcio, separação, união estável, filiação, alimentos e guarda de crianças e adolescentes; (iii) em que constem dados protegidos pelo direito a intimidade; e (iv) “*que versem sobre arbitragem, inclusive sobre cumprimento de carta arbitral, desde que a confidencialidade estipulada na arbitragem seja comprovada perante o juiz*”, sendo que os dois últimos itens, incluindo o tópico relativo à arbitragem, foram adicionados no código de processo civil recentemente, após a reforma legislativa de 2015. Nos itens (i) e (iii) acima, a legislação fala, de modo abstrato em interesse público ou social e direito à intimidade, que deverão ser demonstrados no caso concreto, já no caso do item (ii) são elencados processos que invariavelmente envolvem a exposição da vida pessoal das partes. A inclusão do caso da arbitragem teve por objetivo transportar a confidencialidade já estabelecida na arbitragem para o processo judicial. Na prática, a parte interessada no sigilo deverá provar a confidencialidade em juízo, por meio, por exemplo, da juntada da convenção de arbitragem ou do regulamento da câmara que tenha a previsão da confidencialidade. Com essa permissão, verifica-se que o sigilo no processo judicial é obtido pelo mero acordo entre as partes independentemente de estar relacionado com os interesses tutelados nos demais casos do artigo 189 do Novo Código de Processo Civil<sup>373</sup>.

Ademais, no judiciário estatal, mesmo em casos de segredo de justiça, em algumas localidades, é possível muitas vezes descobrir, ao menos, a existência do litígio por meio, por exemplo, da obtenção de certidões do distribuidor. Contrariamente, na arbitragem, o

---

*mais eficaz de controle do comportamento no processo do juiz, dos advogados, do promotor e até mesmo das partes”.*

<sup>373</sup> Nelson Nery Junior e Rosa Maria de Andrade Nery destacam que o inciso foi incluído por sugestão do Grupo de Pesquisa em Arbitragem da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, considerando que a confidencialidade da arbitragem não é assegurada por lei, mas por convenção entre as partes, vide NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. **Comentários ao Código de Processo Civil**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 700. Ainda, sobre a sugestão constante do artigo 189 do Novo Código de Processo Civil, à época, ainda na fase de discussão e elaboração do projeto de lei, ARMELIN, Donald. “Arbitragem e o Novo Código de Processo Civil”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 28, 2011, pp. 131-137, “*Essa sugestão é pertinente e adimple uma das características básicas da arbitragem, que é a de manter o sigilo a respeito da matéria objeto de sua atuação, o que seria esgarçado se escancarado na carta arbitral o objeto da arbitragem. Aliás, a confidencialidade é uma característica da arbitragem que garante à tutela arbitral vantagens consideráveis, nesse particular, em face daquela jurisdicional*”.

sigilo tende a ser completo, isto é, terceiros não sabem da existência da disputa, nem do seu objeto, andamento, partes e valor, ou qualquer outra informação, salvo se houver divulgação por alguma das partes.

Em se tratando de litígios societários, é importante refletir sobre os impactos dessa confidencialidade, considerando que há uma multiplicidade de agentes interessados em participar das demandas ou, ao menos, no desfecho das disputas. Nesta segunda parte do trabalho, trataremos, em primeiro lugar, dos principais questionamentos que envolvem a utilização da arbitragem para solução de conflitos societários e depois, faremos um exercício para verificar se a divulgação de informações sobre arbitragens societárias deveria ser objeto de regulação específica e em que medida.

#### 4.1 Questionamentos à confidencialidade de arbitragens societárias

Conforme discutido no Capítulo 2, na regulamentação atual, a arbitragem confidencial se enquadra como objeto de divulgação no item 4.5 do formulário de referência, exclusivamente para indicação do impacto em caso de perda e valor envolvido, e potencialmente como fato relevante, caso se enquadre na qualificação da norma. Lembrando que, para ser considerado um fato relevante, o evento deve, na visão da administração da companhia, (i) poder “*influir de modo ponderável: I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados*” e (ii) não colocar “*em risco interesse legítimo da companhia*” pois, neste caso, a necessidade de divulgação é afastada<sup>374</sup>.

Apesar da linguagem da instrução funcionar como um parâmetro geral para a identificação dos atos ou fatos “relevantes”, a norma se limita a abordar apenas o potencial de impacto financeiro nos valores mobiliários<sup>375</sup>, desconsiderando ou, ao menos, minimizando, outros efeitos que o evento possa ter, como de natureza reputacional para o

---

<sup>374</sup> As referências em itálico são dos artigos 2º, *caput*, e 6º da ICVM 358.

<sup>375</sup> PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 203.

emissor, por exemplo. Além disso, a linguagem da instrução é bastante genérica, o que permite amplo espaço para discricionariedade da administração no julgamento da relevância.

Em relação a outros países, o Brasil parece ter adotado uma política claramente mais favorável à arbitragem societária, conforme já demonstrado, sendo expressamente permitida a sua inclusão nos estatutos sociais e, mais ainda, sendo obrigatória para alguns segmentos de listagem (inclusive com a determinação de uma câmara específica)<sup>376</sup>. No que concerne

---

<sup>376</sup> HATANAKA, Alex. “Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto”. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, vol. 3, 2016, p. 143, “*Não há notícia de outros países que tenham adotado a arbitragem de modo tão contundente e amplo, quanto o nosso, quando se está a tratar de disputas envolvendo companhias abertas*”. No extremo oposto da posição brasileira sobre o tema, destacamos o caso da Itália, por exemplo, em que há uma previsão legal expressa no sentido de que companhias abertas não podem ter cláusula arbitral estatutária. O artigo 34 do Decreto Legislativo nº 5 de 2003 prevê o quanto segue: “*The constituting acts of corporations, with the exception of those [companies] that resort to markets of capital of risk [i.e., public capital markets] pursuant to article 2325-bis of the civil code, may, by means of dispute resolution clauses, prescribe the submission to arbitrators of certain or all controversies arising between shareholders or between shareholders and the corporation, the object of which are disposable rights related to corporate relations*” (tradução livre para o inglês constante de RAVANIDES, Christos A. “Arbitration Clauses in Public Company Charters: an Expansion of ADR Elysian fields or a descent into Hades?” **The American Review of International Arbitration**, vol. 18, nº 4, 2007, p. 448). A reforma legislativa que incluiu essa disposição foi criticada, mas grande parte da doutrina entendeu a mudança como sinal da preocupação com a eficácia deste tipo de arbitragem. Para esta corrente, seria difícil obter consenso quanto à arbitragem no estatuto, uma vez que a maior parte dos acionistas tem pouco conhecimento dos documentos societários. Neste sentido, RAVANIDES, Christos A. “Arbitration Clauses in Public Company Charters: an Expansion of ADR Elysian fields or a descent into Hades?” **The American Review of International Arbitration**, vol. 18, nº 4, 2007, p. 449, “*commentators discern behind it a well-founded concern about the legal efficacy of a charter-based arbitration clause. It would be impracticable, they contend, to guarantee the consensual character of the arbitration agreement under Italian law, when public shareholders rarely read the company’s governing documents*”. Contrariamente, há aqueles que criticam a solução legislativa. Para Diego Corapi, por exemplo, a vedação da arbitragem estatutária para companhias abertas não tem razão de ser. Na visão do autor, mesmo a justificação do decreto não explicou a razão da vedação, sendo que os comentários à norma se limitam a tratar das dificuldades, como o número elevado de partes, a falta de conhecimento do estatuto pelos sócios investidores e os maiores custos da arbitragem em relação ao judiciário. O autor contra-argumenta ao destacar o papel dos investidores institucionais que conhecem a sociedade, a atratividade da arbitragem para os estrangeiros e a possibilidade de regulamentação dos custos. Neste sentido, CORAPI, Diego. “Arbitragem no Direito Societário Italiano”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 43, 2014, “*Esta proibição não tem, na minha opinião, nenhuma razão de ser. A “Justificação” do decreto que a estabeleceu não a explica. Os comentários desta regra se limitam a sugerir que a aplicação da cláusula compromissória nas sociedades abertas encontraria dificuldades, como por exemplo: — o número potencialmente muito elevado das partes num procedimento; — a falta de conhecimento das cláusulas do estatuto por parte dos sócios que são geralmente pequenos investidores; — os maiores custos da arbitragem em comparação com aqueles dum processo do Poder Judiciário. Na realidade estas dificuldades não existem, ou não são tão graves a ponto de impedirem um funcionamento eficiente da arbitragem*”. Em relação às companhias fechadas, a arbitragem estatutária é permitida, desde que a inserção da cláusula arbitral seja aprovada por dois terços do capital social, sendo resguardado aos acionistas ausentes e dissidentes o direito de recesso a ser exercido em até 90 (noventa) dias após a deliberação, conforme artigo 34, item 6 do referido decreto. Ademais, a lei se preocupou em garantir mecanismos para que os sócios tenham a possibilidade de participar do procedimento arbitral e ter um tratamento adequado, tendo em vista a multiplicidade de interessados (artigo 35 e seguintes), quais sejam (i) a nomeação dos árbitros deve ser feita por um terceiro fora da sociedade, uma instituição de arbitragem por exemplo; (ii) o pedido de arbitragem deve ser protocolado no registro das sociedades comerciais na câmara de comércio, (iii) vedação da decisão por equidade. Além disso, a fim de endereçar a questão da arbitribilidade subjetiva, o artigo 34, §3º, o decreto prevê que a cláusula arbitral vincula todos os sócios, incluindo aqueles cuja qualidade de sócio seja objeto de controvérsia. Para Christos A. Ravanides, a legislação italiana se preocupou mais em preservar o caráter voluntário da arbitragem do que a de outros países, como o Brasil, no qual essa escolha é presumida. Neste

à confidencialidade e à suficiência dos mecanismos existentes de sua mitigação, a doutrina no país tem posicionamentos diversos.

Para alguns, a regulamentação vigente é suficiente para lidar com a questão, considerando que as informações capazes de influenciar no preço dos valores mobiliários seriam obrigatoriamente divulgadas nos termos da ICVM 358. Nelson Eizirik, por exemplo, entende que a confidencialidade da arbitragem e a necessidade de transparência não são elementos incompatíveis entre si, pois existem mecanismos de conciliação, como a divulgação dos fatos relevantes, os procedimentos de intervenção de terceiros na arbitragem e a publicação do ementário das decisões<sup>377</sup>. Para o autor, então, há uma suficiência dos mecanismos regulatórios no tratamento da possível incompatibilidade entre o dever de informar e a transparência.

Existem ainda aqueles que defendem uma posição intermediária de conciliação entre a total suficiência dos mecanismos e a necessidade de ampla divulgação. Daniel de Andrade Levy, por exemplo, afirma que, na busca pelo equilíbrio entre a divulgação ampla de informações e o sigilo arbitral, o primeiro deve prevalecer até o limite em que a divulgação gere prejuízo às partes envolvidas na arbitragem e não seja relevante para o mercado e para os acionistas<sup>378</sup>. Marco Aurélio Gumieri Valério, em palestra proferida no VIII Congresso Ibero-americano de Derecho Societario y de Empresa, em 2013, afirma que poucas empresas divulgam os procedimentos arbitrais em seus balanços e que é preciso, muitas vezes, abrir mão do sigilo em prol da transparência para que não haja o risco de responsabilização por omissão de informações<sup>379</sup>. Para o autor, é viável conciliar as obrigações de informação com as diretrizes de confidencialidade na arbitragem, dosando o sigilo e fazendo as revelações ao tempo certo, considerando a regulamentação aplicável<sup>380</sup>, assim, a preservação do sigilo

---

sentido, RAVANIDES, Christos A. “Arbitration Clauses in Public Company Charters: an Expansion of ADR Elysian fields or a descent into Hades?” **The American Review of International Arbitration**, vol. 18, n° 4, 2007, p. 449.

<sup>377</sup> EIZIRIK, Nelson. “O sigilo previsto na arbitragem é prejudicial ao funcionamento do mercado de capitais? NÃO: aos fatos: solução rápida e eficiente para os conflitos empresariais, arbitragem preserva a transparência”. **Revista Capital Aberto**, vol. 10, n° 120, 2013.

<sup>378</sup> LEVY, Daniel de Andrade. “Estudo comparado da arbitragem no mercado de capitais”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 155/156, 2010. p. 297, “na ponderação entre o ‘full disclosure’ e o sigilo arbitral, deve prevalecer o primeiro até o limite constituído pela prova de que determinada informação, especificamente, não pode ser divulgada, com base nos prejuízos que ela causaria para as partes, somada à inutilidade para o suposto destinatário”.

<sup>379</sup> VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “Divulgação dos processos de arbitragem nos balanços demonstrativos das empresas brasileiras de capital aberto”. **VIII Congresso Iberoamericano de Derecho Societario y de Empresa/XII Congresso Argentino de Derecho Societario**, 2013, p. 55.

<sup>380</sup> VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “Divulgação dos processos de arbitragem nos balanços demonstrativos das empresas brasileiras de capital aberto”. **VIII Congresso Iberoamericano de Derecho Societario y de Empresa/XII Congresso Argentino de Derecho Societario**, 2013, p. 55, “É possível compatibilizar as

deve ser a exceção<sup>381</sup>. Fernando Eduardo Serec e Eduardo Rabelo Kent Coes entendem que a relativização da exigência do sigilo nos termos do regulamento da CAM não é impossível, contanto que haja a revelação das informações exigidas por lei<sup>382</sup>. Sob essa ótica, a incompatibilidade entre sigilo e transparência seria apenas aparente.

No oposto, para outros autores, a regulamentação não só é insuficiente, como prejudica os direitos dos acionistas de voto e de fiscalização, bem como os direitos do mercado no acesso a informações relevantes dos emissores. Para Alfredo Lazzareschi, a confidencialidade das arbitragens societárias das companhias abertas fere (i) o direito à informação e à fiscalização do acionista previsto no artigo 109, III e §2º, da Lei das S.A., ao impedir o acesso do acionista a dados sobre as arbitragens em andamento ou mesmo sobre a existência da arbitragem em si; (ii) o direito de voto do acionista previsto no artigo 110 da Lei das S.A., ao limitar o acesso a informações que podem ter relevância para a tomada de decisão na assembleia; (iii) o artigo 4º, inciso IV, alíneas “b” e “c” e inciso VI da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, que estabelecem o acesso a informação pelo público e a vedação do uso de informação relevante não divulgada; (iv) o direito difuso do mercado à informação previsto na Lei 7.913/89<sup>383</sup> que, para o autor, “*não é individual, não é patrimonial e não é disponível*”<sup>384</sup> e (v) no caso de companhias listadas no Novo Mercado, os princípios que fundamentaram a criação do segmento, incluindo a transparência e a

---

*obrigações de divulgação de informações ao mercado com as diretrizes de sigilo relacionadas à arbitragem. Cabe à companhia mitigar e dosar o sigilo dos procedimentos arbitrais de forma a permitir a revelação de informações adequadamente, à luz da regulamentação aplicável e dos precedentes na matéria”.*

<sup>381</sup> VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “Divulgação dos processos de arbitragem nos balanços demonstrativos das empresas brasileiras de capital aberto”. **VIII Congresso Iberoamericano de Derecho Societario y de Empresa/XII Congresso Argentino de Derecho Societario**, 2013, “*Os conflitos arbitrais devem ser encarados como uma contingência e, portanto, seguir a instrução de provisionamento prevista para disputas judiciais ou administrativas estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários. Em raros casos é possível deixar de divulgar uma informação caso a quebra de sigilo possa prejudicar a companhia, embora isso deva ser uma exceção. (...) Tanto a Comissão de Valores Mobiliários quanto os auditores independentes e os próprios defensores da arbitragem entendem que a empresa precisa divulgar procedimentos que possam afetar seu balanço ou o seu valor no mercado, a despeito do sigilo hoje inerente à arbitragem”.*

<sup>382</sup> Confidencialidade de arbitragem é relativizada (por Fernando Eduardo Serec e Eduardo Rabelo Kent Coes). **Consultor Jurídico**, publicação em 13 de setembro de 2010. Disponível em <<http://www.conjur.com.br/2010-set-13/confidencialidade-arbitragem-relativizada-mercado>>, acesso em dezembro de 2018.

<sup>383</sup> Artigo 1º da Lei 7.913/89: Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários — CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrerem de:

(...)

III - omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

<sup>384</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 153/154, 2010, p. 101.



divulgação de informações de qualidade e na quantidade necessária<sup>385</sup>. O autor também afirma que o sigilo das arbitragens pode estimular a fraude, uma vez que dá às partes envolvidas, como o acionista controlador, por exemplo, a chance de negociar uma solução do litígio com risco reduzido de vazamento de informações acerca de condutas ilícitas ou inapropriadas<sup>386</sup>, impedindo a sua eventual responsabilização administrativa ou penal, se for o caso. Por fim, vale mencionar que o autor argumenta que vários dos litígios societários, como casos de invalidade de deliberações sociais, responsabilidade do controlador e abusos do administrador, por exemplo, não precisariam ser submetidos ao sigilo por não envolverem informações sensíveis das empresas, como segredos de negócio ou dados que possam conferir vantagem competitiva a concorrentes. Nestes casos, ficaria mais difícil sustentar a manutenção do sigilo.

Ainda que a confidencialidade não fosse a regra, o autor reiteta que o sigilo sempre poderia ser solicitado pelas partes e concedido pelo tribunal em ocasiões excepcionais, como analogamente ocorre no processo perante o judiciário. Para litígios societários, o sigilo poderia ser aplicável em casos envolvendo, por exemplo, desenvolvimento de produtos, pesquisas ou exploração de potenciais novos mercados<sup>387</sup>.

Na CVM, o tema foi discutido diretamente no Processo Administrativo 2008/0713<sup>388</sup>, em que Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto, na condição de investidor minoritário de companhias do Novo Mercado, enviou reclamação à CVM alegando que o sigilo dos procedimentos arbitrais processados perante a CAM violaria o direito essencial do acionista à fiscalização. Requeria, portanto, a retirada da previsão de sigilo do Regulamento e do Regimento da CAM, bem como a disponibilização de informações sobre arbitragens em curso e já extintas. A SEP se manifestou no sentido de que as regras de confidencialidade não poderiam se sobrepor ao dever de divulgação de informações conforme Lei das S.A. e ICVM 358. Chamada a se manifestar, a então BM&F Bovespa (hoje, B3) alegou que a divulgação de informações é de responsabilidade da companhia e de seu Diretor de Relações

---

<sup>385</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 153/154, 2010, p. 98.

<sup>386</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 153/154, 2010, p. 101.

<sup>387</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 153/154, 2010, p. 104.

<sup>388</sup> Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0713 (Reg. Col. nº 6517/2009). Rel. Diretor Otávio Yazbek, julgado em 9 de fevereiro de 2010.

com Investidores, que escolhem publicar ou não determinado fato em atenção aos seus interesses estratégicos, sendo obrigatória apenas nos casos previstos na ICVM 358.

A Procuradoria Federal Especializada se manifestou no sentido de que a confidencialidade na arbitragem seria fundamental para a proteção das partes, alegando ainda que a divulgação da sentença arbitral só deve ocorrer quando se caracterizar como ato ou fato relevante nos termos da ICVM 358<sup>389</sup>. Em seguida, a SEP deu nova opinião, concordando com a procuradoria. Alfredo Sérgio Lazzareschi Neto apresentou recurso da decisão alegando que o procedimento arbitral pode não ser um fato relevante, mas que isso não deveria impedir os acionistas de tomarem conhecimento dele. O recorrente lembra ainda que o sigilo não é obrigatório por lei e que é papel da CVM zelar pelo seguro acesso do mercado às informações das companhias listadas, conforme a Lei do Mercado de Valores Mobiliários. A SEP não acolheu o recurso, que foi então encaminhado para o colegiado.

O relator Otavio Yazbek entendeu que o direito legal de fiscalização do acionista não é absoluto e deve ser exercido dentro dos limites previstos em lei. Desta forma, ao sustentar a existência de um direito de fiscalização amplo e irrestrito, o recorrente não estaria considerando os limites próprios do regime de informação no mercado:

*“não existe um direito à informação ‘in abstracto’, motivo pelo qual não vislumbro irregularidade nas disposições do Regimento e do Regulamento da CAM ora atacadas. Irregularidade haveria se o sigilo neles previsto fosse impeditivo da prestação de informações obrigatórias ao mercado”.*

O recorrente apresentou pedido de reconsideração, mas o diretor relator manteve o seu posicionamento e reiterou que o direito de fiscalização e o direito à informação dos acionistas não são prejudicados pelo sigilo, pois *“havendo obrigação de comunicar qualquer ato ou fato, esta se sobrepõe, em princípio, ao dever de sigilo”*<sup>390</sup>.

---

<sup>389</sup> A procuradoria se manifestou por meio do Memo/PFE-CVM/GJU-1/Nº540/08, alegando, que *“(i) a confidencialidade do procedimento da CAM se faz necessária para proteger as partes contra o uso indevido de informações por terceiros estranhos à relação processual, não sendo possível cogitar sua absoluta incompatibilidade com as disposições da legislação societária atinentes à divulgação de informações; (ii) a divulgação da sentença arbitral deveria ocorrer somente nas hipóteses em que esta pudesse se caracterizar como ato ou fato relevante, nos termos da Instrução CVM nº 358/02; e (iii) com relação ao requerimento no sentido de que seja determinado à BM&FBovespa que disponibilize meios para obtenção de informações sobre as arbitragens em curso e já extintas, não se vislumbra qualquer respaldo jurídico”.*

<sup>390</sup> O recorrente alegou a falta de razoabilidade de um regime em que o acionista de companhia fechada teria acesso a mais informações sobre a sociedade na qual investe, do que um investidor de companhia aberta, uma vez que bastaria ao primeiro ir ao distribuidor cível para tomar conhecimento das ações envolvendo a

Referida decisão foi reafirmada como precedente do assunto no Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/13700<sup>391</sup>, em que a relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, retomando o entendimento anterior do relator Otavio Yazbek, lembrou:

*“não se determinou que o sigilo devesse ser sempre afastado quando houvesse direito à informação por parte de agente do mercado. Na realidade, foi dito que o direito à informação do acionista deve ser exercido conforme a lei societária, logo não existindo direito amplo e irrestrito.”*

Considerando o exposto, não nos parece haver uma posição firme a respeito do tema e nem uma diretriz consolidada acerca das possíveis evoluções do tema, que ainda está em fase de amadurecimento. A nosso ver, porém, parece existir uma crescente preocupação com discussão acerca da confidencialidade dos procedimentos arbitrais em geral (e não somente em relação a litígios derivados de cláusula compromissória estatutária ou internos à companhia), tanto pelos efeitos de natureza não financeira que podem decorrer de tais disputas e que podem tornar sua divulgação ao mercado não obrigatória nos termos da

---

companhia. Ademais, comparou o procedimento judicial e arbitral, afirmando que no primeiro caso bastaria obter uma certidão para tomar conhecimento dos processos e, no segundo caso, o sigilo seria absoluto. O diretor relator não alterou o seu posicionamento, afirmando que a companhia fechada também poderia ter cláusula compromissória estatutária e dizendo que as regras societárias de fiscalização não se confundem com as normas aplicáveis aos processos judiciais e arbitrais, sendo que toda a argumentação do processo teria sido baseada em considerações da lei societária, não cabendo discutir a alteração do regime de solução de conflitos. Neste sentido, vide Pedido de Reconsideração de Decisão do Colegiado – Processo Administrativo nº RJ2008/0713, julgado em 27 de abril de 2010.

<sup>391</sup> Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/13700 (Reg. Col. nº 8659/2013), Rel. Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 18 de junho de 2013. Em resumo, no caso, o Torque Fundo de Investimento Multimercado apresentou recurso contra decisão da SEP que indeferiu pedido de acesso a um procedimento arbitral proposto por Morzan Empreendimentos e Participações Ltda. contra uma subsidiária da Companhia Brasileira de Distribuição relacionado ao contrato de compra e venda celebrado entre as partes para aquisição do controle da Globex Utilidades S.A. Para o recorrente, na qualidade de participante da OPA por alienação de controle da Globex, ele teria interesse no procedimento arbitral em andamento e o sigilo do processo violaria, dentre outros dispositivos, os artigos 109, inciso II e 254-A da Lei das S.A. A SEP se manifestou no sentido de que a CVM não teria competência para determinar a quebra de sigilo da arbitragem, função que caberia somente ao poder judiciário. A diretora relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, em seu voto, confirmou que, nos termos da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, a CVM não teria poderes para determinar a quebra da confidencialidade da arbitragem e nem para dar acesso a um terceiro ao procedimento. Além disso, reiterou que a Companhia Brasileira de Distribuição, assim como havia divulgado fato relevante sobre o início do procedimento arbitral, deveria divulgar o seu resultado quando possível e quaisquer outras informações relevantes, nos termos das normas aplicáveis. Sobre comentários ao caso, vide WEBER, Ana Carolina. “Note - Torque Fundo de Investimento Multimercado v. Companhia Brasileira de Distribuição, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo CVM nº RJ2012/13700, 18 June 2013”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. X, issue 39, 2013, p. 125, “há algumas determinações legais que fazem com que o sigilo, em certos casos, tenha que ser relativizado. É exatamente o que se verifica na hipótese de arbitragens decorrentes de cláusulas compromissórias constantes do estatuto social de companhias abertas, como a objeto da decisão em comento. A questão que se coloca, no caso em análise, diz respeito aos limites da confidencialidade, uma vez que os litígios societários podem produzir efeitos que extrapolem as esferas jurídicas das partes na arbitragem”.

legislação vigente, quanto pela deficiência na formação de uma jurisprudência arbitral e desenvolvimento de teses jurídicas.

Passaremos agora a explorar alguns dos principais questionamentos relativos à arbitragem no direito societário.

#### 4.1.1 O direito de fiscalização e de voto do acionista

O artigo 109 da Lei das S.A. elenca os chamados “direitos essenciais” dos acionistas, que devem ser assegurados a todos os sócios de forma indiscriminada e são indisponíveis. Embora aplicáveis a todos acionistas e não apenas aos minoritários, os direitos essenciais funcionam como um limite ao poder majoritário<sup>392</sup>, uma vez que não podem ser alterados pela assembleia<sup>393</sup>, decorrendo diretamente do *status* de sócio<sup>394</sup>. Assim, não é admissível qualquer deliberação com o fim de excluir direito essencial, afinal, se assim não fosse, de nada adiantaria a tutela legal, pois a matéria ainda estaria sujeita ao arbítrio da maioria<sup>395</sup>. Tais direitos têm ainda natureza de inderrogabilidade, isto é, mesmo em caso de não exercício do direito pelo acionista em determinado momento, tal direito permanece, não acarretando sua renúncia ou derrogação<sup>396</sup>.

O inciso III do artigo 109 da Lei das S.A. trata do direito dos acionistas de fiscalizar a gestão das atividades sociais na forma da lei<sup>397</sup>. Se, de um lado, é assegurada a

---

<sup>392</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 139-140.

<sup>393</sup> SANTOS, Eliza Ferreira dos. “Os Direitos Essenciais dos Acionistas”. **Revista de Ciência Política**, vol. 30, nº 3, Rio de Janeiro, 1987, p. 137, “Os ‘direitos essenciais’ do acionista, aos quais a citada lei dedica um capítulo especial, são aqueles considerados insuscetíveis de privação, seja pelo estatuto, seja pela Assembleia de Acionistas; são direitos individuais que não podem ser atingidos pela maioria reunida em assembleia, em virtude de a sociedade não poder dispor do que pertence individualmente ao acionista. São também chamados ‘direitos intangíveis dos acionistas’, isto é, intocáveis e imodificáveis, contrariamente a todos os demais direitos societários”.

<sup>394</sup> Sobre o “estado de sócio”, MARINO, Daniela Ramos Marques. “O status socii”. In: FRANÇA, Erasmio Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 163-182.

<sup>395</sup> LAMY FILHO, Alfredo e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 304.

<sup>396</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 141, “o acionista pode não exercer o seu direito em determinada situação (de fiscalizar ou de subscrever novas ações, por exemplo), mas resultaria inteiramente ineficaz a renúncia em abstrato ao direito. O fato de não exercer a prerrogativa não implica renúncia, nem pode ser tido como consentimento tácito à derrogação do direito, que permanecerá intangível”; SANTOS, Eliza Ferreira dos. “Os Direitos Essenciais dos Acionistas”. **Revista de Ciência Política**, vol. 30, nº 3, Rio de Janeiro, 1987, p. 139, “a falta de exercício do direito que não se confunde com renúncia ao direito”.

<sup>397</sup> Artigo 109 da Lei das S.A.: Nem o estatuto social nem a assembleia-geral poderão privar o acionista dos direitos de:

possibilidade de fiscalização da gestão, de outro, o exercício de tal direito não é livre e desprovido de regulação, mas, ao contrário, deve obedecer aos limites previstos pela legislação<sup>398</sup>. Essa regulamentação do exercício de referido direito às formas previstas em lei tem o objetivo de evitar a desorganização e a intromissão descontrolada em assuntos sigilosos da companhia<sup>399</sup>, podendo, em certos casos, ser condicionado a um percentual mínimo de participação no capital social da companhia, como é o caso do pedido de exibição de livros, nos termos do artigo 105 da Lei das S.A.<sup>400</sup>, por exemplo.

Nos termos da lei<sup>401</sup>, o direito de fiscalização se traduz por meio (i) do acesso aos livros societários e a certidões dos apontamentos ali constantes (artigos 100, §1<sup>402</sup> e 105, da Lei das S.A.), observado que o requerimento de exibição dos livros só pode ser solicitada em juízo por acionistas representando 5% (cinco por cento) do capital social da companhia; (ii) da participação na assembleia geral, ressalvado que o direito de voto não é essencial e pode ser excluído ou limitado em especial com relação a titulares de ações preferenciais

---

(...)

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais.

<sup>398</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**, 5ª Ed., vol. I. São Paulo: Societatis Edições, 2017, p. 299, “*Em regra, o direito de fiscalização dos acionistas deve ser exercido nas assembleias gerais ordinárias – quando os administradores prestam contas –, bem como por intermédio do conselho fiscal*”.

<sup>399</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**, vol. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979, pp. 283-284, “*Nem o estatuto social nem a assembleia geral poderão privar o acionista do direito de fiscalizar, na forma prevista pela lei, a gestão dos negócios sociais. O art. 290 do CComercial de 1850 dispõe que em nenhuma associação mercantil se pode recusar aos sócios o exame de todos os livros, documentos, escrituração e correspondência, e do estado da caixa da companhia ou da sociedade, sempre que o requerer; salvo tendo-se estabelecido no contrato ou outro qualquer título da instituição da companhia ou sociedade às épocas em que o mesmo exame unicamente poderá ter lugar. Nas sociedades anônimas o direito de fiscalização não vai a esse ponto. Não se apresenta com tamanha amplitude. Com efeito, o anonimato permitido pelas ações ao portador ensejaria a indesejada intromissão de pessoas menos escrupulosas no recinto mais velado da empresa, com a possível quebra do sigilo mercantil. Além disso, o grande número de acionistas com que pode contar a S.A. produziria considerável confusão, se se facultasse indiscriminado acesso a todo e qualquer pormenor interno da companhia. Dessa forma, o direito de fiscalizar é balizado por parâmetros que a própria lei consigna, ao estabelecer em que termos se poderá exercer.*”

<sup>400</sup> Artigo 105 da Lei das S.A.: A exibição por inteiro dos livros da companhia pode ser ordenada judicialmente sempre que, a requerimento de acionistas que representem, pelo menos, 5% (cinco por cento) do capital social, sejam apontados atos violadores da lei ou do estatuto, ou haja fundada suspeita de graves irregularidades praticadas por qualquer dos órgãos da companhia.

<sup>401</sup> Uma lista de hipóteses do direito de fiscalização é encontrada também em EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 149-150.

<sup>402</sup> Artigo 100 da Lei das S.A.: A companhia deve ter, além dos livros obrigatórios para qualquer comerciante, os seguintes, revestidos das mesmas formalidades legais:

(...)

§1º A qualquer pessoa, desde que se destinem a defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários, serão dadas certidões dos assentamentos constantes dos livros mencionados nos incisos I a III, e por elas a companhia poderá cobrar o custo do serviço, cabendo, do indeferimento do pedido por parte da companhia, recurso à Comissão de Valores Mobiliários.

(artigo 121 da Lei das S.A.<sup>403</sup>); (iii) do acesso, previamente à assembleia geral ordinária, ao relatório da administração, cópia das demonstrações financeiras, parecer de auditoria independente, parecer do conselho fiscal e quaisquer outros documentos relacionados à ordem do dia (artigo 133 da Lei das S.A.<sup>404</sup>); (iv) do acesso a fatos relevantes e a informações sobre as posições dos membros da administração em relação aos títulos emitidos pela companhia (artigo 157, §§1º e 4º da Lei das S.A.<sup>405</sup>); (v) da atuação do conselho fiscal (artigo 161 da Lei das S.A.<sup>406</sup>, e (vi) da auditoria independente (artigo 177, §3º da Lei das S.A.<sup>407</sup>).

Dentre as possíveis formas de exercício do direito de fiscalização merece destaque a atuação do conselho fiscal, que tem a atribuição legal de supervisionar os atos da

---

<sup>403</sup> Artigo 121 da Lei das S.A.: A assembleia-geral, convocada e instalada de acordo com a lei e o estatuto, tem poderes para decidir todos os negócios relativos ao objeto da companhia e tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento.

<sup>404</sup> Artigo 133 da Lei das S.A.: Os administradores devem comunicar, até 1 (um) mês antes da data marcada para a realização da assembleia-geral ordinária, por anúncios publicados na forma prevista no artigo 124, que se acham à disposição dos acionistas:

I - o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos do exercício findo;

II - a cópia das demonstrações financeiras;

III - o parecer dos auditores independentes, se houver.

IV - o parecer do conselho fiscal, inclusive votos dissidentes, se houver;

V - demais documentos pertinentes a assuntos incluídos na ordem do dia.

<sup>405</sup> Artigo 157 da Lei das S.A.: O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.

§1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembleia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;

b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;

c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;

d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível;

e) quaisquer atos ou fatos relevantes nas atividades da companhia.

(...)

§4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembleia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

<sup>406</sup> Artigo 161 da Lei das S.A.: A companhia terá um conselho fiscal e o estatuto disporá sobre seu funcionamento, de modo permanente ou nos exercícios sociais em que for instalado a pedido de acionistas.

<sup>407</sup> Artigo 177 da Lei das S.A.: A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, devendo observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência.

(...)

§3º As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes nela registrados

administração, bem como o cumprimento do disposto na lei e no estatuto social<sup>408</sup>. Neste sentido, o entendimento da CVM: “o conteúdo do direito fundamental do acionista minoritário de fiscalização consiste na possibilidade deste receber informações e atuar diretamente em Assembleia Geral, bem como na proteção da livre atuação do Conselho Fiscal”<sup>409</sup>.

Um desdobramento lógico do direito de fiscalização é o direito à informação, necessária para viabilizar a verificação da legalidade e legitimidade dos atos praticados pelos órgãos da companhia, bem como possibilitar o exercício do direito de voto. Modesto Carvalhosa chega a dizer que o enunciado do inciso III do artigo 109 da Lei das S.A. deveria dizer “direito de fiscalizar e de ser informado dos negócios sociais”<sup>410</sup>. O direito à informação, portanto, é um direito instrumental para o exercício da fiscalização<sup>411</sup>. Neste sentido, destacamos o trecho de José Alexandre Tavares Guerreiro<sup>412</sup>:

*“A informação constitui, por essa forma, imprescindível ‘condicio’ tanto do exercício do direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais quanto do exercício do direito de voto, o que equivale dizer que a sua falta implica em lesão a esses direitos, prejudicando a participação regular do acionista na vida da sociedade”.*

Dessa forma, o direito subjetivo de requerer informações integra o direito de fiscalizar, correspondendo ao dever dos administradores e da companhia de prestar as

---

<sup>408</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “O Conselho Fiscal e o Direito à Informação”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n° 45, ano XXI, 1982, p. 30, “O conselho fiscal é, por excelência – e a bem dizer por definição – órgão destinado a transmitir aos acionistas as informações de que necessitam, quer para exercerem o direito essencial de fiscalizar a gestão dos negócios sociais, quer para que possam votar, na assembleia geral com conhecimento de causa”; BENCKE, Carlos Alberto. **Acionista Minoritário na Sociedade Anônima**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003, p. 23 “o Conselho Fiscal é o órgão com que os minoritários podem contar para alcançar a efetividade da participação no sistema de fiscalização, mesmo quando detêm pequeno número de ações. (...) este órgão é o que pode ser melhor usado para estabelecer um certo equilíbrio no exercício da fiscalização pelo acionista minoritário”. Cabe destacar que a doutrina tece algumas críticas à fiscalização exercida por meio do conselho fiscal, especialmente em relação a companhias fechadas, uma vez que este não é de funcionamento obrigatório.

<sup>409</sup> Processo Administrativo CVM n° RJ 2010/6865 (Reg. Col. n° 7189/2010), Rel. Diretor Eli Loria, julgado em 21 de setembro de 2010.

<sup>410</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 75 a 137)**. 6ª Ed., vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2014, p. 433.

<sup>411</sup> LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 319, “o direito de fiscalização da gestão dos negócios sociais apresenta forte caráter instrumental, à medida que se destina a permitir ao acionista que acompanhe os atos de gestão com a finalidade de orientar o exercício de todos os demais direitos oriundos de sua posição de acionista”.

<sup>412</sup> GUERREIRO, José Alexandre Tavares. “O Conselho Fiscal e o Direito à Informação”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n° 45, ano XXI, 1982, pp. 29-30.

informações necessárias nos termos da lei. Não há, contudo, um direito de fiscalização específico sobre processos judiciais, arbitrais ou administrativos.

O direito de fiscalização e conseqüentemente de acesso à informação é regulamentado e deve ser exercido conforme previsto em lei para a proteção dos negócios sociais. Apesar da relevância de tal regulamentação, entendemos que ela dá margem para que informações relevantes sejam omitidas dos acionistas e do mercado de forma legítima e em nome do “interesse social” avaliado pela ótica da administração. Com a confidencialidade dos procedimentos arbitrais, parece-nos quase intuitivo que, em certa medida, a possibilidade de fiscalização é reduzida.

Alfredo Lazzareschi argumenta neste sentido ao dizer que o sigilo das arbitragens faz com que os demais acionistas e mercado não consigam verificar a legalidade e a legitimidade dos atos praticados pelos administradores e controladores<sup>413</sup>. Érica Gorga, da mesma forma, defende que a informação ao mercado se presta não somente ao cumprimento do dever legal, mas também à função de divulgar condutas inadequadas de controladores e administradores, ameaçando constantemente a reputação de tais indivíduos e sendo, portanto, um mecanismo de disciplina *ex ante* dos comportamentos dos gestores. O sigilo dos procedimentos arbitrais, portanto, impossibilita a análise, pelo mercado e pelos investidores, da conduta dos gestores e pode ter como consequência a proteção da reputação daqueles que tiveram condutas reprováveis durante a gestão<sup>414</sup>.

Em entrevista concedida ao Consultor Jurídico, em maio de 2013, Érica Gorga criticou “a BM&FBovespa é uma caixa-preta. Ninguém sabe o que está acontecendo com os casos de fraude no mercado”<sup>415</sup>. Como resposta, Roberto Teixeira da Costa, presidente da CAM, publicou nota alegando que, como há a restrição legal à arbitrabilidade objetiva das disputas, restringindo-as apenas àquelas que envolvem direitos patrimoniais disponíveis, questões relativas a ilícitos penais ou administrativos não seriam levadas à arbitragem, mas julgados em foro próprio, seja pelo Ministério Público Federal ou pela CVM. Adicionalmente, lembrou que a ICVM 358 sobre a divulgação de fatos relevantes seria

---

<sup>413</sup> LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 153/154, 2010, p. 100.

<sup>414</sup> GORGA, Érica. “O sigilo previsto na arbitragem é prejudicial ao funcionamento do mercado de capitais? SIM, nada a esconder: sistema judicial de *discovery* permite publicidade de investigação e aperfeiçoamento governança”. **Revista Capital Aberto**, vol.10, n° 120, 2013.

<sup>415</sup> Sobre esses argumentos, vide: Especialista critica arbitragem em mercado de capitais (por Elton Bezerra). **Consultor Jurídico**, publicação em 30 de maio de 2013. Disponível em <<http://www.conjur.com.br/2013-mai-30/arbitragem-retrocesso-mercado-capitais-professora-gv>>, acesso em novembro de 2018.



suficiente para garantir a tutela da informação aos acionistas e ao mercado e que a ICVM 480 sobre o formulário de referência garante a análise dos valores envolvidos e do impacto de perda, mesmo com relação aos processos sigilosos. Érica Gorga, por sua vez, insistiu, porém, que, dentre os direitos patrimoniais incluem-se ações relevantes para o mercado, como ações de responsabilidade civil dos administradores e ações de reparação patrimonial. Disse ainda que a tutela da ICVM 358 não seria suficiente para assegurar a divulgação de todas as informações que podem influenciar na negociação das ações e que há uma exceção para a obrigatoriedade de divulgação de informações prevista no artigo 6º da ICVM 358 para proteção do interesse social<sup>416</sup>.

Além dos efeitos da confidencialidade da arbitragem mencionados para fins do exercício do direito de fiscalização, ela ainda reduz a capacidade da regulação de cumprir uma de suas funções que é a melhoria da governança e redução dos custos de agência por meio da otimização das ferramentas de monitoramento da gestão<sup>417</sup>. Paul Mahoney, por exemplo, afirma que “*Mandatory disclosure is most likely to be efficient when limited to the agency problems that spurred its creation*”<sup>418</sup>. No mesmo sentido, Merrit B. Fox afirma o quanto segue<sup>419</sup>:

*“Required disclosure can also influence corporate governance by helping shareholders enforce management’s fiduciary duties. Absent required disclosure, managers are not inclined to provide information that might suggest the existence of breach of a fiduciary duty. Without that information, it is often impossible for shareholders to know about the potential breach.”*

A confidencialidade da arbitragem reduz a capacidade da regulação de atuar com esta finalidade, uma vez que disputas entre acionistas envolvendo o controlador e entre acionistas e membros da administração ou do conselho fiscal podem não ser de conhecimento de quaisquer não envolvidos no processo, incluindo outros acionistas e o mercado. Érica Gorga

---

<sup>416</sup>Câmara de Arbitragem da Bovespa rebate críticas. **Consultor Jurídico**, publicação em 7 de junho de 2013. Disponível em <<https://www.conjur.com.br/2013-jun-07/camara-arbitragem-bovespa-rebate-criticas-professora-gv>>, acesso em novembro de 2018.

<sup>417</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1048; GUTTENTAG, Michael D. “An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies”. **Florida State University Law Review**, vol. 32, nº 1, 2004, pp. 161-162; HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. “Issuers and Investor Protection”. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**, 2ª Ed. Londres: Oxford University Press, 2009, p. 280.

<sup>418</sup> MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995, p. 1049.

<sup>419</sup> FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, nº 3, 1999, p. 118.

destaca que o fluxo de informações trocadas durante o conflito societário acarreta “vazamentos” que, em sistemas estrangeiros, reduzem a assimetria informacional, permitem a identificação dos principais tipos de litígios em discussão e, com isso, auxiliam na identificação de falhas regulatórias e necessidade de reformas<sup>420</sup>. Ademais, considerando a governança como instituto dinâmico, cuja evolução depende do fluxo de informações, o sigilo da arbitragem compromete e retarda esse desenvolvimento<sup>421</sup>.

#### 4.1.2 O direito do mercado à informação

Conforme demonstrado na Parte I do presente trabalho, independentemente da reflexão acerca da necessidade e conveniência de um regime mandatório de divulgação de informações ao mercado, a informação em si é reconhecidamente relevante para o funcionamento e a manutenção do mercado. A despeito das controvérsias acerca do que seria a eficiência do mercado, é relativamente pacífico o entendimento de que certo nível de transparência é necessário para assegurá-la<sup>422</sup>.

A preocupação em garantir o acesso dos investidores a informações das companhias emissoras de valores mobiliários no mercado permeou a Lei do Mercado de Valores Mobiliários, conforme demonstrado pela sua Exposição de Motivos, em especial no seu item 22, onde se lê: “O sistema de registros do art. 19 tem por fim colocar à disposição de todos

---

<sup>420</sup> GORGA, Érica. “Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro”. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014.

<sup>421</sup> GORGA, Érica. “Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro”. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, “A sua evolução [da governança corporativa] depende do fluxo de informações que chegam ao mercado sobre as práticas adotadas nas companhias, da análise e posicionamento crítico dos agentes e instituições que influenciam e prescrevem os padrões de governança, bem como da reprovação, repúdio e penalização de condutas inadequadas e dos indivíduos ou companhias que nelas incorreram”.

<sup>422</sup> Neste sentido, IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulation, 2010. Disponível em <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>>, acesso em outubro de 2018. Na doutrina, EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 157; FERRELL, Allen. “The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004, p. 13; MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano; CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra Azevedo; ANTONIO, Nilva M. Leonardi (coords.). **Direito Recuperacional II – Aspectos Teóricos e Práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 77 e ss., “O acesso à informação é, portanto, mecanismo que permite que o agente informado defenda seus interesses e forme suas decisões com segurança. Ele beneficia não somente aqueles que obtêm a informação, mas o mercado como um todo, na medida em que permite a adequada avaliação acerca de cada um dos agentes, evitando que a incerteza provoque disseminação da desconfiança. A divulgação de dados não é, assim, um objetivo em si mesmo, mas um meio para que se alcance a finalidade da tomada de decisão informada. Trata-se, portanto, de um direito instrumental para a satisfação de outros direitos”.

os investidores informações atualizadas sobre a companhia emitente”. O artigo 4º, inciso IV, alíneas “b” e “c” e inciso VI da Lei do Mercado de Valores Mobiliários<sup>423</sup> estabelecem o acesso a informação pelo público e a vedação do uso de informação relevante não divulgada.

Não obstante os questionamentos a esse modelo de regulação conforme discutido na seção 1.3 do presente trabalho, a intervenção regulatória sobre a divulgação de informações segue a crença de que investidores mais bem informados tomam melhores decisões após sopesarem riscos e benefícios dos investimentos<sup>424</sup> e agentes sujeitos ao dever de informar tendem a cometer menos abusos e adotar menos condutas ilegais<sup>425</sup>.

Assim, a confidencialidade dos procedimentos arbitrais afetaria a capacidade de os investidores analisarem os riscos de investimento nas companhias. Ainda que os valores envolvidos nas arbitragens estejam provisionados e apareçam dos balanços das companhias, faltaria um esclarecimento melhor da relação entre o valor e os processos, o que não permitiria às partes ter informações mais detalhadas sobre a arbitragem.

Vale destacar ainda que muito embora todas as companhias abertas estejam vinculadas ao dever de informar, no caso daquelas listadas no Novo Mercado tal dever assume papel de maior destaque, pois o segmento foi desenvolvido tendo por premissa a

---

<sup>423</sup> Artigo 4º da Lei do Mercado de Valores Mobiliários. O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...)

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:

(...)

b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.

c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

(...)

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

<sup>424</sup> CEREZETTI, Sheila Christina Neder. “Artigo 4º”. In: CODORNIZ, Gabriela, PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais – Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 128, “O acesso à informação é, portanto, mecanismo que permite que o agente informado defenda seus interesses e forme suas decisões com segurança”; WALD, Arnaldo. “A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A.”. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002, p. 236, “O direito à informação completa e imediata não é um privilégio. A empresa deve fornecer informações constantes e detalhadas aos seus acionistas. Assim, tanto nas assembleias, como nos relatórios da empresa, devem ser tornados públicos todos os elementos importantes à avaliação dos acionistas a respeito da situação financeira da companhia”.

<sup>425</sup> FERRELL, Allen. “The case for mandatory disclosure in securities regulation around the world”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper nº 492**, 2004, p. 13, “The more information available about a firm’s operations, assets and ownership, the easier it is for shareholders and regulators to uncover when, how and to whom diversion is occurring”; FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, nº 3, 1999, pp. 118 e 119, “Without required disclosure, most suits - even the ones against managers who did breach their duties - would inevitably start out as ‘fishing expeditions’”.

melhoria na prestação de informações por meio da imposição de deveres adicionais de *disclosure*. Neste sentido, Calixto Salomão Filho<sup>426</sup>:

*“A ideia básica do Novo Mercado foi exatamente criar padrões diferenciados de exigências jurídicas e práticas de ‘governança corporativa’ que permitissem aos investidores escolher as conjugações que melhor lhes interessassem de solidez financeira e garantias jurídicas. (...) A proposta do Novo Mercado repousa sobre três bases principais. A primeira base sem dúvida é a informação completa. Os requisitos de informação previstos no regulamento do Novo Mercado vão muito além dos previstos na legislação societária”.*

#### 4.1.3 A falta de jurisprudência arbitral

Conforme já estabelecido no presente trabalho, a arbitragem é um método de solução de conflitos que oferece diversas vantagens às partes contratantes, em especial para litígios complexos<sup>427</sup>, dentre os quais costumam figurar as disputas societárias. O sigilo em relação ao procedimento e às sentenças arbitrais impede, portanto, o acesso ao que tem sido discutido em sede de arbitragem, incluindo as argumentações jurídicas defendidas e as interpretações predominantes das normas. Assim, uma das principais críticas à confidencialidade da arbitragem, e não só da arbitragem societária estatutária, acompanhada da não publicação de

---

<sup>426</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**, 4ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 68-69. Para fins de exemplificação, companhias listadas no Novo Mercado devem divulgar (i) os regimentos do Conselho de Administração, de seus comitês de assessoramento e do Conselho Fiscal, quando instalado (artigo 25 do Regulamento do Novo Mercado); (ii) o código de conduta, que tem conteúdo mínimo, devendo incluir princípios e valores da companhia, regras relacionadas à necessidade de *compliance* e conhecimento da legislação vigente (incluindo normas de proteção a informações sigilosas da companhia), deveres perante a sociedade, como responsabilidade sócio-ambiental e relacionada a direitos humanos e relações de trabalho, canal de denúncias, sanções, treinamentos, dentre outros (artigo 31 do Regulamento do Novo Mercado); (iii) políticas de (a) remuneração; (b) indicação de membros do Conselho de Administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária; (c) gerenciamento de riscos; (d) transação com partes relacionadas; e (e) negociação de valores mobiliários, todas com conteúdo mínimo, exceto a de remuneração (artigo 32 do Regulamento do Novo Mercado); (iv) divulgação (a) anual de relatório resumido do comitê de auditoria estatutário contemplando os pontos indicados no regulamento; ou, na ausência de comitê de auditoria estatutário, (b) trimestral de ata de reunião do Conselho de Administração, informando o reporte do comitê de auditoria não estatutário (artigo 22, §2º do Regulamento do Novo Mercado).

<sup>427</sup> LEITE, António Pinto. “Papel das Instituições de Arbitragem na Construção da Jurisprudência Arbitral – a Procura das Melhores Práticas”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XI, issue 41, 2014, p. 109, “Esta combinação de factores – complexidade distintiva das questões sob arbitragem e qualidade extra dos decisores arbitrais – faz com que a confidencialidade das decisões arbitrais constitua um verdadeiro tesouro escondido no fundo do oceano do Direito”.

ementas das principais decisões é a não criação de uma jurisprudência arbitral e a não disseminação das teses jurídicas desenvolvidas no curso da arbitragem<sup>428</sup>.

Para Selma Maria Ferreira Lemes, as sentenças arbitrais seriam fontes importantes de interpretação do Direito e serviriam inclusive para confirmar se decisões por equidade são proferidas na arbitragem<sup>429</sup>. Para Guilherme Setoguti, além da não formação de uma jurisprudência societária, a confidencialidade e a não publicação das sentenças ou suas ementas faz com que a CVM seja a principal fonte de interpretação do direito societário, o que pode ser um problema tendo em vista o seu papel de agente sancionador não preocupado com reparação de danos<sup>430</sup>. António Leite Pinto destaca ainda o impacto da publicação das sentenças arbitrais para enriquecer a jurisprudência estatal e para promover uma certa concorrência de jurisprudências que poderia resultar na reafirmação da arbitragem<sup>431</sup>.

Para Calixto Salomão Filho, a publicação das sentenças arbitrais poderá fomentar a confiança nas câmaras e uma concorrência entre elas baseada na qualidade das decisões proferidas, e não somente em custos ou outros fatores mais subjetivos<sup>432</sup>. Com isto, o risco de queda na qualidade das decisões arbitrais é minimizado e estimula-se ainda maior comprometimento dos árbitros com os processos.

---

<sup>428</sup> Sobre essa crítica: GORGA, Érica. “O sigilo previsto na arbitragem é prejudicial ao funcionamento do mercado de capitais? SIM, nada a esconder: sistema judicial de *discovery* permite publicidade de investigação e aperfeiçoa governança”. **Revista Capital Aberto**, vol. 10, nº 120, 2013; FRAZÃO, Ana. “Arbitragem, confidencialidade e transparência”. **Jota**, 2017; FONSECA, Rodrigo Garcia da., CORREIA, André de Luiz. “A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites”. In: LEMES, Selma Ferreira, BALBINO, Inez (coords.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 425.

<sup>429</sup> LEMES, Selma Maria Ferreira. **Arbitragem em Números e Valores – Seis Câmaras 8 anos – Período de 2010 (jan./dez.) a 2017 (jan./dez.)**, 2018, “*Conhecer os fundamentos jurídicos das decisões propiciará que a jurisprudência arbitral seja um importante norte do Direito aplicado, bem como tomar ciência se a arbitragem por equidade é praticada*”; Selma Maria Ferreira Lemes em: Sigilo é obstáculo à formação jurisprudência arbitral (por Pedro Canário). **Consultor Jurídico**, publicação em 31 de maio de 2013. Disponível em <<http://www.conjur.com.br/2013-mai-31/sigilo-obstaculo-formacao-jurisprudencia-arbitral-dizem-especialistas>>, acesso em dezembro de 2018, “*a única forma de se criar uma doutrina arbitral é por meio da divulgação de jurisprudência. Isso seria feito por meio da publicação do conteúdo científico e das teses discutidas nas sentenças, sempre omitindo o nome das partes*”.

<sup>430</sup> PEREIRA, Guilherme Setoguti J. “Temos que Repensar a Confidencialidade das Arbitragens Societárias”. In: YARSHEL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário**, vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 230-231.

<sup>431</sup> LEITE, António Pinto. “Papel das Instituições de Arbitragem na Construção da Jurisprudência Arbitral - a Procura das Melhores Práticas”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XI, issue 41, 2014, p. 109.

<sup>432</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. “Breves Notas sobre Transparência e Publicidade na Arbitragem Societária”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 52, 2017, “*Ainda que formada apenas de um ementário sem menção dos nomes das partes, tal divulgação é fundamental para que se forme jurisprudência confiável sobre o direito societário. Só a visibilidade dessa jurisprudência pode criar confiança nas câmaras arbitrais e permitir que a “concorrência” entre elas se dê com base no conteúdo e qualidade das decisões e não apenas com base em custos maiores ou menores da arbitragem ou outros fatores subjetivos*”.

Outra questão relacionada ao tema diz respeito à construção de precedentes arbitrais que poderiam influenciar outras decisões e contribuir para maior previsibilidade quanto ao teor das decisões. A formação de um repertório de decisões serve, ao menos, para uma maior segurança quanto ao desfecho das disputas e pode ter influência significativa na disposição das partes de buscar métodos negociais ou extra jurisdicionais para a solução do conflito ou na decisão de iniciar o procedimento arbitral. Sobre a formação dos precedentes, Fouchard Gaillard e Goldman<sup>433</sup>:

*“The disclosure of awards is universally considered to contribute to the predictability of results, and the codification of usages by a professional organization will very often be the result of the publication of such decisions (...) On reading the ICC awards and their commentaries, one significant phenomenon becomes clear: the more recent awards are based on earlier decisions, and the decisions reached are generally consistent. The publication of awards thus enhances their homogeneity.”*

Da mesma forma, Lew, Mistellis e Kröll destacam a função dos precedentes na manutenção da confiança dos usuários no sistema arbitral, no desenvolvimento do instituto e ainda na função acadêmica e prática de estudo dos temas em discussão<sup>434</sup>:

*“publication of awards generally serves important purposes: published arbitration awards may be used as precedents and contribute directly or indirectly to the development of arbitration, may inspire confidence in the arbitration process and most certainly assists scholars and practitioners to study the topic by being a practical and influential source of information”.*

Uma outra vertente da confidencialidade das decisões arbitrais é apontada por António Pinto Leite e merece ser mencionada também, em especial, pela falta de jurisprudência sobre o tema. Trata-se da confidencialidade das decisões das câmaras. No caso da confidencialidade sobre o mérito do procedimento, o sigilo protege o interesse das partes e é deste que temos nos ocupado no presente trabalho. No caso das decisões das câmaras, a proteção é das próprias instituições e recai sobre decisões que normalmente incluem determinações sobre a constituição do tribunal arbitral, como nomeação do presidente, incidente de impugnação dos árbitros, substituição de árbitros, avaliação de independência e imparcialidade; e também sobre o processo arbitral em si, como

---

<sup>433</sup> FOUCHARD, Philippe; GAILLARD, Emmanuel; GOLDMAN, Berthold. Fouchard Gaillard Goldman on International Commercial Arbitration. GAILLARD, Emmanuel; SAVAGE, John (eds.). **Kluwer Law International**, 1999, p. 189.

<sup>434</sup> LEW, Julian M.; MISTELIS Loukas A.; KRÖLL, Stefan Michael. **Comparative International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2003, p. 660.

prorrogações de prazo, consolidação de procedimentos e intervenção de terceiros. Para o autor, a divulgação dessas decisões poderia fortalecer a arbitragem institucional em relação à arbitragem *ad hoc* e estimularia a competição entre as câmaras<sup>435</sup>.

Em relação ao tratamento dispensado pelas câmaras brasileiras a este tema, destacaremos os principais dispositivos. O item 7.10 do Regulamento da CAM prevê a publicação periódica de um ementário das sentenças arbitrais, organizadas por temas tratados, observado que tal publicação deverá omitir elementos que identifiquem o processo e poderá ser realizada independentemente de autorização das partes. No item 14.1.1 do regulamento do CAM-CCBC, consta a previsão de que, para fins de pesquisa e estatística, a câmara poderá publicar excertos de sentenças sem mencionar as partes ou elementos que permitam a sua identificação. O regulamento da CAM-FGV indica que a divulgação das sentenças arbitrais depende de autorização das partes ou pode ser feita para fins de execução. No caso da CAM-CIESP/FIESP, a divulgação das sentenças pela câmara poderá ser feita mediante autorização das partes. O Centro de Arbitragem da AMCHAM – Brasil, assim como no caso do CAM-CCBC, prevê a possibilidade de divulgação de excertos das sentenças ou de sua integralidade para fins de pesquisa e levantamentos estatísticos, desde que preservada a identidade das partes. Por fim, o regulamento da CAMARB prevê a autorização dos árbitros e das partes quanto à divulgação de trechos das sentenças para fins acadêmicos ou estatísticos, suprimindo informações que permitam a divulgação das partes e árbitros. Finalmente, vale mencionar ainda a ICC, que tem uma dinâmica de divulgação de jurisprudência arbitral mais consolidada, incluindo o Boletim da ICC com extratos de decisões, relatórios, estatísticas; o *Yearbook – Commercial Arbitration*, publicado pela *Kluwer Arbitration*, além da divulgação no próprio sítio eletrônico, dentre outras.

Não obstante a presença de disposição expressa neste sentido, não localizamos essas divulgações na maioria das câmaras (salvo pela ICC), sendo que a 1ª edição do ementário da CAM é datada de 6 de dezembro de 2018.

A formação de uma jurisprudência arbitral, tanto quanto ao mérito quanto em relação às decisões das câmaras como mencionado acima, muito poderia contribuir para o desenvolvimento do direito, ainda que não tenha a capacidade efetiva de melhorar a previsibilidade das decisões. Tanto no caso da arbitragem em geral quanto da societária (não somente para companhias abertas), seria possível desenvolver formas de realizar a

---

<sup>435</sup> LEITE, António Pinto. “Papel das Instituições de Arbitragem na Construção da Jurisprudência Arbitral - a Procura das Melhores Práticas”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XI, issue 41, 2014, pp. 110 e ss.

divulgação das decisões, sem gerar um desconforto muito grande das partes em relação à manutenção do sigilo, como, por exemplo, por meio do descasamento temporal entre o término do litígio e a publicação ou de forma agrupada com diversos casos. Na caso da arbitragem nas companhias abertas, porém, a política da divulgação das sentenças deve ser diferenciada dos demais casos, tendo em vista os outros interesses envolvidas apontadas no presente trabalho.

#### *4.1.4 Desdobramentos processuais: litisconsórcio e efeitos da coisa julgada*

Outro questionamento à arbitragem em litígios societários internos à companhia é relacionado aos aspectos processuais envolvidos, isto porque um número grande de pessoas pode ter interesse (ou mesmo precisar) ser parte do procedimento e porque a decisão pode vir a produzir efeitos na esfera jurídica de outros indivíduos além das partes.

O artigo 21, §2º da Lei de Arbitragem prevê que “*Serão, sempre, respeitados no procedimento arbitral os princípios do contraditório, da igualdade das partes, da imparcialidade do árbitro e de seu livre convencimento*”. A arbitragem, portanto, deve observar os princípios fundamentais do processo, dentre os quais destacamos o contraditório e o devido processo legal. O contraditório é participação no processo, previsto constitucionalmente no artigo 5º, inciso LV<sup>436</sup>. Todo procedimento deve conter momentos para que as partes possam pedir, alegar e produzir prova, tomando parte direta e ativa do desenvolvimento do processo<sup>437</sup>. Para que seja viável a participação, a doutrina destaca a importância da comunicação processual, afinal a parte nada pode fazer se não tomar

---

<sup>436</sup> Artigo 5º da Constituição Federal: Todos são iguais perante a lei, sem distinção de qualquer natureza, garantindo-se aos brasileiros e aos estrangeiros residentes no País a inviolabilidade do direito à vida, à liberdade, à igualdade, à segurança e à propriedade, nos termos seguintes:

(...)

LV - aos litigantes, em processo judicial ou administrativo, e aos acusados em geral são assegurados o contraditório e ampla defesa, com os meios e recursos a ela inerentes;

<sup>437</sup> DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria Geral do Novo Processo Civil**. São Paulo: Malheiros, 2016, pp. 61 e ss., “*Contraditório é participação, e a sua garantia, imposta pela Constituição em relação a todo e qualquer processo – civil, penal, trabalhista, ou mesmo não jurisdicional (art. 5º, inc. LV) –, significa em primeiro lugar que a lei deve instituir meios para a participação dos litigantes no processo e o juiz deve franquear-lhes esses meios. (...) todo modelo procedimental descrito em lei contém e todos os procedimentos que concretamente se instauram devem conter momentos para que cada uma das partes peça, alegue e prove*”.



conhecimento do assunto<sup>438</sup>. Já o devido processo legal, também assegurado pela constituição, é um conceito geral mais difícil de ser definido, pois reflete um conjunto de garantias a serem aplicadas no processo. Cândido Rangel Dinamarco fala em uma “*função organizatória*” de tal cláusula geral “*responsável pelo traçado do perfil democrático do processo*”<sup>439</sup>.

Pois bem, à vista desses princípios que devem ser observados no processo arbitral, cabe discutir a sua aplicação considerando a natureza dos litígios internos às companhias.

Disputas societárias são, em muitos casos, hipóteses de litisconsórcio unitário entre a sociedade e acionistas ou entre acionistas, isto é, não podem ser decididos de forma diversa entre os envolvidos<sup>440</sup>.

Dentre os litígios societários são diversas as hipóteses de litisconsórcio unitário, incluindo impugnações de deliberações assembleares, ações de responsabilidade de administrador ou por abuso de poder de controle. Nos casos que admitem legitimação extraordinária de acionistas para atuarem na qualidade de substitutos da companhia, por exemplo, como nas ações de responsabilização do administrador e do acionista controlador, fica ainda mais clara a extensão dos efeitos da *res iudicata* ao substituído e aos demais acionistas.

Caso alguma dessas disputas de litisconsórcio unitário seja submetida à arbitragem, será necessário mitigar a confidencialidade em prol da ciência a todos os acionistas e da

---

<sup>438</sup> DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria Geral do Novo Processo Civil**. São Paulo: Malheiros, 2016, p. 62, “*a efetividade das oportunidades para participar depende sempre do conhecimento que a parte tenha do ato a ser atacado*”.

<sup>439</sup> DINAMARCO, Cândido Rangel; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria Geral do Novo Processo Civil**. São Paulo: Malheiros, 2016, pp. 75-76, “*Ela tem, contudo, uma função organizatória, responsável pelo traçado do perfil democrático do processo e por atrair à órbita das medidas de tutela constitucional certas garantias não caracterizadas como verdadeiros princípios ou lançadas de modo genérico em outros dispositivos constitucionais, mas que com ele guardem pertinência. Diante disso, consideram-se incluídas no quadro do devido processo legal as garantias do direito à prova, da inadmissibilidade da prova obtida por meios ilícitos (art. 5º, inc. LVI), da inviolabilidade do domicílio (art. 5º, inc. XI), do sigilo das comunicações e dados (art. 5º, inc. XII), do dever de motivação dos atos judiciais (art. 93, inc. IX) etc.*”.

<sup>440</sup> Artigo 116 do Novo Código de Processo Civil: O litisconsórcio será unitário quando, pela natureza da relação jurídica, o juiz tiver de decidir o mérito de modo uniforme para todos os litisconsortes. Adicionalmente, sobre o litisconsórcio unitário, DINAMARCO, Cândido Rangel. **Instituições de Direito Processual Civil**, 6ª Ed., vol. II. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 358, “*Quando todos os litisconsortes estão em defesa de uma só relação jurídica incindível, não é possível endereçar a cada um deles um julgamento de mérito diferente. É inteiramente inadmissível, do modo mais absoluto, julgar procedente a demanda em relação a um desses litisconsortes e improcedente quanto aos demais. Precisamente porque a relação controvertida é única e incindível, seria inviável dar efetividade a dois preceitos assim contraditórios*”.

viabilização de sua participação no processo, sob pena de nulidade da sentença arbitral por afronta a princípios de ordem pública<sup>441</sup>. Neste sentido, Alex S. Hatanaka<sup>442</sup>:

*“Como o contraditório e a ampla defesa são impositivos, não há outra solução senão a de que todos os litisconsortes unitários sejam devidamente cientificados a respeito da instituição da arbitragem, sejam municiados de informações suficientes para decidir se é ou não o caso de se manifestar e tenham a oportunidade para, querendo, efetivamente intervir no processo, ganhando, inclusive, acesso ao procedimento, audiências e documentos. Sem isso, a sentença arbitral será nula por afrontar as referidas garantias constitucionais processuais, que são matéria de ordem pública”.*

Em tais casos, a comunicação poderia ser feita por meio de publicação de edital, comunicado ao mercado ou fato relevante ou mesmo pela averbação no registro de comércio, opção adotada pela lei italiana<sup>443</sup>, por exemplo.

Há que se falar ainda em casos de colegitimação em que vários acionistas são legitimados para atuarem no polo ativo e deduzirem determinada pretensão em juízo, como em casos de ação anulatória de decisão de assembleia. Nestes casos, há intensa discussão entre processualistas, ainda sem consenso, acerca dos efeitos da coisa julgada sobre a esfera jurídica das pessoas que não integraram o processo. Conforme sistematização feita por Alex S. Hatanaka<sup>444</sup>, existem quatro posicionamentos sobre o tema. Para José Carlos Barbosa Moreira, a coisa julgada resultante de ação movida por um acionista produzirá efeitos em relação a todos. Outra tese, inspirada por Liebman, diz que a coisa julgada produz efeito integral entre as partes e sobre terceiros na medida que os beneficie. Segundo Egas Moniz de Aragão, todos os acionistas da companhia deveriam ser citados neste caso e chamados a participar do processo. Por fim, Eduardo Talamini afirma que não há efeitos perante os terceiros que poderão propor novas ações, independentemente do resultado obtido.

Sem a pretensão de discorrer de forma detalhada sobre os aspectos processuais envolvidos na arbitragem societária, nossa intenção foi apenas a de pontuar que algumas

---

<sup>441</sup> Artigo 115 do Novo Código de Processo Civil. A sentença de mérito, quando proferida sem a integração do contraditório, será:

I - nula, se a decisão deveria ser uniforme em relação a todos que deveriam ter integrado o processo;

II - ineficaz, nos outros casos, apenas para os que não foram citados.

<sup>442</sup> HATANAKA, Alex. “Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto”. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, vol. 3, 2016, p. 145.

<sup>443</sup> Artigo 35, §1º do Decreto Legislativo nº 5, de 2003: *La domanda di arbitrato proposta dalla societa' o in suo confronto e' depositata presso il registro dele imprese ed e' accessibile ai soci.*

<sup>444</sup> HATANAKA, Alex. “Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto”. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, vol. 3, 2016, p. 136.

questões complexas permanecem sem resposta, em especial a forma de lidar com arbitragens que versem sobre temas que precisam ser decididos de modo uniforme para um determinado número de acionistas. Essas indagações precisam ser pensadas e discutidas, sob pena de inviabilizarem ou retardarem o desenvolvimento da arbitragem societária.

#### **4.2 Propostas de regulação sobre a confidencialidade.**

Para fins da presente pesquisa, nós sugerimos o recorte de análise das disputas oriundas de cláusula compromissória estatutária com a finalidade de abranger litígios internos à companhia, isto é, que vinculassem acionistas, administradores, membros do conselho fiscal e a companhia.

Com o objetivo de tentar identificar os principais litígios em discussão decorrentes de convenção estatutária, entramos em contato com algumas câmaras e solicitamos essas informações. Segundo informado pelo CAM-CCBC, disputas envolvendo matérias societárias equivalem a 37% (trinta e sete por cento) de todos os procedimentos já conduzidos pela câmara, o que representa o maior tema individual de assuntos em litígio na instituição, seguidas de contratos empresariais em geral com 29% (vinte e nove por cento), construção civil e energia com 13% (treze por cento), contratos de fornecimento de bens e serviços com 11% (onze por cento), contratos internacionais com 4% (quatro por cento), contratos de propriedade intelectual com 1% (um por cento) e outros temas representando 5% (cinco por cento). Quanto à discriminação dos litígios derivados de cláusula compromissória, fomos informados que esses dados devem ser disponibilizados ao longo de 2019<sup>445</sup>.

Na CAM – CIESP/FIESP, entre os anos de 2016 e 2018, aproximadamente 25% (vinte e cinco por cento) dos procedimentos arbitrais iniciados dizem respeito a conflitos societários, envolvendo, em especial, contratos de compra e venda de ações ou quotas, obrigações decorrentes do contrato social, como apuração de haveres e exclusão de sócio, acordo de acionistas, incluindo disputas sobre abuso de poder sócios, violação de deveres fiduciários e restrição de direitos, afastamento de diretores e ressarcimento de danos patrimoniais e extrapatrimoniais e discussões a respeito de dissolução parcial. Dentre essas

---

<sup>445</sup> Conforme informações disponibilizadas pela CAM-CCBC em 12 de novembro de 2018, os temas de todas as disputas já conduzidas pela câmara, atualizadas até 3 de outubro de 2018.,

disputas societárias, 5% (cinco por cento) dizem respeito a cláusula compromissória estatutária, questionando atos de gestão<sup>446</sup>.

Na análise que fizemos do item 4.5 do formulário de referência descrita na seção 2.3.1 do presente trabalho, verificamos que existem arbitragens em andamento versando sobre, por exemplo, sobre o exercício do direito de voto e apuração de responsabilidade, discussão sobre pagamento de dividendos, reconhecimento da eficácia de deliberação assembleia e abuso de poder de controle.

Tendo em vista a importância da informação para o mercado e a função da regulação sobre a divulgação de informações no sentido de combater custos de agência, fiscalizar a atuação dos administradores e melhorar a governança das companhias, entendemos que, em relação a todos os procedimentos arbitrais (internos ou externos), a divulgação como fato relevante deveria ser obrigatória. Esse posicionamento se justifica inclusive pelo fato de que as disputas submetidas à arbitragem tendem, *per se*, a serem mais complexas e envolverem valores mais relevantes<sup>447</sup>, o que já atenderia ao quesito de relevância. Deste modo, a nosso ver, as companhias deveriam divulgar, com relação a todo e qualquer procedimento arbitral: (i) o início do procedimento e a câmara arbitral; (ii) as partes envolvidas; (iii) o objeto do litígio – ainda que de forma sucinta – e o prognóstico de perda; (iv) os valores, bens ou direitos potencialmente envolvidos e montante provisionado, se houver; (v) os impactos para a companhia em caso de perda; e (vi) os principais elementos da sentença arbitral, quando esta for proferida. Para fins de identificação desses itens, utilizamos como referência as informações requeridas na divulgação dos processos das companhias dentro da seção 4 do Formulário de Referência.

Não cabe, a nosso ver, se falar em romper a privacidade dos procedimentos ou notificar individualmente os acionistas, mas sim, em informar os principais elementos para que o investidor e o acionista tenham conhecimento da situação da companhia e dos litígios nos quais está envolvida.

Esta abordagem descrita acima de “divulgação ampla”, a nosso ver, provavelmente seria de difícil aceitação pelos principais envolvidos na arbitragem societária (partes, câmaras e árbitros), tendo em vista a disseminada cultura da arbitragem confidencial, bem

---

<sup>446</sup> Conforme informações disponibilizadas pela CAM-CIESP/FIESP por e-mail em 12 de novembro de 2018.

<sup>447</sup> Sobre a adequação da arbitragem para determinados tipos de litígio, normalmente mais complexos e envolvendo valores mais altos, CARMONA, Carlos Alberto. “Arbitragem e Jurisdição”. **Revista de Processo**, vol. 58, 1990.

como a expectativa das partes neste sentido. Além disso, é preciso considerar o custo de uma eventual intervenção regulatória para viabilizar a divulgação de todos os procedimentos arbitrais pelas companhias, que incluem, no mínimo, custos de elaboração, implementação e fiscalização das novas normas.

Partindo destas premissas, em relação a litígios societários decorrentes de convenção arbitral estatutária, procuramos identificar as principais disputas que podem acontecer entre as partes vinculadas, nos termos previstos em lei, a fim de tentar filtrar aqueles que seriam realmente relevantes e deveriam ser divulgadas *per se*, independentemente de qualquer qualificador de relevância. Para tanto, a nossa análise se baseou no papel assumido por cada agente na sociedade anônima aberta.

Inicialmente, cumpre apenas lembrar a arbitrabilidade objetiva das disputas societárias, no sentido de que são arbitráveis apenas disputas que versem sobre direitos patrimoniais disponíveis, nos termos do artigo 1º da Lei de Arbitragem<sup>448</sup>. Na seara das disputas empresariais, o terreno para a arbitragem é bastante fértil, em decorrência de seu caráter eminentemente patrimonial.

Especificamente no caso da convenção de arbitragem inserida no estatuto social, porém, é essencial que as disputas digam respeito às normas societárias que regem as relações entre os sócios, o funcionamento da sociedade e os interesses relacionados à vida social.

No Debate sobre a Constitucionalidade do Artigo 136-A da Lei das S.A., organizado pela FIESP em 25 de abril de 2018, José Alexandre Tavares Guerreiro distinguiu as matérias societárias “em sentido estrito” das matérias “em sentido amplo”. No primeiro grupo, estão os assuntos que efetivamente fazem parte do estatuto social, isto é, do seu conteúdo mínimo e, portanto, dizem respeito à estrutura da sociedade. Já no segundo grupo, encontram-se os assuntos que dizem respeito aos acionistas, mas sem relação direta com a companhia, como os relacionados a contratos de compra e venda de ações. Feita essa diferenciação, observa o autor que o escopo da convenção de arbitragem referida pelo artigo 136-A da Lei das S.A. diz respeito exclusivamente às “matérias societárias em sentido estrito”, ou seja, o alcance da cláusula é limitado aos litígios jurídico-societários intra-companhia. Justamente por isso,

---

<sup>448</sup> Artigo 1º da Lei de Arbitragem: As pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis.

o consenso dos acionistas quanto à arbitragem é presumido e se distingue do consenso necessário em outros tipos de arbitragem.

Assim, litígios de quaisquer outras naturezas relacionados a relações que os sócios possam vir a ter com a sociedade ou entre si não serão abrangidos pela cláusula estatutária<sup>449</sup>, como, por exemplo, em casos de sócios debenturistas ou que mantenham contratos com a sociedade de fornecimento de insumos, ou ainda decorrentes de acordos particulares de compra e venda de participação acionária.

Observadas certas diferenças nos regulamentos, pode-se dizer que a B3 estabelece para companhias do Novo Mercado, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 que “*a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal*” são obrigados a resolver, por meio de “*arbitragem*”, perante a “*CAM*”, qualquer controvérsia que possa surgir “*entre eles*”, decorrentes da Lei nº 6.385/76, Lei nº 6.404/76, do estatuto social da companhia, das normas editadas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM, e das demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de valores mobiliários em geral, do regulamento de listagem, dos demais regulamentos da B3 e do contrato de participação<sup>450</sup>.

Desta forma, buscamos destacar as principais disputas que podem ocorrer entre cada um dos grupos vinculados à cláusula compromissória, nos termos da regulação vigente da B3. Temos que reconhecer que nenhuma análise conseguirá ser exaustiva acerca dos conflitos que podem surgir no seio da sociedade. Não obstante, com essa sistematização, pretendemos construir um ponto de partida para uma possível intervenção regulatória pontual, focada e destinada a fornecer apenas as informações necessárias para a análise do investidor e de forma simples, de fácil compreensão. Para tanto, separamos os seguintes grupos: (i) acionistas; (ii) acionistas e a companhia; (iii) acionistas e administradores; e (iv) administradores e a companhia.

---

<sup>449</sup> LICATTI, Taissa Macaferri. “Novo Mercado: Influência e Aspectos relacionados à inserção de Cláusula Compromissória Arbitral nos Estatutos Sociais”. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (org.). **Aspectos da arbitragem institucional: 12 anos da Lei 9.307/1996**. São Paulo: Malheiros, 2008, p. 247

<sup>450</sup> Para fins desta análise, consideramos o regulamento dos segmentos de listagem (Novo Mercado, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2) constantes do sítio eletrônico da B3. Assim, identificamos os elementos comuns entre os artigos 39 e 40 do regulamento do Novo Mercado (nova versão vigente a partir de 2 de janeiro de 2018) e seguintes tópicos de cada um dos regulamentos do Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2, (i) definição de “cláusula compromissória”, (ii) definição de “Regulamento de Arbitragem”, (iii) definições de “termo de anuência” dos controladores, administradores e membros do conselho fiscal, (iv) artigos 13.1 e 13.2 e ainda (v) a redação da cláusula arbitral sugerida.

#### 4.2.1 Disputas entre acionistas

Dentre os litígios que podem surgir entre acionistas e ser relacionados a cláusula compromissória estatutária, é possível elencar, por exemplo, disputas a respeito da responsabilidade dos acionistas pelo exercício abusivo do direito de voto (artigo 115, §3º, da Lei das S.A.), responsabilidade solidária dos fundadores pelos prejuízos decorrentes de culpa ou dolo em atos anteriores à constituição (artigo 92, parágrafo único da Lei das S.A.) e a responsabilidade geral de fundadores ou acionistas pela reparação civil decorrente de atos culposos ou dolosos em violação da lei, do estatuto ou convenção de grupo (artigo 287, II, B da Lei das S.A.).

Nesse grupo, merece destaque um subgrupo de disputas que envolvam litígios com o acionista controlador<sup>451</sup>. Como se sabe, em decorrência de sua posição perante a companhia e os demais acionistas, responsabilidades especiais são delegadas ao acionista controlador, que deve usar seu poder para fazer com que a companhia realize o seu objeto social e que tem responsabilidades com os demais acionistas e a companhia.

Para Calixto Salomão Filho, a realidade brasileira de concentração de controle juntamente com a permissão de que o controlador ocupe posição no conselho de administração da companhia faz com que os seus deveres fiduciários tenham ainda maior relevância, considerando esse papel de destinar e administrar patrimônio alheio. O autor destaca três dispositivos legais a respeito do papel do controlador, quais sejam (i) artigo 116 da Lei das S.A., cláusula geral de proteção dos acionistas minoritários frente ao poder do controlador, que diz, em especial, “*O acionista controlador (...) tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender*”; (ii) artigo 117 da Lei das S.A., que trata do abuso do poder de controle, indicando

---

<sup>451</sup> Sobre a arbitrabilidade das disputas com o controlador, destacamos MARTINS, Pedro A. Batista. **Responsabilidade de Acionista Controlador: Considerações Doutrinárias e Jurisprudenciais**. Palestra proferida na Associação dos Magistrados do Estado do Rio de Janeiro – AMAERJ, em 12 de julho de 2004. “*Os atos ilícitos do controlador podem ser combatidos através de medida que vise à anulação da deliberação ou a reparação civil pelos danos causados. (...) Interessante realçar que as ações antes mencionadas poderão vir a ser debatidas em sede de arbitragem, haja vista a introdução de dispositivo no art. 109 da Lei das S.A., permitindo o uso do juízo arbitral para dirimir as questões envolvendo o acionista controlador e os minoritários e a companhia e os acionistas*”.

inclusive uma lista não exaustiva de hipóteses de abuso; e (iii) artigo 115 da Lei das S.A., a respeito da regra de conflito de interesses<sup>452</sup>.

Uma vez que o acionista controlador tem esse papel na companhia, a nossa proposta é a de que litígios que envolvam o acionista controlador, em especial, ações de responsabilização<sup>453</sup>, devem ser objeto de divulgação obrigatória ao mercado, isto é, devem ser fatos relevantes *per se*, independentemente dos elementos qualificadores da ICVM 358 de poder influir na cotação dos valores mobiliários ou na decisão dos investidores de vender, comprar ou exercer direitos relacionados aos valores mobiliários que possuírem. *A contrario sensu*, disputas envolvendo exclusivamente acionistas minoritários poderiam não ser objeto de regulação e estar sujeitas à regulamentação geral da ICVM 358.

Ocorre que disputas entre acionistas não necessariamente envolverão a companhia. Assim, entendemos que deveria ser obrigação do acionista controlador informar a companhia acerca da existência de eventual procedimento arbitral no qual esteja envolvido para que a companhia possa tomar as providências necessárias para a realização da divulgação ao mercado. Considerando que este dever de informar do controlador não está previsto diretamente em lei, a única forma de impor essa obrigação seria por meio de intervenção regulatória, como uma instrução da CVM, por exemplo.

#### 4.2.2 *Disputas entre acionistas e administradores*

Os administradores assumem diversos deveres perante a companhia e os acionistas. O seu papel de administração dos recursos investidos na companhia é acompanhado de deveres fiduciários, em especial, tendo em vista a separação patrimonial entre administração e propriedade, sendo que os deveres previstos na Lei das S.A. se aplicam tanto para os

---

<sup>452</sup> SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**, 4ª Ed., São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 193 e ss.

<sup>453</sup> Não obstante a determinação legal de que cabe à administração da companhia buscar reparação caso sofra algum dano, é certo que há grande incentivo para que a administração não promova ação de responsabilidade contra o acionista controlador, muitas vezes, o responsável pela sua eleição. Neste sentido (e também sobre a ação de responsabilização do acionista controlador), 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 6.404/76)”. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Processo Societário**, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 249-250. Nestes casos, assim como na responsabilização do administrador, a as ações *ut singuli* são uma resposta a este problema, ao permitirem que o acionista atue em benefício da sociedade, litigando nome próprio, mas tutelando o interesse da sociedade, na condição de substituto processual.



diretores quanto para os membros do conselho de administração, conforme disposto no artigo 145.

Em resumo, a lei trata dos deveres de diligência, lealdade e de informar. Inicialmente, o dever de diligência previsto no artigo 153 da Lei das S.A. positiva um princípio geral de direito que costuma acompanhar o cumprimento de qualquer obrigação na gestão das companhias. Tendo em vista a discricionariedade presente na atuação do administrador e a impossibilidade de se determinar, *a priori*, as condutas que devem ser tomadas em cada assunto social a existência do dever de diligência serve como padrão para orientar as decisões<sup>454</sup>.

Existem várias formas de se interpretar o dever de diligência, mas costuma-se parametrizar tal dever tão amplo e genérico nas obrigações do administrador de se qualificar para o cargo ocupado, devendo adquirir conhecimentos mínimos sobre o negócio da sociedade; administrar os negócios sociais; se informar o suficiente para a tomada das decisões (observada certa razoabilidade na medida desse conhecimento); monitorar o desenvolvimento da companhia; e investigar quaisquer fatos que possam causar danos<sup>455</sup>.

No artigo 155 da Lei das S.A., há a previsão do dever de lealdade, outro padrão de conduta que “*requer do administrador uma conduta de boa fé e sempre no melhor interesse da companhia*”<sup>456</sup>. Além desse modelo genérico de comportamento, o legislador apresentou três exemplos de comportamentos vedados aos administradores. O primeiro é a proibição do uso de oportunidade de negócio da companhia à qual o administrador tenha tido acesso em decorrência de sua posição. Naturalmente, tal regra comporta exceções, como casos em que a companhia não tenha condições ou, mediante deliberação do órgão aplicável, não deseje perseguir tal oportunidade<sup>457</sup>. O segundo exemplo é a vedação à omissão e ao não aproveitamento de oportunidade da companhia e o terceiro é a aquisição, pelo administrador, de bens ou direitos da companhia para revenda com lucro. A principal infração ao dever de lealdade é, na verdade, a prática do *insider trading*, que consiste no uso indevido de informação confidencial ainda não divulgada ao mercado para negociação de valores

---

<sup>454</sup> BERNARDES, Lucas Petri. **Dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Dissertação (mestrado em Direito) – Programa de Pós-graduação em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientadora Professora Doutora Juliana Krueger Pela). São Paulo, 2014, p. 133.

<sup>455</sup> PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 101 e ss.; EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp. 115 e ss.

<sup>456</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 135.

<sup>457</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, pp.137-138.

mobiliários<sup>458</sup>, ilícito que fere a igualdade de acesso à informação, prejudicando a credibilidade do mercado e a confiança dos investidores e demais agentes no seu funcionamento<sup>459</sup>.

Por fim, no artigo 157 da Lei das S.A. está previsto o dever de informar dos administradores que, ao assumirem o cargo, devem declarar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações emitidas pela companhia, por controladas ou empresas do mesmo grupo de que seja titular. Da mesma forma, o administrador deve informar as mudanças nessas posições de propriedade. Além disso, no parágrafo primeiro, há um rol de informações que o administrador deve prestar em assembleia mediante requerimento de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social. Já o parágrafo quarto, conforme tratado na seção 2.3.3 do presente trabalho, aborda a divulgação de fatos relevantes ao mercado. Ademais, há que se falar na vedação à intervenção do administrador quando este tiver interesse conflitante com a companhia (artigo 156 da Lei das S.A.).

Verifica-se, portanto, que, claramente, o papel do administrador é carregado de obrigações com a companhia e os acionistas a respeito da gestão dos negócios sociais. Desta forma, qualquer litígio que envolva os administradores deve ser de interesse dos demais acionistas e do mercado. Dentre as disputas que podem surgir entre acionistas e administradores, podemos destacar, por exemplo, reparação civil por atos culposos ou dolosos em caso de violação da lei, do estatuto ou convenção de grupo (artigo 287, II, b, da Lei das S.A.), ação contra administradores (ou titulares de partes beneficiárias) para restituição de participações no lucro recebidas de má-fé (artigo 287, II, d, da Lei das S.A.). Merece destaque ainda a ação de responsabilização contra o administrador que, de competência originária da companhia, pode ser movida por qualquer acionista se, após aprovada pela assembleia, a ação não for proposta no prazo de 3 meses (artigo 159, §3º, da Lei das S.A.) ou pode ainda ser movida diretamente por acionistas representando 5% (cinco por cento) do capital social, se a assembleia não aprovar a sua propositura. Tanto em um

---

<sup>458</sup> EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 139.

<sup>459</sup> SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. “A Racionalidade Econômica do Combate ao *Insider Trading*: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico**, vol. 147, ano XLVI, 2007, p. 52, “*deve o ordenamento jurídico intervir na busca do ideal – que é, por óbvio, que as ações reflitam apenas as informações disponíveis para todos os agentes –, coibindo a existência de forças que ajam à margem desse ambiente de informações assimétricas. Em outras palavras, não podem existir ‘players’ apropriando-se de informações relevantes e sigilosas e utilizando-as em detrimento daqueles que dispõem apenas daquilo que é publicamente divulgado: o ambiente deve ser de full and fair ‘disclosure’*”.

quanto em outro caso, é possível que o procedimento arbitral seja iniciado por acionista ou grupo de acionistas sem que os demais tenham conhecimento.

Mais uma vez, destacamos o papel da regulação sobre a divulgação de informações no controle da atuação dos administradores. Pois bem, se essa é uma função, considerada como uma das principais de todo o sistema regulatório sobre a matéria, informações diretamente relacionadas a essa proteção deveriam ser objeto de regulação obrigatória. Neste sentido, nossa sugestão é a de que caso haja algum processo arbitral envolvendo o administrador, a companhia deveria ter que divulgá-lo como fato relevante *per se* e, caso a companhia não seja parte de tal procedimento, o administrador deveria ter a obrigação de informar a companhia para que ela pudesse proceder à divulgação aplicável. Contrariamente ao caso do acionista controlador, para o qual não há um dever de informação expresso e, portanto, seria necessária uma intervenção regulatória para impor tal obrigação, no caso do administrador, entendemos que o dever de informar a companhia já estaria abrangido pelos seus deveres fiduciários. Ademais, entendemos ser pouco provável que uma arbitragem envolvendo os administradores não venha a ser de conhecimento da companhia.

#### 4.2.3 *Disputas entre acionistas e a companhia*

Dentre as disputas que podem existir entre acionistas e a companhia, identificamos alguns exemplos abaixo na legislação societária, como litígio (i) entre acionistas subscritores e a companhia por danos de culpa e dolo na avaliação dos bens que concorrerem para formação do capital (artigo 8º, §6º e artigo 10 da Lei das S.A.); (ii) por omissão de declarações no certificado de ação (também contra administradores) (artigo 24, §1º, da Lei das S.A.); (iii) por perdas e danos causados aos interessados (potencialmente acionistas) por erros ou irregularidades no serviço de escrituração de ações (sem prejuízo do direito de regresso contra escriturador) (artigo 34, §3º, da Lei das S.A.); (iv) por prejuízos que causar aos interessados por vícios ou irregularidades nos livros societários (artigo 104 da Lei das S.A.); (v) de responsabilização por exercício abusivo do direito de voto (artigo 115, §3º, da Lei das S.A.); (vi) de anulação da constituição da companhia por vício ou defeito (artigo 285 da Lei das S.A.); (vii) de anulação de deliberação de assembleia irregularmente convocada, instalada ou que viole a lei ou o estatuto ou eivadas de erro, dolo, fraude ou simulação (artigo

286 da Lei das S.A.); (viii) para haver dividendos (artigo 287, II, a, da Lei das S.A.); e (ix) para restituição de dividendos recebidos de má-fé (artigo 287, II, c, da Lei das S.A.).

Naturalmente, alguns dos litígios identificados acima são mais prováveis que outros, seja pela possibilidade de sua recorrência, pela sua natureza ou pelo seu potencial de se transformar em litígio. Nestes casos, considerando a relação direta entre o acionista e a companhia, sem a intermediação de agentes que assumem deveres fiduciários perante os demais, entendemos ser aplicável a regra geral sobre fatos relevantes constante da ICVM 358, mantendo-se o sistema vigente. A administração da companhia deverá avaliar a relevância dos eventos da arbitragem casuisticamente para fins de proceder à divulgação (ou não)<sup>460</sup>.

#### *4.2.4 Disputas entre administradores e a companhia*

Dentre os litígios que podem surgir entre administradores e a companhia, destacamos: (i) responsabilidade dos administradores por perdas e danos causados à companhia ou a terceiros por infração no cumprimento dos requisitos necessários para emissão de debêntures (artigo 62, §1º, da Lei das S.A.); (ii) responsabilidade solidária dos administradores por não averbação da extinção das debêntures (artigo 74, §2º, da Lei das S.A.); (iii) responsabilidade solidária dos primeiros administradores perante a companhia pelos prejuízos causados pela demora no cumprimento de formalidades complementares de constituição (artigo 99, caput, da Lei das S.A.); (iv) responsabilidade do administrador (artigo 159 da Lei das S.A.); (v) responsabilidade solidária de administradores e membros do conselho fiscal pela distribuição de dividendos de acordo com o artigo 201 da Lei das S.A.; e (vi) responsabilidade dos administradores por prejuízos causados à companhia por favorecimento de sociedade coligada, controladora ou controlada.

Dentre as possíveis responsabilizações do administrador, temos ainda casos relacionados a operações societárias, como cisões, fusões, incorporações, incorporações de ações; reformas estatutárias; aumentos de capital, dentre outras. Cumpre ainda destacar que, nos termos do artigo 165 da Lei das S.A., a mesma ação de responsabilização contra administrador pode ser usada contra os membros do conselho fiscal. Para este grupo, assim

---

<sup>460</sup> Ademais, entendemos que litígios diretos entre a companhia e os acionistas, sem o envolvimento de membros dos órgãos da administração, são menos prováveis.

como no caso de litígios entre acionistas e administradores, fica evidente a relevância da divulgação como fato relevante *per se*, pelas razões expostas na seção 4.2.2 acima<sup>461</sup>.

---

<sup>461</sup> Cumpre destacar que, para a propositura de ação de responsabilidade do administrador pela companhia, nos termos do artigo 159 da Lei das S.A., a legislação requer deliberação prévia da assembleia neste sentido. Considerando que os documentos relativos à assembleia são de divulgação obrigatória, a aprovação da deliberação sobre a propositura da ação já não estaria acobertada pelo sigilo. Logo, nestes casos, proceder à divulgação de maiores detalhes da arbitragem como fato relevante *per se* não deveria, *a priori*, gerar prejuízos à companhia.

## CONCLUSÃO

Partindo da premissa de que a arbitragem é provavelmente o método mais adequado para a solução de litígios societários envolvendo companhias abertas, justamente pela complexidade dos temas em disputa, da potencial pluralidade de partes e da maior sofisticação dos julgadores, que podem ser escolhidos a dedo, é preciso refletir sobre as peculiaridades desse método para que ele não se torne incompatível com as obrigações às quais as companhias abertas estão sujeitas, como a obrigação de *disclosure*.

A confidencialidade, ainda que não inerente ao procedimento arbitral, costuma ser contratada pelas partes, em especial no âmbito empresarial, mas é mitigada em prol de outros interesses em diversos casos, como em arbitragens envolvendo a administração pública, empresas em recuperação judicial ou no caso da presença do dever de divulgar ao mercado.

Este trabalho sustentou que a informação é essencial para o funcionamento do mercado e que, independentemente do perfil do investidor, seria pouco razoável esperar a realização de investimentos sem nenhum conhecimento acerca dos emissores e dos valores emitidos. Argumentamos ainda que a intervenção estatal regulando o assunto, ainda que questionável quanto a sua necessidade, conteúdo e efetividade, é a solução mais razoável e intuitiva para tornar o acesso à informação mais compreensível, democrático e comparável, reduzindo a assimetria de informações. Considerando, de outro lado, que os investidores, ainda que mais sofisticados, têm limitações cognitivas de compreensão e de análise do grande volume de informações disponibilizado, a regulação deve ser restrita a um núcleo essencial focado em dados úteis para a avaliação dos valores mobiliários emitidos e para a fiscalização da gestão dos emissores, assumindo, portanto, papel relevante para fins de governança.

No país, a regulação prevê a divulgação de uma extensa lista de informações periódicas e eventuais. O escopo do nosso trabalho não foi refletir sobre a suficiência do regime como um todo ou propor alterações, incluindo eventuais reduções do nível de informação, mas nos limitamos a analisar se as disposições aplicáveis à divulgação de informações relativas a procedimentos arbitrais seria satisfatória, tendo em vista a multiplicidade de agentes interessados nos resultados financeiros e reputacionais de tais procedimentos. Baseado nesta análise, sustentamos que as normas aplicáveis ao tema são insuficientes para assegurar o acesso a um conteúdo mínimo de informações, tendo em vista

o direito de fiscalização dos acionistas, o dever de informar ao mercado e a função do sistema de *disclosure*. Assim, defendemos uma mitigação ampla da confidencialidade da arbitragem estatutária nas companhias abertas, no sentido de que deveria ser obrigatória a divulgação do início de qualquer procedimento arbitral, com a indicação das partes, câmara, valor envolvido, objeto e sentença. Reconhecemos, no entanto, que qualquer intervenção para determinar essa “divulgação ampla” de informações, além dos custos de implementação, fiscalização e monitoramento, certamente enfrentaria grande resistência. Deste modo, fizemos um esforço para identificar um padrão de litígios societários decorrentes da convenção estatutária que deveriam ser de divulgação obrigatória, afastando-se do conceito de “relevância” da ICVM 358, que se manteria como regra geral para os demais casos. Neste sentido, entendemos que disputas envolvendo o acionista controlador e os administradores devem ser objeto de divulgação obrigatória, tendo em vista: (i) a função do sistema regulatório de divulgação de informações para fins de redução de custos de agência, melhoria na fiscalização da gestão e desestímulo às práticas ilegais e contrárias ao interesse social; (ii) o papel especial assumido por cada um desses indivíduos na administração da companhia e do patrimônio dos demais acionistas, incluindo os seus deveres fiduciários; e (iii) o impacto positivo na melhoria da governança das companhias com essa divulgação funcionando como método de fiscalização e monitoramento. Nestes casos, tanto administrador quanto controlador deveriam ser obrigados a informar a companhia a respeito de arbitragens societárias nas quais estivessem envolvidos, sendo que, para este último, entendemos ser necessária intervenção regulatória para incluir essa obrigação específica.

Da mesma forma que as disputas societárias podem ser relevantes (e, na maior parte do caso são) para os acionistas e o mercado, as disputas da companhia com terceiros, assim entendidas as disputas não decorrentes de convenção estatutária, muito provavelmente também terão impacto na precificação dos valores mobiliários emitidos ou em aspectos de natureza outra que não financeira, como reputacional, de governança ou operacional. Para esses casos, apesar de fora do nosso escopo de trabalho, pontuamos que também é importante refletir sobre os impactos da confidencialidade e sobre a suficiência da regulamentação vigente para lidar com esse tipo de litígio.

O presente trabalho tem a consciência de que as propostas sugeridas estão longe de resolver os problemas decorrentes da confidencialidade da arbitragem nas companhias abertas. Além da relativização do sigilo, a arbitragem societária estatutária, tanto para companhias abertas quanto fechadas, ainda tem um longo caminho para evoluir nos aspectos

processuais, de modo a assegurar a ciência e a participação daqueles que serão afetados pela sentença e, portanto, devem ter resguardado o seu direito ao contraditório. No entanto, acreditamos que as sugestões propostas podem, de certa forma e em alguma medida, mitigar o questionamento da arbitragem no âmbito das relações intra-companhia e servir de ponto de partida para uma maior reflexão acerca da relativização da confidencialidade em outros tipos de procedimentos arbitrais.



## **BIBLIOGRAFIA**

### **a. LIVROS E ARTIGOS**

ADAMEK, Marcelo Vieira von. **Abuso de minoria em direito societário**. São Paulo: Malheiros, 2014.

AGUIAR, Danilo Augusto Barboza de. “Proteção aos acionistas minoritários das sociedades anônimas abertas como forma de promover o desenvolvimento do mercado de capitais nacional”. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, n° 22, 2003.

AKERLOF, George. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, vol. 84, n° 3, 1970.

ARAÚJO ARAGÃO, Lindenberg; SOUSA CAVALCANTE, Danival. “Qualidade das Informações do Formulário de Referência nas Empresas Brasileiras Listadas no Novo Mercado da BM&FBovespa”. **RACE- Revista de Administração, Contabilidade e Economia**, vol. 13, issue 3, 2014, pp. 1089-1118.

ARMELIN, Donaldo. “Arbitragem e o Novo Código de Processo Civil”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 28, 2011.

ASCARELLI, Tullio. “O contrato plurilateral”. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

\_\_\_\_\_. “Vícios das deliberações assembleares – direitos individuais dos acionistas, prescrição”. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Quórum, 2008.

BAGNER, Hans. “Confidentiality - A Fundamental Principle in International Commercial Arbitration?”. **Journal of International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, vol. 18, issue 2, 2001.

BAINBRIDGE, Stephen M. “Mandatory Disclosure: a Behavioral Analysis”. **University of Cincinnati Law Review**, vol. 68, 2000.

BAPTISTA, Luiz Olavo. Confidencialidade na arbitragem. In: **V Congresso do Centro de Arbitragem Comercial – Intervenções**. Lisboa: Almedina, 2012.

BARBOSA FILHO, Marcelo Fortes. **Sociedade Anônima Atual: Comentários e Anotações às Inovações trazidas pela Lei n. 10.303/ ao texto da Lei n. 6404/76**. São Paulo: Atlas, 2004.

BASILIO, Ana Tereza; LINS, Thiago. “A relativização da confidencialidade na arbitragem; companhias abertas”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 49, 2016.

BEAVER, William H. “Market Efficiency”. **The Accounting Review**, vol. LVI, n° 1, 1981.

BENCKE, Carlos Alberto. **Acionista Minoritário na Sociedade Anônima**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2003.

BENSTON, George. “The Value of the SEC’s Accounting Disclosure Requirements”. **Accounting Review**, vol. 44, n° 3, 1969.

\_\_\_\_\_. “Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934”. **The American Economic Review**, vol. 63, n° 1, 1973.

BERNARDES, Lucas Petri. **Dever de diligência dos administradores de sociedades anônimas**. Dissertação (mestrado em Direito) - Programa de Pós-graduação em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientadora Professora Doutora Juliana Krueger Pela). São Paulo, 2014.

BERTOLDI, M. Marcelo. **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001**. 2ª Ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2002.

BEVILAQUA, Clovis. **Comentários ao Código Civil**, vol. 4. São Paulo: Francisco Alves, 1958.

BLACK, Bernard S. “The Core Institutions that Support Strong Securities Markets”. Stanford Law School, **John M. Olin Program in Law and Economics**, Working paper n° 200, 2000. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=231120](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=231120)>, acesso em dezembro de 2018.

\_\_\_\_\_ ; DE CARVALHO, Antonio Gledson; GORGA, Érica. **A Governança Corporativa das Empresas Brasileiras com Controle Privado Nacional**, 2009. Disponível em <<http://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=20715>>, acesso em novembro de 2018.

BLACKABY, Nigel; PARTASIDES, Constantine; REDFERN, Alan; HUNTER, J. Martin. **International Arbitration**. Oxford University Press, 2009.

BORN, Gary B. **International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2009.

BRACKER, Julie K., SODERQUIST, Larry D. “Arbitration in the Corporate Context”. **Columbia Business Law Review**, nº 1, 2003.

BRAGHETTA, Adriana. “Notas sobre a confidencialidade na arbitragem”. **Revista do Advogado – AASP**, nº 119, ano XXXIII, 2013.

BRANDEIS, Louis. **Other People’s Money and How the Bankers Use It**. New York: Frederik A. Stokes Company, 1914.

BULGARELLI, Waldirio. “Deliberar não deliberar é deliberar?”. In: **Questões de Direito Societário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1983.

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 6.404/76)”. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. **Processo Societário**, vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CABRAL, Thiago Dias Delfino. “A mitigação da confidencialidade da arbitragem na recuperação judicial”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XV, issue 57, 2018.

CAHALI, Francisco José. **Curso de Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2011.

CALMON, Eliana. “A arbitragem e o Poder Público”. Discurso proferido no I Seminário de Mediação e Arbitragem organizado pela OAB/SP em 21 de agosto de 2009. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 24, 2010.

CAMINHA, Uinie. “Arbitragem como Instrumento de Desenvolvimento do Mercado de Capitais”. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (org.). **Aspectos da arbitragem institucional: 12 anos da Lei 9.307/1996**. São Paulo: Malheiros, 2008.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S.A. Comentada**. Rio de Janeiro: Renovar, 2002.

CARMONA, Carlos Alberto. “Arbitragem e Jurisdição”. **Revista de Processo**, vol. 58, 1990.

\_\_\_\_\_. **Arbitragem e Processo: Um Comentário à Lei nº 9.307/96**, 3ª Ed. São Paulo: Atlas, 2009.

\_\_\_\_\_. “Em torno do árbitro”. **Revista Internacional de Arbitragem e Conciliação**, ano III, 2010.

\_\_\_\_\_. “Arbitragem e administração pública - primeiras reflexões sobre a arbitragem envolvendo a administração pública”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XIII, issue 51, 2016.

CARNAÚBA, César Augusto Martins. “Adequação da arbitragem aos litígios envolvendo o Poder Público”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XV, issue 58, 2018.

CARON, David; CAPLAN, Lee (eds.). **The UNCITRAL Arbitration Rules: A Commentary**, 2ª Ed. Oxford: Oxford University Press, 2013.

CARREIRA ALVIM, J. E., **Tratado Geral da Arbitragem Interno**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2000.

CARVALHAL-DA-SILVA, André; LEAL, Ricardo. **Corporate Governance, Market Valuation and Dividend Policy in Brazil**, 2003. Disponível em <[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=477302](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=477302)>, acesso em novembro de 2018.

CARVALHOSA, Modesto. “Cláusula Compromissória Estatutária e Juízo Arbitral”. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**. 1ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

\_\_\_\_\_ ; EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. São Paulo: Saraiva, 2002.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 75 a 137)**, 6ª Ed, vol. 2. São Paulo: Saraiva, 2014.

\_\_\_\_\_. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas (arts. 138 a 205)**, 6ª Ed., vol. 3. São Paulo: Saraiva, 2014.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. “Artigo 4º”. In: CODORNIZ, Gabriela, PATELLA, Laura (coords.). **Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei nº 6.385/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

CHOI, Stephen J. “Regulating Investors Not Issuers: A Market-Based Proposal”. **California Law Review**, UC Berkeley Law and Economics (Working Paper 2000 – 1), vol. 88, issue 2, 2000. Disponível em <[http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract\\_id=202049](http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=202049)>, acesso em outubro de 2018.

\_\_\_\_\_ ; GUZMAN, Andrew T. “Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation”. **S. California Law Review**, vol. 71, 1997.

COELHO, Eduardo de Melo Lucas. **A formação das deliberações sociais**. Coimbra: Coimbra Editora, 1994.

COFFEE, John C. “Market Failure and the Economic Case for a Mandatory Disclosure System”. **Virginia Law Review** (Fifty Years of Federal Securities Regulation: Symposium on Contemporary Problems in Securities Regulation), vol. 70, nº 4, 1984.

COLLINS, Michael. “Privacy and Confidentiality in Arbitration Proceedings”. **Texas International Law Journal**, vol. 30, 1995.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**, 6ª Ed. São Paulo: Forense, 2014.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Law and Economics**. Harper Collings Publishers, 1988.

\_\_\_\_\_. **Law and Economics**, 6ª Ed. Berkeley Law Books, 2016.

CORAPI, Diego. “Arbitragem no Direito Societário Italiano”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 43, 2014.

COX, James D.; HILMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. **Securities Regulation: Cases and Materials**. New York: Aspen Publishers, 2006.

CRETELLA NETO, José. “Quão sigilosa é a arbitragem?” **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 25, ano 7, 2010.

DENOIX DE SAINT MARC, Valéry. “Confidentiality of Arbitration and the Obligation to Disclose Information on Listed Companies or During Due Diligence Investigations”. **Journal of International Arbitration**, Kluwer Law International, vol. 20, issue 2, 2003.

DINAMARCO, Cândido Rangel. **A arbitragem na teoria geral do processo**. São Paulo: Malheiros, 2013.

\_\_\_\_\_ ; LOPES, Bruno Vasconcelos Carrilho. **Teoria Geral do Novo Processo Civil**. São Paulo: Malheiros, 2016.

DOUGLAS, William O. Protecting the Investor. **Yale Review**, vol. XXIII, n° 3, 1934.

DYCK, Alexander; ZINGALES, Luigi. “Private Benefits of Control: An International Comparison”. **The Journal of Finance**, vol. 59, n° 2, 2004.

EASTERBROOK, Frank H. e FISCHER, Daniel R. “Mandatory Disclosure and the Protection of Investors”. **Virginia Law Review**, vol. 70, n° 669, 1984.

EIZIRIK, Nelson. “Regulação e auto-regulação do mercado de Valores Mobiliários”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 48, 1982.

\_\_\_\_\_. “*Insider Trading* e responsabilidade de administrador de companhia aberta”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n° 50, 1983.

\_\_\_\_\_ ; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais: Regime Jurídico**, 3ª Ed. São Paulo: Renovar, 2011.

\_\_\_\_\_. “O sigilo previsto na arbitragem é prejudicial ao funcionamento do mercado de capitais? NÃO: aos fatos: solução rápida e eficiente para os conflitos

empresariais, arbitragem preserva a transparência”. **Revista Capital Aberto**. vol.10, n° 120, 2013.

\_\_\_\_\_. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. II. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

\_\_\_\_\_. **A Lei das S/A Comentada**, 2ª Ed., vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

ENEI, José Virgílio Lopes. “A arbitragem nas sociedades anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003.

FAMA, Eugene F. “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”. **The Journal of Finance**, vol. 25, n° 2, 1970.

FAMA, Eugene F. “Efficient Capital Markets II”. **The Journal of Finance**, vol. 46, n° 5, 1991.

FERRELL, Allen. “The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation Around the World”. **Harvard Law and Economics Discussion Paper n° 492**, 2004. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=631221>>, acesso em setembro de 2018.

FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luis. “A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções”. **Revista de Direito Privado**, vol. 49, 2012.

FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luís. **Novos temas de arbitragem**. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2014.

FLAKS, Luís Lória. “A arbitragem na reforma da lei das Sociedades Anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 131, ano XLII, 2003.

FORTIER, Yves L. “The Occasionally Unwarranted Assumption of Confidentiality”. **Arbitration International**, vol. 15, n° 2, 1999.

FOX, Merritt B. “Required Disclosure and Corporate Governance”. **Law and Contemporary Problems**, vol. 62, n° 3, 1999.

\_\_\_\_\_. “Retaining Mandatory Securities Disclosure: Why Issuer Choice is Not Investor Empowerment”. **University of Michigan Law School (Working Paper n° 99-008)**, 1999. Disponível em <<https://ssrn.com/abstract=155928>>, acesso em julho de 2018.

FRANZONI, Diego. **Arbitragem Societária**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais (Coleção Liebman, coordenação Teresa Arruda Alvim Wambier e Eduardo Talamini), 2015.

FRAZÃO, Ana. “Arbitragem, confidencialidade e transparência”. **Jota**, 2017. Disponível em <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/constituicao-empresa-e-mercado/arbitragem-confidencialidade-e-transparencia-01112017>>, publicado em 1 de novembro de 2017, acesso em novembro de 2018.

FRIAS, Angélica Ramos de. “Alcance subjetivo da cláusula compromissória na solução de conflitos societários e no âmbito do mercado de capitais”. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues; MUNHOZ, Eduardo Secchi (coords.). **Mercado de capitais brasileiro – doutrina, cases e materials**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

FRIEND, Irwin; HERMAN, Edward S. “The SEC Through a Glass Darkly”. **The Journal of Business**, vol. 37, n° 4, 1964.

\_\_\_\_\_; WESTERFIELD, Randolph. “Required Disclosure and the Stock Market Regulation: Comment”. **The American Economic Review**, vol. 65, n° 3, 1975.

GILSON, Ronald J.; KRAAKMAN, Reinier H. “The Mechanisms of Market Efficiency”. **Virginia Law Review**, vol. 70, 1984.

GORGA, Érica. “O sigilo previsto na arbitragem é prejudicial ao funcionamento do mercado de capitais? SIM, nada a esconder: sistema judicial de *discovery* permite publicidade de investigação e aperfeiçoa governança”. **Revista Capital Aberto**, vol. 10, n° 120, 2013.

\_\_\_\_\_. “Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro”. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014.

GRAU, Eros Roberto. “Arbitragem e Contrato Administrativo”. **Revista Trimestral de Direito Público**, vol. 32, 2000.



GUERREIRO, José Alexandre Tavares; TEIXEIRA, Egberto Lacerda. **Das sociedades anônimas no direito brasileiro**, vol. 1. São Paulo: Bushatsky, 1979.

\_\_\_\_\_. “Sobre o poder disciplinar da CVM”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n° 43, ano XX, 1981.

\_\_\_\_\_. “O Conselho Fiscal e o Direito à Informação”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, n° 45, ano XXI, 1982.

\_\_\_\_\_. “Sociologia do Poder na Sociedade Anônima”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 77, ano XXIX, 1990.

\_\_\_\_\_. **Fundamentos da arbitragem do comércio internacional**. São Paulo, Saraiva, 1993.

GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida. “As Novas Formas de Atuação do Advogado no Mundo Globalizado Empresarial - A Arbitragem no Mercado de Capitais”. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (org.). **Aspectos da Arbitragem Institucional: 12 Anos da Lei 9.307/1996**. São Paulo: Malheiros, 1998.

GUTTENTAG, Michael D. “An Argument for Imposing Disclosure Requirements on Public Companies”. **Florida State University Law Review**, vol. 32, n° 1, 2004.

GU WEIXIA. “Securities Arbitration in China: a Better Alternative to Retail Shareholder Protection”. **Northwestern Journal of International Law & Business**, vol. 33, issue 2, 2013.

HANOTIAU, Bernard. **Complex Arbitrations: Multiparty, Multicontract, Multi-issue and Class Actions** (International Arbitration Law Library). Kluwer Law International, 2005.

HATANAKA, Alex. “Limites da confidencialidade na arbitragem envolvendo sociedades por ações de capital aberto”. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**, vol. 3, 2016.

\_\_\_\_\_. “O poder público e a arbitragem após a reforma da Lei n. 9.307/1996”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XIII, issue 49, 2016.

HERTIG, Gerard; KRAAKMAN, Reinier; ROCK, Edward. “Issuers and Investor Protection”. In: KRAAKMAN, Reinier; HANSMANN, Henry, et al. **The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach**, 2ª Ed. Londres: Oxford University Press, 2009.

HIRSHLEIFER, Jack. “The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity”. **The American Economic Review**, vol. 62, n° 4, 1971.

JARRELL, Gregg A. “The Economic Effects of Federal Regulation of the Market for New security Issues”. **The Journal of Law & Economics**, vol. 24, n° 3, 1981.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. “Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”. **Journal of Financial Economics**, vol. 3, 1976.

J. X. CARVALHO DE MENDONÇA. **Tratado de Direito Comercial Brasileiro**, 5ª Ed., vol. IV. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1954.

JÚDICE, José Miguel. “Anotações ao Acórdão *Esso Australia Resources Limited and Others V. the Honourable Sidney James Plowman and Others*”. In: **100 Anos de Arbitragem: os Casos Essenciais Comentados**. Coimbra: Coimbra Editora, 2016.

KITCH, Edmund W. “The Theory and Practice of Securities Disclosure”. **Brooklin Law Review**, vol. 61, 1995.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S.A.**, 3ª Ed., vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

\_\_\_\_\_. (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

LAPORTA, Rafael; LOPEZ-DE-SILANES, Florencio; SHLEIFER, Andrei; VISHNY, Robert W. “Law and Finance”. **Journal of Political Economy**, vol. 106, n° 1113, 1998.

LAZZARESCHI NETO, Alfredo Sérgio. “Sigilo nas arbitragens do Novo Mercado e direito de informação e fiscalização do acionista”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 153/154, 2010.

\_\_\_\_\_. **Lei das Sociedades por Ações Anotada**, 5ª Ed., vol. I. São Paulo: Societatis Edições, 2017.

LEÃES, Luís Gastão Paes de Barros. **Mercado de Capitais & “Insider Trading”**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1982.

\_\_\_\_\_. “Pactos parassociais. Natureza jurídica. Execução específica. Opção de recompra de participação societária e inexistência de infringência dos arts. 288 do CComercial e 1.372 do CC, por não configurar pacto leonino”. **Revista dos Tribunais.**, vol. 601, ano 74, 1985.

LEE, João Bosco. “O princípio da confidencialidade na arbitragem comercial internacional”. In: LEE, João Bosco; VALENÇA FILHO, Clávio de Melo. **Estudos de Arbitragem**. Curitiba: Juruá, 2008.

LEITE, António Pinto. “Papel das Instituições de Arbitragem na Construção da Jurisprudência Arbitral - a Procura das Melhores Práticas”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XI, issue 41, 2014.

LEMES, Selma Maria Ferreira. “Princípios e Origens da Lei de Arbitragem”. **Revista do Advogado**, nº 51, 1997.

\_\_\_\_\_. “A arbitragem e os novos rumos empreendidos na Administração Pública: a empresa estatal, o Estado e a concessão de serviço público”. In: MARTINS, Pedro A. Batista; LEMES, Selma Maria Ferreira; CARMONA, Carlos Alberto. **Aspectos fundamentais da Lei de Arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

\_\_\_\_\_. “Arbitragem na concessão de serviços públicos: arbitrabilidade objetiva. Confidencialidade ou publicidade processual?”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 134, ano XLIII, 2004.

\_\_\_\_\_. **Arbitragem em Números e Valores – Seis Câmaras – 8 anos – Período de 2010 (jan./dez.) a 2017 (jan./dez.)**, 2018. Disponível em <<http://selmalemes.adv.br/publicacoes.asp?linguagem=Portugu%EA&secao=Publica%E7%F5es&subsecao=T%F3picos&acao=Consulta&especificacao=Artigos>>, acesso em novembro de 2018.

LEVY, Daniel de Andrade. “Aspectos Polêmicos da Arbitragem no Mercado de Capitais”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. 7, issue 27, 2010.

\_\_\_\_\_. “Estudo comparado da arbitragem no mercado de capitais”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 155/156, 2010.

LEW, Julian M.; MISTELIS Loukas A.; KRÖLL, Stefan Michael. **Comparative International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International, 2003.

LICATTI, Taissa Macaferri. “Novo Mercado: Influência e aspectos relacionados à inserção de Cláusula Compromissória Arbitral nos Estatutos Sociais”. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (org.). **Aspectos da arbitragem institucional: 12 anos da Lei 9.307/1996**. São Paulo: Malheiros, 2008.

LOSS, Louis. **Fundamentals of Securities Regulation**. Boston: Little, Brown and Company, 1983.

LUCENA, José Waldecy. **Das Sociedades Anônimas – Comentários à Lei (arts. 1º a 120)**, vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

LY, Filip de; BROZOLO, Luca G. Radicati di; FRIEDMAN, Mark. “Confidentiality in International Commercial Arbitration”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 8, nº 31, 2011.

MAFFIOLETTI, Emanuelle Urbano; CEREZETTI, Sheila Christina Neder. Transparência e divulgação de informações nos casos de recuperação judicial de empresas. In: DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra Azevedo; ANTONIO, Nilva M. Leonardi (coords.). **Direito Recuperacional II – Aspectos Teóricos e Práticos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

MAHONEY, Paul G. “Mandatory Disclosure as a Solution to Agency Problems”. **University of Chicago Law Review**, vol. 62, 1995.

\_\_\_\_\_. “The Exchange as Regulator”. **Virginia Law Review**, vol. 83, nº 3, 1997.

MAKANT, Barbara. “A arbitrabilidade subjetiva nas sociedades anônimas”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 4, 2005.

MANKIWI, N. Gregory. **Principles of Economics**, 6ª Ed. South-Western Cengage Learning, 2011.

MARINO, Daniela Ramos Marques. “O status socii”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

MARQUES, José Frederico. **Instituições de Direito Processual**, vol. 5. Rio de Janeiro: Forense, 1960.

MARQUES, Ricardo Vilagra da Silva. “A eficácia da cláusula compromissória estatutária: uma questão (ainda) controvertida”. In: GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida. **Novos Rumos da Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Fiuza Editores, 2004.

MARTINS, Pedro A. Batista. “Cláusula Compromissória” In: MARTINS, Pedro A. Batista, LEMES, Selma M. Ferreira e CARMONA, Carlos Alberto. **Aspectos fundamentais da lei de arbitragem**. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

MARTINS, Pedro A. Batista. “A Arbitragem nas Sociedades de Responsabilidade Limitada”, 2003. Disponível em <<http://batistamartins.com/arbitragem-nas-sociedades-de-responsabilidade-limitada-2/>>, acesso em novembro de 2018.

\_\_\_\_\_. **Responsabilidade de Acionista Controlador: Considerações Doutrinárias e Jurisprudenciais**. Palestra proferida na Associação dos Magistrados do Estado do Rio de Janeiro – AMAERJ, em 12 de julho de 2004. Disponível em <<http://batistamartins.com/wp-content/uploads/kalins-pdf/singles/responsabilidade-de-acionista-controlador-2.pdf>>, acesso em dezembro de 2018.

\_\_\_\_\_. **Arbitragem no Direito Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

\_\_\_\_\_. “A arbitragem no Direito Societário”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 39, 2013.

MEDAUAR, Odete. **Direito Administrativo Moderno**, 17ª Ed., São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2013.

MEDINA, José Miguel Garcia. **Novo Código de Processo Civil Comentado**, 5ª Ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2017.

MISRA, Joyiyoti; JORDANS, Roman. “Confidentiality in International Arbitration”. **Journal of International Arbitration**. Kluwer Law International, vol. 23, issue 1, 2006.

MORAES, Luiza Rangel de. “O regime de deliberações na sociedade limitada em confronto com o processo deliberativo na sociedade anônima”. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, vol. 21, 2003.

MOREIRA, Daniela Bessone Barbosa. “A Convenção Arbitral em Estatutos e Contratos Sociais”. In: ALMEIDA, Ricardo Ramalho (coord.). **Arbitragem Interna e Internacional: Questões de Doutrina e da Prática**. São Paulo: Renovar, 2003.

MOSES, Margaret S. **The Principles and Practice of International Commercial Arbitration**, 2ª Ed. Cambridge: Cambridge University Press, 2012.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Arbitragem e novo mercado”. In: MATTOS FILHO; VEIGA FILHO; MARREY JR.; QUIROGA ADVOGADOS (eds.). **Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Imprensa Régia, 2010.

NENOVA, Tatiana. “The Value of Corporate Votes and Control Benefits”. **Journal of Financial Economics**, vol. 104, 2003.

NERY JUNIOR, Nelson; NERY, Rosa Maria de Andrade. **Comentários ao Código de Processo Civil**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

NEVES, Daniel Amorim Assumpção. **Novo Código de Processo Civil Comentado**, 2ª Ed. Salvador: Editora Juspodivm, 2017.

NOUSSIA, Kyriaki. **Confidentiality in International Commercial Arbitration: A Comparative Analysis of the Position under English, US, German and French Law**. Berlin: Springer, 2010.

OLIVEIRA, Gustavo Justino; FIGUEIROA, Caio Cesar. **Arbitragem com o Poder Público: da confidencialidade à publicidade e transparência do procedimento arbitral, à luz da Lei Federal nº 13.129/15**, 2015. Disponível em <<http://www.justinodeoliveira.com.br/#!/artigos>>, acesso em outubro de 2018.

PACHIKOSKI, Silvia Rodrigues P.; MEDINA SALLA, Ricardo. “Novas Perspectivas sobre a Arbitragem e o Direito Societário”. In: HOLANDA, Flávia; MEDINA SALLA, Ricardo (coords.). **A Nova Lei da Arbitragem Brasileira**, 1ª Ed. São Paulo: IOB SAGE, 2015.

PAREDES, Troy. “Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation”. **Washington University School of Law**, Faculty Working Papers (paper n° 03-02-02), 2003. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=413180>>, acesso em setembro de 2018.

PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Muller; BARBOSA JR., Alberto. “Cláusulas arbitrais no mercado de capitais brasileiro”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, n° 40, 2014.

PAULSSON, Jan; RAWDING, Nigel. “Trouble with Confidentiality”. **Arbitration International**, vol. 11, n° 3, 1995.

PELA, Juliana Krueger. “Notas sobre a eficácia da cláusula compromissória estatutária”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 126, ano XLI, 2002.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. **Instituições de Direito Civil**, 22ª Ed, vol. III. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. “Temos que Repensar a Confidencialidade das Arbitragens Societárias”. In: YARSHEL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário**, vol. III. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

\_\_\_\_\_. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PINTO, José Emílio Nunes. “A Arbitrabilidade de Controvérsias nos Contratos com o Estado e Empresas Estatais”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. I, issue 1, 2004.

\_\_\_\_\_. “A confidencialidade na arbitragem”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, n° 6, 2005.

PITTA, André Grünspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

POSNER, Richard A. “Rational Choice, Behavioral Economics, and the Law”. **Stanford Law Review**, vol. 50, 1997.

PROENÇA, José Marcelo Martins. **Regime Jurídico do Uso de Informações Privilegiadas no Mercado de Capitais - Insider Trading**. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004.

PRYLES, Michael. “Confidentiality”. **The Leading Arbitrators Guide to International Arbitration**, 3ª Ed. 2014.

PUGLIESE, Antonio Celso Fonseca; SALAMA, Bruno Meyerhof. “A Economia da Arbitragem: Escolha Racional e Geração de Valor”. **Revista Direito GV**, vol. 4, nº 1, São Paulo, 2008.

RAVANIDES, Christos A. “Arbitration Clauses in Public Company Charters: an Expansion of ADR Elysian fields or a descent into Hades?” **The American Review of International Arbitration**, vol. 18, nº 4, 2007.

RODRIGUES, João Gaspar. “Publicidade, transparência e abertura na administração pública”. **Revista de Direito Administrativo**, vol. 266, Rio de Janeiro, 2014.

ROMANO, Roberta. “Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation”. **Yale Law Review**, vol. 107, nº 5, 1998.

ROSSI, Livia. “Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 129, 2003.

ROTHMAN, Philip. “Pssst, please keep it confidential”. **Dispute Resolution Journal**, vol. 49, nº 3, 1994.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**, 4ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

\_\_\_\_\_. “Breves Notas sobre Transparência e Publicidade na Arbitragem Societária”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 52, 2017.



SAMPAIO CAMPOS, Luiz Antonio de. “Conselho de Administração e Diretoria”. In: LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís (orgs.). **Direito das Companhias**, vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

SANTOS, Eliza Ferreira dos. “Os Direitos Essenciais dos Acionistas”. **Revista de Ciência Política**, vol. 30, n° 3, Rio de Janeiro, 1987.

SCALZILLI, João Pedro; SPINELLI, Luis Felipe. “A Racionalidade Econômica do Combate ao *Insider Trading*: Assimetria de Informação e Dano ao Mercado”. **Revista de Direito Mercantil, Industrial e Econômico**, vol. 147, ano XLVI, 2007.

SCHIEHLL, Eduardo; DOS SANTOS, Igor Oliveira. “Ownership structure and composition of boards of directors: evidence on Brazilian publicly-traded companies”. **Revista de Administração da Universidade de São Paulo**, vol. 39, n° 4, 2004.

SELIGMAN, Joel. “The Transformation of Wall Street: A History of the Securities Exchange Commission and Modern Corporate Finance”. **Houghton Mifflin**, 1982.

\_\_\_\_\_. “The historical need for a mandatory disclosure system”. **The Journal of Corporation Law**, vol. 9, n° 1, 1983.

SHELL, G. Richard. “Arbitration and Corporate Governance”. **North Carolina Law Review**, vol. 67, 1989.

SIMON, Carol J. “The Effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performance of New Issues”. **The American Economic Review**, vol. 79, n° 3, 1989.

SIMON, Herbert A. “Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science”. **The American Economic Review**, vol. 49, n° 3, 1959.

SMIT, Hans. “Confidentiality in Arbitration”. **Arbitration International**, vol. 11, n° 3, 1995.

STEIN, Raquel. **Arbitrabilidade no Direito Societário**. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

STETNER, Renato Parreira; PITOMBO, Eleonora Coelho. “A Convenção de Nova York: Ratificação pelo Brasil” In: GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida (coord.). **Novos Rumos da Arbitragem no Brasil**. São Paulo: Fiuza Editores, 2004.

STIGLER, George J. “The Economics of Information”. **Journal of Political Economy**, vol. 69, n° 3, 1961.

\_\_\_\_\_. “Public Regulation of the Securities Markets”. **The Journal of Business**, vol. 37, n° 2, 1964.

STOUT, Lynn A. “The Investor Confidence Game”. **Brooklin Law Review**, vol. 68, n° 2, 2002.

STRAUBE, Frederico José. “A evolução da arbitragem no Brasil após a Lei 9307/1996”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 50, 2016.

STUBER, Walter Douglas. “As Novas Regras Para Divulgação e Uso de Informações Sobre Atos ou Fatos Relevantes Relativos às Companhias Abertas Brasileiras”. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 16, 2002.

SUNDFELD, Carlos Ari; SOUZA, Rodrigo Pagani de. “Licitação nas Estatais: Levando a Natureza Empresarial a Sério”. **Revista de Direito Administrativo**, vol. 245, 2007.

SZTAJN, Raquel. “Regulação e o Mercado de Valores Mobiliários”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 135, ano XLIII, 2004.

TELLECHEA, Rodrigo. “Sobre a cláusula arbitral em companhias abertas: a questão da confidencialidade do procedimento”. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo II**. São Paulo: Malheiros, 2015.

\_\_\_\_\_. **Arbitragem nas Sociedades Anônimas: Direitos Individuais e Princípio Majoritário**. São Paulo, Quartier Latin, 2016.

TOLEDO, Paulo Fernandes Campos Salles. “A Arbitragem na Lei das Sociedades Anônimas”. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (orgs.). **Sociedade Anônima 30 anos da Lei 6.404/76**, 1ª Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

TONIN, Mauricio Moraes. “Direito Patrimonial Disponível na Administração Pública: Tentativa de Definição”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XV, issue 59, 2018.

TVERSKY, Amos; KAHNEMAN, Daniel. “Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases”. **Science (New Series)**, vol. 185, n° 4157, 1974.

ULEN, Thomas S. “Rational Choice and the Economic Analysis of Law”. **Law & Social Inquiry**, vol. 19, n° 2, 1994.

UNGER, Laura S. “**Rethinking Disclosure in the Information Age: Can There be Too Much of a Good Thing?**”. Speech by SEC Commissioner, 2000. Disponível em <<https://www.sec.gov/news/speech/spch387.htm>>, acesso em outubro de 2018.

VALENÇA FILHO, Clávio. “Arbitragem e Contratos Administrativos”. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, vol. 2, ano 3, 2000.

VALÉRIO, Marco Aurélio Gumieri. “A arbitragem nas sociedades anônimas: vinculação dos acionistas novos, ausentes, dissidentes e administradores à cláusula compromissória estatutária. Inclusão do §3º ao art. 109 pela Lei 10.303/2001”. **Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro**, vol. 139, 2005.

\_\_\_\_\_. “Divulgação dos processos de arbitragem nos balanços demonstrativos das empresas brasileiras de capital aberto”. **VIII Congresso Iberoamericano de Derecho Societario y de Empresa/XII Congresso Argentino de Derecho Societario**, 2013.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de Direito Comercial**, 2ª Ed., vol. 3. São Paulo: Malheiros, 2011.

VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. **Arbitragem no Direito Societário**. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

\_\_\_\_\_; SALUM, Rafaella Coscarelli. “Note: Parties not indicated, Court of Justice of the State of São Paulo, Case No. 2031444-61.2016.8.26.0000, 14 December 2016”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. XIV, issue 55, 2017.

WALD, Arnoldo. “A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: os Direitos dos Minoritários na Nova Lei das S.A. In: LOBO, Jorge (coord.) **A reforma da Lei das Sociedades Anônimas: Inovações e Questões Controvertidas da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001**, 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

\_\_\_\_\_. “A arbitragem e as sociedades de economia mista”. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 19, 2003.

\_\_\_\_\_. “A crise e a arbitragem no direito societário e bancário. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 20, 2009.

\_\_\_\_\_; BORJA, Ana Gerdau e VIEIRA, Maíra de Melo. “A posição dos tribunais em matéria de arbitragem no último biênio (2011-2012)”. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 9, n° 35, 2012.

WEBER, Ana Carolina. “Note - Torque Fundo de Investimento Multimercado v. Companhia Brasileira de Distribuição, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo CVM n° RJ2012/13700, 18 June 2013”. **Revista Brasileira de Arbitragem**, vol. X, issue 39, 2013.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Sistema de Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: para além da informação**. Dissertação (mestrado em Direito) - Programa de Pós-graduação em Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (orientador Professor Doutor José Alexandre Tavares Guerreiro). São Paulo, 2016.

#### **b. JURISPRUDÊNCIA**

STF, Agravo Regimental na Sentença Estrangeira n° 5.206-7, do Reino da Espanha, Rel. Ministro Sepúlveda Pertence, julgado em 12 de dezembro de 2001.

TJRJ, Agravo de Instrumento n° 07839/2003, 13ª Câmara Cível, Des. Rel. Ademir Paulo Pimentel, julgado em 25 de junho de 2003.

TJSP, Apelação n° 107.779-2, 14ª Câmara, Des. Rel. Domingos Franciulli Netto, julgado em 23 de setembro de 1986. Disponível em Revista dos Tribunais, vol. 615, 1987, pp. 66 e ss.

TJSP, Agravo de Instrumento n° 2031444-61.2016.8.26.0000, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial, Des. Rel. Caio Marcelo Mendes de Oliveira, julgado em 14 de dezembro de 2016.

CVM, Inquérito Administrativo n° 22/99, Rel. Diretor Marcelo Trindade, julgado em 16 de agosto de 2001.

CVM, Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2002/1822, Rel. Norma Jonssen Parente, julgado em 6 de maio de 2005.

CVM, Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2006/4776, Rel. Diretor Pedro Marcílio de Sousa, julgado em 17 de janeiro de 2007.

CVM, Processo Administrativo Sancionador n° RJ 2006/5928, Rel. Diretor Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 17 de abril de 2007.

CVM, Processo Administrativo n° RJ 2008/0713 (Reg. Col. n° 6517/2009). Rel. Diretor Otávio Yazbek, julgado em 9 de fevereiro de 2010.

CVM, Processo Administrativo n° RJ 2010/6865 (Reg. Col. n° 7189/2010), Rel. Diretor Eli Loria, julgado em 21 de setembro de 2010.

CVM, Processo Administrativo n° RJ 2012/13700 (Reg. Col. n° 8659/2013), Rel. Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, julgado em 18 de junho de 2013.

### c. NOTÍCIAS

Confidencialidade de arbitragem é relativizada (por Fernando Eduardo Serec e Eduardo Rabelo Kent Coes). **Consultor Jurídico**, publicação em 13 de setembro de 2010. Disponível em <<http://www.conjur.com.br/2010-set-13/confidencialidade-arbitragem-relativizada-mercado>>, acesso em dezembro de 2018.

Especialista critica arbitragem em mercado de capitais (por Elton Bezerra). **Consultor Jurídico**, publicação em 30 de maio de 2013. Disponível em <<http://www.conjur.com.br/2013-mai-30/arbitragem-retrocesso-mercado-capitais-professora-gv>>, acesso em novembro de 2018.

Sigilo é obstáculo à formação jurisprudência arbitral (por Pedro Canário). **Consultor Jurídico**, publicação em 31 de maio de 2013. Disponível em <<http://www.conjur.com.br/2013-mai-31/sigilo-obstaculo-formacao-jurisprudencia-arbitral-dizem-especialistas>>, acesso em dezembro de 2018.

Câmara de Arbitragem da Bovespa rebate críticas. **Consultor Jurídico**, publicação em 7 de junho de 2013. Disponível em <<https://www.conjur.com.br/2013-jun-07/camara-arbitragem-bovespa-rebate-criticas-professora-gv>>, acesso em novembro de 2018.

CAM-CCBC administra número recorde de procedimentos. **Sítio eletrônico do CAM-CCBC**, publicado em 18 de dezembro de 2018. Disponível em <<https://ccbc.org.br/cam-ccbc-centro-arbitragem-mediacao/noticias-cam-ccbc/novidades-cam-ccbc/noticias-cam/cam-ccbc-recorde-de-procedimentos/>>, acesso em dezembro de 2018.

#### d. OUTROS

ADVISORY COMMITTEE ON CORPORATE DISCLOSURE. **Report of the Advisory Committee on Corporate Disclosure to the Securities and Exchange Commission**. Washington: U.S. Government Printing Office, 1977. Disponível em <<https://hdl.handle.net/2027/pst.000012956579>>, acesso em julho de 2018.

**Arbitragem no Brasil - Pesquisa CBar-IPSOS**. Relatório elaborado por André de Albuquerque Cavalcanti Abbud. Disponível em <[http://www.cbar.org.br/PDF/Pesquisa\\_CBar-Ipsos-final.pdf](http://www.cbar.org.br/PDF/Pesquisa_CBar-Ipsos-final.pdf)>, acesso em novembro de 2018.

**2018 International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration**. White & Case e School of International Arbitration, Queen Mary University of London, 2018. Disponível em <[http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey---The-Evolution-of-International-Arbitration-\(2\).PDF](http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey---The-Evolution-of-International-Arbitration-(2).PDF)>, acesso em novembro de 2018.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa**. 5a Ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em <<http://www.ibgc.org.br/userfiles/files/Publicacoes/Publicacao-IBGCCodigo-CodigodasMelhoresPraticasdeGC-5aEdicao.pdf>>, acesso em outubro de 2018.

CVM. **Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa**, 2002. Disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0001/3935.pdf>>, acesso em outubro de 2018.

OECD, **G20/OECD Principles of Corporate Governance**, OECD Publishing: Paris, 2015.  
Disponível em <<http://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en>>, acesso em julho de 2018.

International Law Association. **Report on Confidentiality in International Commercial Arbitration**, 2010.

## ANEXO I

### Análise do item 4.5 dos Formulários de Referência das companhias listadas no Novo Mercado<sup>462</sup>

Razão social	Data de entrega	Redação item 4.5 FR
ALIANSCÉ SHOPPING CENTERS S.A.	02/01/2019	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia e suas controladas não possuíam processos sigilosos que tenham impacto relevante para a Companhia.
CENTRO DE IMAGEM DIAGNOSTICOS S.A.	13/12/2018	Na data deste Formulário de Referência, a Companhia não é parte em processos sigilosos relevantes.
ALPER CONSULTORIA E CORRETORA DE SEGUROS S.A.	21/12/2018	Existem processos sigilosos relevantes em que a Companhia e/ou suas controladas sejam parte. Abaixo a análise e impacto do caso em caso de perda e seus valores envolvidos: <b>(1)</b> Análise do impacto em caso de perda de processo: Em caso de perda, a Companhia pode ser condenada a indenizar a parte contrária nos termos do pedido contraposto, no valor atualizado de R\$537.244,00. Valor provisionado: N/A. Chance de perda: Possível. <b>(2)</b> Análise do impacto em caso de perda de processo: Em caso de perda, a Companhia pode ser condenada a indenizar a parte contrária nos termos do pedido contraposto, ainda não formulado. Valor provisionado: N/A. Chance de perda: Possível. <b>(3)</b> Análise do impacto em caso de perda de processo: Em caso de perda, a Companhia pode ser condenada a pagar o valor provisionado. Valor provisionado: R\$2.077.210,00. Chance de perda: Provável. <b>(4)</b> Análise do impacto em caso de perda de processo: Em caso de perda, a Companhia poderá ser condenada a indenizar o reclamante pelos pedidos iniciais, que perfazem o valor atualizado de R\$1.716.706,28. Valor provisionado: N/A. Chance de perda: Remota. <b>(5)</b> Análise do impacto em caso de perda de processo: Estima-se como provável a perda a condenação dos pedidos que perfazem o valor atualizado de R\$512.316,90. Valor provisionado: R\$ 512.316,90. Chance de perda: Provável.
ANIMA HOLDING S.A.	09/11/2018	Em 31 de dezembro de 2017, não éramos parte em processos sigilosos relevantes.
AREZZO INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.	12/12/2018	Não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.
B2W - COMPANHIA DIGITAL	28/12/2018	Na presente data, não há processos sigilosos relevantes em que o emissor ou suas controladas sejam parte.

<sup>462</sup> Para fins de elaboração da tabela constante deste Anexo II, utilizamos o conteúdo disponibilizado pelas companhias listadas no Novo Mercado da B3 em resposta ao item 4.5 do Formulário de Referência. A lista de companhias inscritas no segmento do Novo Mercado foi obtida no sítio eletrônico da B3 e a consulta aos formulários de referência foi feita à versão mais recente disponível no sítio eletrônico da CVM. A primeira coluna da tabela indica as companhias (conforme tabela disponível pela B3), a segunda coluna indica a data de entrega da versão mais recente do formulário, conforme consulta realizada no sítio eletrônico da CVM em janeiro de 2019 (entre os dias 10 e 12) e a terceira coluna indica o teor do item 4.5. As únicas alterações feitas no conteúdo divulgado foram correções gramaticais e a conversão para texto das divulgações realizadas em formato de tabela.



B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO	24/12/2018	Arbitragem instaurada nos termos da cláusula II.3. do Acordo em Controle de Concentração divulgado ao mercado mediante a publicação de Fato Relevante em 22 de março de 2017. <i>Impacto em caso de perda</i> : Eventual decisão desfavorável poderia gerar impactos em perda potencial de receita relativa especialmente ao acesso à central depositária. <i>Valores envolvidos</i> : Não são passíveis de estimativa no momento.
BB SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A.	07/01/2018	A BB Seguridade e suas controladas não figuram como parte em processos sigilosos considerados relevantes, que não tenham sido divulgados nos itens anteriores.
BIOSEV S.A.	30/08/2018	Na data desde Formulário de Referência, não há processos sigilosos relevantes em que nós sejamos parte.
BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES SA	30/11/2018	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia e suas controladas não figuravam como partes em processos sigilosos relevantes que não tenham sido divulgados nos itens anteriores.
BRASIL BROKERS PARTICIPACOES S.A.	27/11/2018	Em 31 de dezembro de 2017, não há processos sigilosos movidos contra a Companhia.
BR MALLS PARTICIPACOES S.A.	07/11/2018	(1) A Companhia é autora de procedimento arbitral no valor de R\$50.000 mil com objetivo de obter indenização em decorrência de vício oculto e não cumprimento de obrigação prevista em contrato de aquisição de uma das suas controladas. No referido processo, foi apresentada reconvenção em decorrência de discussão sobre o cumprimento de obrigação prevista no contrato de aquisição. Em caso de perda, o impacto para a Companhia será exclusivamente financeiro. (2) Havia, ainda, arbitragem ingressada pelo Espólio de Alberto e outros contra a Cima, sociedade controlada pela Companhia, e outros, em razão do descumprimento de obrigações contratuais que culminaram no envolvimento do autor e seus sucessores em ação de Execução de Título Extrajudicial e Reclamação Trabalhista. Em 16/08/2017 foi proferida decisão na arbitragem onde houve a condenação da outra parte envolvida para o pagamento de indenização dos valores despendidos. Comprovado o pagamento, foi proferida sentença em 13/12/2017 julgando extinta a execução. Não houve nenhuma perda ou impacto financeiro para Cima ou para a Companhia, até o momento.
BRASIL PHARMA S.A.	31/05/2018	(1) Processo nº 0011894-25.2012.4.01.3900 (Distribuição por dependência das Execuções Fiscais nº 2001.39.00.002396-4, 2001.39.00.002397-7, 2001.39.00.003509-8, 2001.39.00.003508-5. (2) Arbitragem Beauty'in Em fevereiro de 2017, a Beauty'in Comércio de Bebidas e Cosméticos S.A. ("Beauty'in") requereu a instauração de procedimento arbitral, de acordo com as normas da Câmara de Arbitragem do Mercado da BM&FBovespa, contra a Farmais Produtos S.A., Brasil Pharma S.A. e Banco BTG Pactual S.A. O procedimento arbitral está relacionado às questões que decorrem do Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças, celebrado entre a Farmais Produtos S.A. ("Farmais Produtos") e a Sra. Cristiana Arcangeli ("Cristiana"), que teve como objeto a alienação da participação detida pela Farmais Produtos na Beauty'in para Cristiana ("Operação"). Os termos da arbitragem estão submetidos a obrigações de confidencialidade. Em março de 2017, a Farmais Produtos e a Companhia exerceram seu direito de indicar um árbitro para compor o Tribunal Arbitral responsável pela condução do procedimento instaurado. O Banco BTG Pactual S.A., por sua vez, solicitou sua exclusão do procedimento arbitral em 22 de março de 2017, por não ser parte da Operação. Em novembro do mesmo ano, foi composto o tribunal arbitral pelos Drs. Charles Isidoro Gruenberg, indicado pela requerente, José Emílio Nunes Pinto, indicado pelos requeridos, e Giovanni Ettore Nanni, indicado pelos coárbitros para presidir o tribunal arbitral. Na data de apresentação deste Formulário de Referência, já tinha sido apresentada a réplica da requerente, estando no período de prazo para apresentação da resposta pelos requeridos. Como não houve qualquer decisão no âmbito desta arbitragem, não há, portanto, quaisquer impactos em nossas demonstrações financeiras referentes ao

		último exercício social.
BR PROPERTIES S.A.	12/12/2018	Em 31 de março de 2017, não havia processos sigilosos em que nós ou quaisquer de nossas controladas sejamos parte.
BCO BRASIL S.A.	07/01/2019	O Banco e suas controladas não figuram como parte em processos sigilosos considerados relevantes.
BRASILAGRO - CIA BRAS DE PROP AGRICOLAS	30/11/2018	Na data deste Formulário de Referência, nós e nossos controladas não possuíamos processos sigilosos relevantes, além dos descritos nos itens 4.3 e 4.4 deste Formulário de Referência.
BRF S.A.	17/12/2018	Na data deste Formulário de Referência não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.
CAMIL ALIMENTOS S.A.	03/08/2018	Na data de entrega deste formulário de referência, a Companhia não era parte em processos sigilosos relevantes.
ATACADÃO S.A.	17/12/2018	Além do que foi divulgado e discutido acima, na data deste Formulário de Referência não há nenhum processo relevante sob sigilo no qual sejamos parte.
CCR S.A.	27/12/2018	(1) PIC 37/2018, <i>Juízo</i> : Ministério Público do Estado de São Paulo, <i>Tipo de Ação</i> : Procedimento Investigatório Criminal, <i>Data de instauração</i> : Maio/2018, <i>Polo Ativo</i> : Ministério Público do Estado de São Paulo, <i>Objeto</i> : Apurar os fatos contidos em reportagem publicada no jornal “O Estado de São Paulo” do dia 24/02/2018, sob o título “CCR pagou a ex-diretor da Dersa, diz Assad”. <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : Não aplicável, <i>Análise de impacto em caso de perda do processo</i> : Não aplicável. (2) Inquérito Criminal nº 1.25.000.003687/2017-67, <i>Juízo</i> : Ministério Público Federal, <i>Instância</i> : Procuradoria da República no Paraná, <i>Tipo de Ação</i> : Inquérito Criminal, <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : Não aplicável, <i>Análise de impacto em caso de perda do processo</i> : Não aplicável
CCX CARVÃO DA COLÔMBIA S.A.	30/10/2018	Na data deste Formulário de Referência, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.
CIA HERING	03/09/2018	Não aplicável. O emissor não possui processos sigilosos.
CIELO S.A.	10/12/2018	A Companhia não possui processos sigilosos relevantes que não foram divulgados nos itens 4.3 e 4.4.
CIA SANEAMENTO DE MINAS GERAIS- COPASA MG	20/12/2018	Não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou sua controlada sejam parte. Os processos considerados relevantes pela Companhia foram divulgados nos itens 4.3, 4.4, 4.6 e 4.7 deste Formulário de Referência.
COSAN S.A.	14/11/2018	A Comgás, controlada da Companhia, é autora de ação judicial em que discute os prejuízos patrimoniais por ela sofridos em razão das condições de aquisição do gás natural. Em decorrência do processo, a Comgás depositou o valor controverso original de R\$294.976.498,98 nos autos do processo. Posteriormente, obteve liminar autorizando-a a garantir o valor controverso mediante fiança bancária emitida por instituição de primeira linha. Por tal razão, além do valor depositado em juízo, o valor controverso histórico de R\$ 641.341.962,65 está garantido por carta fiança. Em caso de improcedência das demandas, o direito da outra parte ao recebimento integral dos preços será reconhecido e os valores depositados/garantidos em juízo poderão ser levantados/executados, operando-se ainda a sucumbência.

COSAN LOGISTICA  
S.A.

25/06/2018

(1) A Rumo Malha Norte, Rumo Malha Sul, Rumo Malha Paulista e a Rumo S/A eram partes em um procedimento arbitral confidencial cujo valor total dos pedidos somava a quantia de R\$305,2 milhões. Foi prolatada sentença arbitral e, após liquidação de sentença arbitral, no segundo trimestre de 2017, apurou-se ser devido pela Companhia R\$ 114 milhões, que foram devidamente pagos. Apesar de pagos os valores, a parte adversa entendeu que houve pagamento a destempo e iniciou cumprimento de sentença para exigir multa pelo cumprimento a supostamente realizado destempo. Rumo apresentou impugnação ao cumprimento de sentença, a qual foi rejeitada, tendo sido interposto Agravo de Instrumento, o qual teve efeito suspensivo concedido. Aguarda-se o julgamento do Agravo de Instrumento Interposto por Rumo. (2) Além disso, a Rumo S.A. (“Rumo”) é parte em procedimento arbitral confidencial a respeito de um acordo de acionistas de uma de suas subsidiárias relevantes. O valor envolvido neste procedimento pode representar um dispêndio significativo para a Companhia, estimado pela parte contrária em R\$ 544 milhões. A determinação do valor efetivamente envolvido na arbitragem (“Montante Envolvido”) depende de eventual produção probatória, ainda não iniciada, tendo em vista que se aguarda decisão do Tribunal Arbitral a respeito dos argumentos da Rumo referentes à desnecessidade de produção de novas provas face aos documentos já apresentados. Os possíveis desfechos do procedimento para a Rumo são: (i) a condenação da Rumo ao pagamento, em moeda corrente, de montante correspondente a até o Montante Envolvido; ou (ii) a emissão de novas ações da Rumo em quantidade correspondente a até o Montante Envolvido, o que poderá diluir a participação dos acionistas da Rumo em seu capital social. A Companhia estima o risco de pagamento em pecúnia como remoto e o pagamento em ações como possível. Em 31/12/2017 aguardava-se designação de audiência de instrução. (3) Em adição, a Rumo Malha Norte, Rumo Malha Sul, Rumo Malha Paulista e a Rumo S/A são partes em procedimento arbitral confidencial, cujo valor total dos pedidos soma a quantia de R\$430 milhões. O procedimento foi instaurado pela parte contrária sob a alegação de que Rumo teria dado causa à rescisão de contrato de serviço transporte ferroviário e investimentos, diante do que requereu indenização. A Rumo apresentou reconvenção, na qual pretende seja reconhecida a improcedência dos pleitos da parte contrária, bem como a responsabilidade da parte contrária em arcar com as perdas e danos decorrentes de sua rescisão imotivada. As partes apresentaram requerimento e resposta/reconvenção. O painel arbitral já foi formado. Em 31/12/2017 aguardava-se apresentação das alegações iniciais. (4) Em 2010, a Prumo Engenharia Ltda. (“Prumo Engenharia”), empresa prestadora de serviço da então ALL - América Latina Logística SA (“ALL”), foi acusada de incorrer em práticas trabalhistas irregulares durante a execução de serviço de engenharia para uma subsidiária da ALL. Independentemente e sem prejuízo de sua defesa e da alegação de que não houve práticas trabalhistas irregulares, a Prumo Engenharia já reconheceu e assumiu responsabilidade integral pela condição dos trabalhadores em questão, inclusive perante a Superintendência Regional do Trabalho, isentando a ALL de toda e qualquer responsabilidade. Entretanto, a Rumo Malha Paulista S.A. (“Malha Paulista”), subsidiária da Rumo S.A., nova denominação da sociedade então subsidiária da ALL que contratou o serviço da Prumo Engenharia em 2010, foi incluída indevidamente, na visão da Companhia, no cadastro de empregadores do Ministério do Trabalho por referidas práticas de responsabilidade da Prumo Engenharia. Os fatos em questão estão em discussão no Poder Judiciário e no Ministério do Trabalho e Emprego. Em 13/04/2018 foi concedida medida liminar pela 83ª Vara do Trabalho de São Paulo, em ação anulatória, determinando a exclusão da Malha Paulista do referido cadastro até o trânsito em julgado do processo judicial, o qual tramita em segredo de justiça. A Companhia repudia qualquer prática contrária aos direitos trabalhistas, reforça o cumprimento de suas rígidas políticas internas em relação ao respeito à legislação aplicável.

CPFL ENERGIA S.A.

24/08/2018

Todos os processos relevantes foram divulgados nos itens anteriores.

CPFL ENERGIAS RENOVÁVEIS S.A.	28/12/2018	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia era parte passiva e ativa em 06 procedimentos arbitrais, de natureza cível, no valor de causa total atualizado de R\$ 735.874.924,59. De acordo com a opinião de seus advogados externos, o prognóstico de perda foi classificado como possível em 05 procedimentos e como remota em 01 procedimento, razão pela qual não foi constituída provisão contábil.
CR2 EMPREENHIMENTOS IMOBILIARIOS S.A.	18/12/2018	Na presente data, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.
CSU CARDSYSTEM S.A.	21/08/2018	Não há processos sigilosos relevantes em que o emissor ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.
CVC BRASIL OPERADORA E AGÊNCIA DE VIAGENS S.A.	02/01/2019	Na data de apresentação do presente Formulário de Referência não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.
CYRELA COMMERCIAL PROPERT S.A. EMPR PART	17/12/2018	Na presente data, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens acima.
CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENH E PART	30/07/2010	Na presente data, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens acima.
DIRECIONAL ENGENHARIA S.A.	31/05/2018	Não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.
DURATEX S.A.	26/12/2018	A Companhia não foi comunicada até o presente momento sobre a existência de processos sigilosos que gerem impacto no caso de perda.
ECORODOVIAS INFRAESTRUTURA E LOGÍSTICA S.A.	21/12/2018	Não existem outros processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas Controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.
ELETROPAULO METROP. ELET. SAO PAULO S.A.	21/12/2018	Na data deste Formulário de Referência, a Companhia não figurava como parte em processos sigilosos relevantes que não tenham sido divulgados nos itens anteriores.
EMBRAER S.A.	13/11/2018	Não há processos judiciais, administrativos ou arbitrais sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.
EDP - ENERGIAS DO BRASIL S.A.	01/11/2018	A Companhia e suas controladas não possuem processos sigilosos relevantes em que a Companhia e/ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados acima.

ENEVA S.A	09/01/2019	Em 31 de dezembro de 2017, salvo pelo processo abaixo disposto, a Companhia e suas controladas não eram partes em nenhum processo sigiloso relevante: Ação Anulatória relativa a Procedimento Arbitral. <i>a. Análise do Possível Impacto para a Companhia e suas Controladas:</i> Trata-se de processo que tramita na 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo, e que consiste em ação anulatória de sentença arbitral que julgou procedentes pedidos formulados pela subsidiária da Companhia, qual seja Eneva Comercializadora de Energia Ltda. (“Eneva Comercializadora”) no procedimento arbitral nº 22/2014, instaurado contra terceiro (o qual já se encontra encerrado). Em 16 de maio de 2017, foi proferida decisão que julgou parcialmente procedente o pedido de reconsideração da Eneva Comercializadora, de forma que foram suspensos os efeitos financeiros imediatos da decisão (determinando a devolução de R\$38.337.448,84). Em 29 de junho de 2017, uma das partes do processo requereu o julgamento antecipado da lide, tendo sido proferida sentença em 10 de julho de 2017, na qual foram julgados improcedentes os pedidos constantes da petição inicial. Contra a sentença, foi interposto pela parte contrária à Eneva Comercializadora o recurso de apelação. Eventual decisão desfavorável nesse processo, no qual a subsidiária Eneva Comercializadora e outra parte (fora do grupo da Companhia) figuram na qualidade de réis, resultará (i) na perda pela Companhia do valor mencionado no item (b) abaixo (o qual já foi desembolsado pela Companhia em virtude de liminar) (ii) no eventual pagamento de penalidades que podem vir a ser impostas pelo agente setorial e (iii) em eventual dano à imagem da referida subsidiária e, por conseguinte da Companhia no mercado de energia, o que poderá afetar adversamente a condição financeira e patrimonial da Companhia. <i>b. Valores Envolvidos:</i> O processo envolve o valor de R\$[38.337.448,84], o qual, acrescido de eventuais penalidades a serem aplicadas pelo agente setorial em virtude de falta de lastro de energia, pode vir a ser desembolsado pela Companhia, no caso de provimento do recurso de apelação e consequente reforma da sentença.
ENGIE BRASIL ENERGIA S.A.	21/12/2018	Não há processos sigilosos relevantes e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4.
EQUATORIAL ENERGIA S.A.	31/10/2018	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia e suas controladas não eram parte em nenhum processo sigiloso relevante.
ESTACIO PARTICIPACOES S.A.	21/12/2018	Em 31 de dezembro de 2017, não éramos parte em processos sigilosos relevantes.
ETERNIT S.A.	22/11/2018	Não há na Companhia e controladas processos que estão sob sigilo. Todos os processos considerados como relevantes já foram enumerados nos itens 4.3 e 4.4.
EVEN CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	19/12/2018	Não se aplica.
EZ TEC EMPREEND. E PARTICIPACOES S.A.	18/12/2018	Não aplicável, dado que não existem processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4.
FERTILIZANTES HERINGER S.A.	09/11/2018	Não existem processos sigilosos.
FIBRIA CELULOSE S.A.	07/11/2018	A Companhia, como sucessora legal da Aracruz Celulose S.A., é parte em um acordo de acionistas com a Stora Enso OYJ (“Stora Enso”), regulamentando o relacionamento das acionistas no que se refere à Veracel Celulose S.A. (“Veracel”). Em maio de 2014, a Fibria iniciou um procedimento arbitral contra a Stora Enso, em decorrência de descumprimento de determinadas obrigações previstas no acordo de acionistas da Veracel. Os valores envolvidos no procedimento arbitral são sigilosos. Com exceção do procedimento arbitral acima mencionado, não existem processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas

sejam parte e que não tenham sido divulgados neste Formulário de Referência.

FLEURY S.A.	07/01/2019	A Companhia não possui processos sigilosos que possam abalar sua reputação ou capacidade financeira.
GAFISA S.A.	10/01/2019	Em 31/12/17, a companhia possuía os seguintes processos sigilosos relevantes, todos procedimentos arbitrais: <b>(1)</b> processo n. 302/2013 - FIESP/SP, inadimplemento de contrato de construção, impacto: pagamento dos valores pleiteados R\$2.915.000,00; <b>(2)</b> processo n. 65/2013 (658067) - CCBC, inadimplemento de contrato de construção, impacto: pagamento dos valores pleiteados; <b>(3)</b> processo n. 91/2015 - AMCHAM, inadimplemento contratual, impacto: pagamento dos valores pleiteados: R\$15.000.000,00.
GENERAL SHOPPING E OUTLETS DO BRASIL S.A.	30/05/2018	A Companhia e suas controladas não tem conhecimento de processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.
GRENDENE S.A.	10/12/2018	Não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.
HAPVIDA PARTICIPACOES E INVESTIMENTOS SA	06/06/2018	Processo nº. 51 – Ação Civil Pública nº. 0565582-47.2015.8.05.0001 a. Impacto em caso de perda do processo Financeiro, Operacional e Reputacional. Possível pagamento de indenização por danos morais coletivos, no valor imputado à causa (R\$ 10.000.000,00). Possível impacto operacional e reputacional em razão do risco de suspensão das atividades do Hospital Teresa de Lisieux até a regularização de não conformidades que vão desde ocorrências de menor porte até aspectos regulatórios, estruturais e operacionais. b. Valores, bens ou direitos envolvidos Trata-se de demanda judicial ajuizada pelo Ministério Público do Estado da Bahia, por meio da qual se apontou a suposta existência de inconformidades sanitárias no Hospital Teresa de Lisieux. Neste, o Ministério Público requer: (i) o saneamento das irregularidades apontadas pela DIVISA (Diretoria de Vigilância Sanitária da Secretaria de Meio Ambiente); (ii) a apresentação de licença sanitária para todos os setores do Hospital, a qual já foi requerida ao órgão competente; (iii) a suspensão das atividades do Hospital, com substituição por outro equipamento hospitalar, até o saneamento das irregularidades; (iv) a aplicação de multa diária de R\$ 100.000,00 em caso de descumprimento da liminar, já tendo sido apresentados, dentro do prazo determinado de 30 dias, diversos documentos comprobatórios demonstrando o cumprimento da decisão; e (v) a condenação ao pagamento de indenização aos pacientes impactados pelas supostas irregularidades, atribuindo à causa o valor de R\$ 10.000.000,00
HELBOR EMPREENDIMENTOS S.A.	30/05/2018	Não há nenhum processo sigiloso relevante do qual a Companhia ou suas controladas sejam parte que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4.
HYPERA S.A.	01/11/2018	Na presente data, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.
IGUATEMI EMPRESA DE SHOPPING CENTERS S.A	08/01/2019	Desconhecemos a existência de processos sigilosos relevantes em que nós ou nossas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados acima.
INSTITUTO HERMES PARDINI S.A.	08/01/2019	Não aplicável, considerando que na data de apresentação deste Formulário de Referência, não havia processos sigilosos relevantes nos quais a Companhia ou controladas fossem parte.

INTERNATIONAL MEAL COMPANY ALIMENTACAO S.A.	29/11/2018	Na data deste Formulário de Referência, não há processos sigilosos em que a Companhia e/ou suas controladas sejam partes e, portanto, não temos valores provisionados para tais demandas.
INDUSTRIAS ROMI S.A.	09/11/2018	A Companhia e suas controladas não são parte em processos sigilosos relevantes.
NOTRE DAME INTERMEDICA PARTICIPACOES SA	08/01/2019	Na data deste Formulário de Referência, a Companhia e suas controladas não figuravam como partes em processos sigilosos relevantes que não tenham sido divulgados nos itens anteriores.
IOCHPE MAXION S.A.	31/10/2018	Não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia, suas controladas ou suas controladas em conjunto sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 do Formulário de Referência.
IRB - BRASIL RESSEGUROS S.A.	10/01/2019	Até a data deste Formulário de Referência, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia seja parte.
JBS S.A.	26/12/2018	Processos sigilosos relevantes: <b>(1)</b> Procedimento arbitral n. 93/17. <i>Juízo:</i> Câmara de Arbitragem do Mercado. <i>Data de instauração:</i> 16 de agosto de 2017. <i>Partes no processo:</i> José Aurélio Valporto de Sá Junior e Associação dos Investidores Minoritários –AIDMIN (Requerentes); Banco Original S.A.; Banco Original do Agronegócio S.A.; J&F Investimentos S.A.; ZMF Participações Ltda.; WWMB Participações Ltda.; JJMB Participações Ltda.; J&F Participações; Pinheiros Fundo de Investimento em Participações; Joesley Mendonça Batista; Wesley Mendonça Batista; e JBS S.A. (Requeridos). <i>Valor envolvido:</i> R\$ 1.000.000,00 (valor da causa). <i>Principais fatos:</i> Procedimento arbitral para apuração de responsabilidade por danos sofridos pela JBS S.A. <i>Prática do emissor ou de sua controlada que causou tal contingência:</i> Não há prática da JBS S.A. e/ou de algumas de suas controladas em discussão. <b>(2)</b> Procedimento arbitral n. 94/17. <i>Juízo:</i> Câmara de Arbitragem do Mercado. <i>Data de instauração:</i> 11 de setembro de 2017. <i>Partes no processo:</i> J&F Investimentos S.A.; Banco Original S.A.; e Banco Original Agronegócio S.A. (Requerentes); BNDES Participações S.A. e Caixa Econômica Federal (Requeridos); e JBS S.A. (Interveniente Anuente). <i>Valor envolvido:</i> R\$ 10.000.000,00 (valor da causa). <i>Principais fatos:</i> Procedimento arbitral referente ao direito de voto dos Requerentes e do BNDESPar no âmbito da assembleia geral extraordinária da JBS S.A. prevista para o dia 1º de setembro de 2017, cuja realização foi suspensa por ordem judicial. <i>Prática do emissor ou de sua controlada que causou tal contingência:</i> Não há prática da JBS S.A. e/ou de algumas de suas controladas em discussão. <b>(3)</b> Pedido de Tutela de Urgência n. 1085443-97.2017.8.26.0100. <i>Juízo:</i> 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo/SP. <i>Instância:</i> 1ª instância do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. <i>Data de instauração:</i> 28 de agosto de 2017. <i>Partes no processo:</i> José Aurélio Valporto de Sá Júnior (Autor); JBS S.A.; Tarek Mohamed Farat; José Batista Sobrinho; J&F Investimentos S.A.; Banco Original S.A.; e Banco Original do Agronegócio S.A. (Réus). <i>Valor envolvido:</i> R\$ 10.000,00 (valor da causa). <i>Principais fatos:</i> Pedido de tutela de urgência ajuizado para declarar impedimento de voto e reconhecimento de conflito de interesses dos Requeridos no tocante à assembleia geral extraordinária da JBS S.A. prevista para o dia 1º de setembro de 2017, cuja realização foi suspensa por ordem judicial. Em 12 de abril de 2018, o Autor desistiu do recurso de apelação por ele interposto contra a sentença que julgou a ação improcedente e a desistência foi homologada pelo Judiciário em 13 de abril de 2018. <i>Prática do emissor ou de sua controlada que causou tal contingência:</i> Não há prática da JBS S.A. e/ou de algumas de suas controladas em discussão. <b>(4)</b> Tutela cautelar antecedente n. 5013681-67.2017.4.03.6100. <i>Juízo:</i> 8ª Vara Cível Federal de São Paulo/SP. <i>Instância:</i> 1ª instância do Tribunal Regional Federal da 3ª Região. <i>Data de instauração:</i> 30 de agosto de 2017. <i>Partes no processo:</i> BNDES Participações S.A. e Caixa Econômica Federal (Autores); JBS S.A.; J&F Investimentos S.A.; Banco Original

		S.A.; Banco Original Agronegócio S.A. (Requeridos). <i>Valor envolvido</i> : R\$ 10.000,00 (valor da causa). <i>Principais fatos</i> : Pedido de tutela de urgência ajuizado para declarar impedimento de voto de conflito de interesses dos Requeridos no tocante à assembleia geral extraordinária da JBS S.A., prevista para o dia 1ª de setembro de 2017, cuja realização foi suspensa por ordem judicial proferida no âmbito de agravo de instrumento interposto nesse processo. Em 26 de março de 2018, foi proferida sentença extinguindo o processo em razão da falta de interesse de agir. <i>Prática do emissor ou de sua controlada que causou tal contingência</i> : Não há prática da JBS S.A. e/ou de algumas de suas controladas em discussão. (5) Agravo de instrumento n. 5016111-56.2017.4.03.0000. <i>Juízo</i> : 1ª seção do Tribunal Regional Federal da 3ª Região. <i>Instância</i> : 2ª instância do Tribunal Regional Federal da 3ª Região. <i>Data de instauração</i> : 1º de setembro de 2017. <i>Partes no processo</i> : J&F Investimentos S.A. (Agravante); BNDES Participações S.A.; Caixa Econômica Federal (Agravadas). <i>Valor envolvido</i> : R\$ 10.000,00 (valor da causa). <i>Principais fatos</i> : Agravo de instrumento interposto contra decisão interlocutória que reconheceu impedimento de voto da Agravante no âmbito da assembleia geral extraordinária da JBS S.A., prevista para o dia 1ª de setembro de 2017, cuja realização foi suspensa por ordem judicial. <i>Prática do emissor ou de sua controlada que causou tal contingência</i> : Não há prática da JBS S.A. e/ou de algumas de suas controladas em discussão.
JHSF PARTICIPACOES S.A.	09/01/2019	Na data-base de 31/12/2017 não tínhamos conhecimento de processos com critérios descritos acima.
JSL S.A.	03/01/2019	Na data deste Formulário, não há processos relevantes que tramitam em segredo de justiça.
KROTON EDUCACIONAL S.A.	20/12/2018	Não há processos sigilosos relevantes em que nós e/ou nossas controladas sejamos parte e que não tenham sido divulgados na seção 4.3 deste Formulário de Referência.
RESTOQUE COMÉRCIO E CONFECÇÕES DE ROUPAS S.A.	12/11/2018	Não há processos judiciais, administrativos ou arbitrais sigilosos, em que a Companhia ou a Dudalina sejam parte.
LIGHT S.A.	02/01/2019	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia não era parte em nenhum processo sigiloso relevante e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.
LINX S.A.	19/12/2018	Até a data deste Formulário de Referência, não há processos sigilosos relevantes em que nós sejamos parte.
LIQ PARTICIPAÇÕES S.A.	04/01/2019	Em 02 de fevereiro de 2017, a Companhia divulgou fato relevante informando o recebimento de correspondência da Câmara de Arbitragem do Mercado notificando a requisição de procedimento arbitral em face da Companhia, pelas acionistas Verde AM Dividendos Master Fundo de Investimentos em Ações, Verde AM Unique Long Bias Master FI Em Ações, Verde AM Sul Energia FI Ações – Dividendos, Verde Master Fundo de Investimento Multimercado, Verde Equity Master Fundo de Investimento Multimercado, Verde Strategy II Master Fundo de Investimento Em Ações, Verde AM Valor Dividendos Fundo De Investimento Em Ações, Verde AM Performance Fundo de Investimentos Em Ações, Geen II Fund LLC, e Green Fund LLC (“Requerentes”). Por meio do referido procedimento arbitral, as Requerentes reclamam o recebimento dos créditos referentes aos dividendos mínimos obrigatórios declarados na Assembleia Geral Ordinária da Companhia de 30 de abril de 2015, cujo pagamento está suspenso por deliberação da Assembleia Geral Extraordinária da Companhia de 29 de dezembro de 2015 e da Assembleia Geral Extraordinária 19 de dezembro de 2016. O valor total dos dividendos declarados em Assembleia Geral Ordinária, realizada em 30 de abril de 2015, foi de R\$24.161.539,91, dos quais as Requerentes teriam direito a uma parte deste valor, de acordo sua participação no capital social à época.
LOCALIZA RENT A	14/12/2018	A Companhia e suas subsidiárias não têm conhecimento de processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas



CAR S.A.		controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens anteriores.
CIA LOCAÇÃO DAS AMÉRICAS	07/01/2019	Não há processo sigiloso do qual a Companhia ou suas controladas sejam parte.
LOG COMMERCIAL PROPERTIES	02/01/2019	A Companhia, suas controladas ou controladas em conjunto não estão sujeitas a qualquer processo sigiloso relevante.
LOG-IN LOGISTICA INTERMODAL S.A.	19/12/2018	Não há processos sigilosos relevantes.
MARISA LOJAS S.A.	27/11/2018	A Companhia e suas controladas não possuem processos sigilosos relevantes em que a Companhia e suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados no item 4.3.
LOJAS RENNER S.A.	29/11/2018	Não há processos sigilosos relevantes.
LPS BRASIL - CONSULTORIA DE IMOVEIS S.A.	06/12/2018	Em 31 de março de 2018 não havia processos sigilosos relevantes nos quais a Companhia e suas controladas fossem partes.
LUPATECH S.A.	29/11/2018	<b>(1) Ação Ordinária - Lupatech – Equipamentos e Serviços para Petróleo Ltda. (em segredo de justiça) a. valores, bens ou direitos envolvidos:</b> Ação que versa sobre a não utilização de certos meios gráficos por alegação de estarem protegidos por direitos autorais dos autores da ação. Existe pleito indenizatório. Valor da causa aproximado, atualizado até 31 de dezembro de 2017, é de R\$624 mil como perda provável, R\$2.080 mil como perda possível e remota de R\$42.373. <b>b. análise do impacto em caso de perda do processo:</b> Apenas impacto financeiro. <b>c. valor provisionado, se houver provisão:</b> R\$624.000,00. <b>(2) Procedimento Arbitral - Lupatech S.A. – Em Recuperação Judicial (confidencial) a. valores, bens ou direitos envolvidos:</b> Ação versa quanto a reparação de danos por contingências ocultadas da Companhia em alienação de participação societária, onde a Companhia figurou com adquirente. Existe pleito indenizatório. Valor da causa aproximado, atualizado até 31 de dezembro de 2017. O valor perseguido pela Companhia é de R\$50 milhões. <b>b. análise do impacto em caso de perda do processo:</b> Apenas impacto financeiro. <b>c. valor provisionado, se houver provisão:</b> Não há
M.DIAS BRANCO S.A. IND COM DE ALIMENTOS	24/10/2018	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia não era parte em nenhum processo sigiloso. Todos os processos relevantes foram descritos nas seções 4.3 acima.
MAGAZINE LUIZA S.A.	22/10/2018	Na data deste Formulário de Referência, a Companhia e suas controladas não figuravam como partes em processos sigilosos relevantes que não tenham sido divulgados nos itens anteriores.
MARFRIG GLOBAL FOODS S.A.	12/11/2018	Na data deste Formulário de Referência, a Companhia não tem conhecimento de nenhuma demanda em processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte que não tenha sido divulgada nos itens anteriores e que possa impactar nos negócios da Companhia e/ou suas controladas se eventualmente houver condenação.
MAHLE-METAL LEVE S.A.	03/01/2019	Na data deste Formulário, não há processos sigilosos relevantes de que a Companhia ou suas controladas seja parte.
METALFRIO SOLUTIONS S.A.	24/10/2018	A Companhia e suas sociedades controladas não são partes em processos sigilosos, que possam trazer impactos relevantes futuros à Companhia.
MILLS ESTRUTURAS E SERVIÇOS DE ENGENHARIA S.A.	02/01/2019	Não aplicável, dado que a Companhia ou suas controladas não são partes em processos repetitivos ou conexos, baseados em fatos e causas jurídicas semelhantes, que não estejam sob sigilo e que em conjunto sejam relevantes.

MINERVA S.A.	02/01/2019	Até 31 de dezembro de 2017, a Companhia e suas controladas não eram parte em processos sigilosos relevantes, que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 deste Formulário de Referência.
MMX MINERACAO E METALICOS S.A.	26/12/2018	Na data deste Formulário de Referência, a Companhia ou as suas controladas não são partes em quaisquer processos judiciais, administrativos ou arbitrais cujas partes contrárias sejam administradores ou ex-administradores, controladores ou ex-controladores ou investidores da Companhia ou de suas controladas.
MOVIDA PARTICIPACOES SA	18/12/2018	Na data deste Formulário, não há processos relevantes que tramitam em segredo de justiça em que a Companhia ou suas Controladas sejam parte.
MRV ENGENHARIA E PARTICIPACOES S.A.	20/12/2018	A Companhia e suas controladas não possuem processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados acima.
MULTIPLUS S.A.	13/11/2018	Não há processos sigilosos relevantes que causem impacto em caso de perda, por não apresentar riscos financeiros para a Companhia. Os processos citados no item 4.3. do Formulário não trazem riscos jurídicos de qualquer natureza para a Companhia, além do risco financeiro lá mencionado.
NATURA COSMETICOS S.A.	13/12/2018	A Natura possui um total atualizado de R\$24 milhões em processos de Biodiversidade, classificados como chance de perda remota, segundo nossa avaliação e de nossos assessores legais. Esses processos administrativos correspondem a defesa de 70 (setenta) autos de infração lavrados, em 2010 e 2011, pelo Instituto Brasileiro do Meio Ambiente e dos Recursos Naturais Renováveis (IBAMA) por acusação de acesso supostamente irregular à biodiversidade brasileira para a realização de pesquisas e desenvolvimento de produtos ou por suposta falta de repartição de benefícios decorrente dos acessos. Desse total, 4 (quatro) autos de infração já foram anulados pelo IBAMA, mas ainda não há decisão administrativa com trânsito em julgado. Os demais, aguardam julgamento.
ODONTOPREV S.A.	26/12/2018	Não há.
ÓLEO E GÁS PARTICIPAÇÕES S.A.	10/01/2019	Não aplicável, uma vez que até a presente data, a Companhia ou suas controladas não possuem processos sigilosos relevantes em que sejam parte.
OMEGA GERAÇÃO S.A.	01/11/2018	Estava em curso uma arbitragem sigilosa em que duas controladas da Companhia figuravam como partes. O valor discutido referia-se à confirmação de multa aplicada pelas controladas junto a fornecedor de equipamentos no montante estimado atualizado de R\$18,06 milhões, decorrente de atrasos em fornecimento que geraram prejuízos à época do fornecimento. O fornecedor, por sua vez, pleiteava o montante estimado atualizado de R\$37,23 milhões, relativo a fornecimentos realizados no âmbito do contrato, cujos pagamentos estavam retidos durante o curso da arbitragem, acrescido de valores relativos a supostos fornecimentos adicionais não integrantes dos contratos e não reconhecidos pelas controladas. Em 11 de janeiro de 2018, foi proferida sentença arbitral que julgou parcialmente procedente o pedido do fornecedor para o recebimento dos valores em aberto do contrato no montante histórico de R\$7.862.656,26, corrigidos pelo CDI e acrescidos de multa de 2%. Conforme indicado nas últimas Demonstrações Financeiras, o valor da contingência foi provisionado pela Companhia e será pago tempestivamente.
OSX BRASIL S.A.	04/12/2018	Não há processos sigilosos dos quais a Companhia e /ou suas controladas sejam partes em andamento.
OURO FINO SAUDE ANIMAL PARTICIPACOES S.A.	31/10/2018	Até a data deste Formulário de Referência, não há processos sigilosos relevantes em que nós sejamos parte.

PARANAPANEMA S.A. 03/01/2019

(1) Somos parte em um Procedimento Arbitral nº 02/2015 em que se discute um Instrumento Particular de Troca de Parâmetro (Swap), conforme já anteriormente informado no item 4.3. Procedimento Arbitral Único. *a. juízo:* Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil Canadá- CCBC. *b. instância:* Única. *c. Data de instauração:* 16.01.2015. *d. partes no processo:* Paranapanema S.A. X Banco Santander (Brasil) S.A. e Banco BTG Pactual S.A. *e. valores, bens ou direitos envolvidos:* \$700,4milhões (Valor corrigido até 3/12/2017). *f. principais fatos:* Em 12.01.2015, o Santander apresentou pedido de instauração de arbitragem contra a Paranapanema S.A e o BTG Pactual S.A, perante o Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil Canadá-CCBC (“CAM/CCBC”), em que pretendia discutir a validade de determinada obrigação e a existência de crédito contra a Paranapanema S.A., decorrentes do Contrato de Abertura de Crédito e dos instrumentos particulares de troca de parâmetros (Contratos de Swap) firmados entre as Partes, com a condenação da Companhia a pagá-lo. Trata-se de renovação do pleito originalmente formulado pelo Banco Santander S.A no (ii) procedimento arbitral nº 17/2010 (“1ª Arbitragem”), também administrado pelo CAM/CCBC, cuja sentença arbitral foi objeto de ação anulatória proposta pela Companhia. Referida ação anulatória foi julgada parcialmente procedente em primeiro e segundo graus, sob o fundamento de vício na formação do painel arbitral da 1ª Arbitragem, havendo recursos interpostos pela Companhia e pelo Banco BTG Pactual S.A. aos tribunais superiores (Processo nº 0002163-90.2013.8.26.0100-TJSP). *g. chance de perda:* Possível. *h. análise do impacto em caso de perda do processo:* Impacto financeiro de R\$700,4 milhões (Valor corrigido até 31/12/2017). (2) Processo n. 0000900-17.2001.8.05.0039. *a. juízo:* 1ª Vara Cível de Camaçari-BA. *b. instância:* 1ª instância. *c. data de instauração:* 14.05.2001. *d. partes no processo:* Bafértil – Bahia Fertilizantes Ltda. x Cibrafértil –Companhia Brasileira de fertilizantes e Caraíba Metais S.A. *e. valores, bens ou direitos envolvidos:* R\$ 136,6 milhões (Valor corrigido até 31/12/2017).

PDG REALTY S.A. EMPREENDE PARTICIPACOES	06/11/2018	Não Aplicável.
PETROBRAS DISTRIBUIDORA S/A	10/12/2018	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia é parte no seguinte processo sigiloso relevante: Processo Arbitral, <i>a. Análise do impacto em caso de perda do processo:</i> O impacto financeiro corresponde aos valores informados no item “b” imediatamente abaixo, <i>b. Valores envolvidos no processo:</i> R\$708.018.032,78 em 31/12/2017.
PETRO RIO S.A.	14/12/2018	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia e/ou suas subsidiárias estavam no polo passivo em dois processos judiciais sigilosos, envolvendo um valor aproximado de R\$ 60.464.059,69 (sessenta milhões, quatrocentos e sessenta e quatro mil cinquenta e nove reais e sessenta e nove centavos). A Companhia e/ou suas subsidiárias contestam a integralidade do valor dessas ações. Parte deste valor possui provisão contábil constituída ainda que a Companhia, com base nos pareceres dos advogados que patrocinam as ações, considere as perdas como possíveis.

POMIFRUTAS S/A	12/11/2018	<p>Em relação aos processos sigilosos relevantes em que o emissor ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima, analisar o impacto em caso de perda e informar os valores envolvidos: <b>(1)</b> Arbitragem instaurada na Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) na data de 30/10/2015. Trata-se de processo arbitral movido pela Companhia contra Setentrium Participações Ltda., Érica Frey Caldart, Ruy Caldart, Aldani da Rocha Frey, César Arnaldo Frey, Cíntia Frey, Mara Caldart, Sandra Caldart da Rocha, Kátia Caldart Vescovi, Pomifrai Fruticultura S.A. e EFC Participações S.A., no qual, como comentado na nota explicativa nº 18, a Companhia pleiteia: (i) a invalidade de condição contratual contida no Acordo de Incorporação celebrado entre as partes em 02.12.2009, segundo a qual a Companhia estava obrigada a garantir, sob certas condições, cotação mínima para as ações entregues aos então acionistas da Pomifrai em virtude da operação de incorporação de ações, bem como (ii) a restituição à Companhia dos valores pagos a tais acionistas em conexão com essa previsão contratual (R\$6,884 milhões, em valores históricos). A Companhia estima que o seu benefício econômico em caso de êxito na arbitragem corresponderá a aproximadamente R\$25 milhões. Os riscos da Companhia em caso de insucesso na arbitragem estão limitados ao pagamento das despesas administrativas com a arbitragem e de honorários advocatícios. <b>(2)</b> Arbitragem instaurada na Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) na data de 18/12/2015. Trata-se de processo arbitral movido contra antigos acionistas controladores e administradores, no qual a Companhia pleiteia: (i) o reconhecimento da eficácia da reconsideração, deliberada na Assembleia Geral Extraordinária realizada em 11/12/2015, (i.a) da aprovação das contas da antiga administração da Pomifrutis relativamente aos exercícios de 2013 e 2014, assim como (i.b) da quitação outorgada aos administradores em tais exercícios (ou, sucessivamente, a anulação de tais aprovações de contas e outorgas de quitação); (ii) a declaração da invalidade da aprovação pelo conselho de administração da Companhia das contas da antiga administração da Companhia relativamente aos primeiros trimestres de 2015, assim como de quitação outorgada pelo referido conselho a membros da antiga administração; (iii) a declaração da invalidade de contratos de prestação de serviço de consultoria financeira celebrados pela Companhia com as sociedades RB, Private e Valor, com a condenação de tais sociedades, em solidariedade com os demais Requeridos, a indenizarem a Pomifrutis pelas perdas e danos sofridos em decorrência dos mencionados contratos; e (iv) a condenação dos antigos controladores e membros da administração da Companhia, respectivamente, por abuso de poder de controle e desrespeito a deveres fiduciários, com a sua condenação a indenizar a Pomifrutis pelas perdas e danos sofridos em razão dos atos irregulares praticados. A Companhia estima que o seu benefício econômico em caso de êxito na arbitragem é potencialmente relevante. Os riscos da Companhia em caso de insucesso na arbitragem estão limitados ao pagamento das despesas administrativas com a arbitragem e de honorários advocatícios.</p>
PORTO SEGURO S.A.	02/08/2018	A Companhia e suas controladas não possuem processos sigilosos relevantes.
PBG S/A	08/11/2018	Não se aplica, tendo em vista que a Companhia e suas controladas não são partes de processos sigilosos relevantes.
POSITIVO TECNOLOGIA S.A.	09/01/2019	Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia e suas controladas não possuíam processos sigilosos em que a Companhia ou suas controladas fossem parte.
PROFARMA DISTRIB PROD FARMACEUTICOS S.A.	12/12/2018	Em 31 de dezembro de 2017, a nossa Companhia e/ou nossas controladas não eram partes em qualquer processo sigiloso relevante.

QGEP PARTICIPAÇÕES S.A.	03/01/2019	Tendo em vista a inadimplência histórica da Dommo Energia S.A. (denominada “Dommo”, antiga OGX Petróleo e Gás S.A. – Recuperação Judicial) com suas obrigações de aporte financeiro no consórcio do Bloco BS-4, a Barra Energia exerceu em outubro de 2017 os direitos de expulsão previstos nos documentos do consórcio. A Dommo contesta a validade da expulsão em procedimento arbitral perante a Corte de Arbitragem Internacional de Londres (LCIA) no qual a nossa controlada QGEP atualmente figura como parte passiva. Não é possível avaliar seus impactos, tendo em vista o status atual em que o processo se encontra. Todavia, nesta data, nossos advogados entendem como remota as chances de perda pela QGEP do processo.
QUALICORP CONSULTORIA E CORRETORA DE SEGUROS S.A.	11/12/2018	Até a data deste Formulário de Referência, não há processos sigilosos relevantes em que nós sejamos parte
RAIA DROGASIL S.A.	28/11/2018	Não existem informações adicionais sobre processos sigilosos relevantes dos quais somos parte e não foram divulgados nos itens 4.3 e 4.4.
RNI NEGÓCIOS IMOBILIÁRIOS S.A.	24/04/2018	Não aplicável, tendo em vista que não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas são parte.
ROSSI RESIDENCIAL S.A.	13/12/2018	Na data deste Formulário de Referência, a Companhia e suas investidas não são parte em processos sigilosos relevantes.

RUMO S.A.	05/11/2018	<p>(1) Rumo Malha Norte, Rumo Malha Sul, Rumo Malha Paulista e a Rumo S/A eram partes em um procedimento arbitral confidencial cujo valor total dos pedidos somava a quantia de R\$305,2 milhões. Foi prolatada sentença arbitral e, após liquidação de sentença arbitral, no segundo trimestre de 2017, apurou-se ser devido pela Companhia R\$ 114 milhões, que foram devidamente pagos. Apesar de pagos os valores, a parte adversa entendeu que houve pagamento a destempo e iniciou cumprimento de sentença para exigir multa pelo cumprimento a supostamente realizado destempo. Rumo apresentou impugnação ao cumprimento de sentença, a qual foi rejeitada, tendo sido interposto Agravo de Instrumento, o qual teve efeito suspensivo concedido. Aguarda-se o julgamento do Agravo de Instrumento Interposto por Rumo. (2) Além disso, a Rumo S.A. (“Rumo”) é parte em procedimento arbitral confidencial a respeito de um acordo de acionistas de uma de suas subsidiárias relevantes. O valor envolvido neste procedimento pode representar um dispêndio significativo para a Companhia, estimado pela parte contrária em R\$ 544milhões. A determinação do valor efetivamente envolvido na arbitragem (“Montante Envolvido”) depende de eventual produção probatória, ainda não iniciada, tendo em vista que se aguarda decisão do Tribunal Arbitral a respeito dos argumentos da Rumo referentes à desnecessidade de produção de novas provas face aos documentos já apresentados. Os possíveis desfechos do procedimento para a Rumo são: (i) a condenação da Rumo ao pagamento, em moeda corrente, de montante correspondente a até o Montante Envolvido; ou (ii) a emissão de novas ações da Rumo em quantidade correspondente a até o Montante Envolvido, o que poderá diluir a participação dos acionistas da Rumo em seu capital social. A Companhia estima o risco de pagamento em pecúnia como remoto e o pagamento em ações como possível. Em 31/12/2017 aguardava-se designação de audiência de instrução. (3) Em adição, a Rumo Malha Norte, Rumo Malha Sul, Rumo Malha Paulista e a Rumo S/A são partes em procedimento arbitral confidencial, cujo valor total dos pedidos soma a quantia de R\$430 milhões. O procedimento foi instaurado pela parte contrária sob a alegação de que Rumo teria dado causa à rescisão de contrato de serviço transporte ferroviário e investimentos, diante do que requereu indenização. A Rumo apresentou reconvenção, na qual pretende seja reconhecida a improcedência dos pleitos da parte contrária, bem como a responsabilidade da parte contrária em arcar com as perdas e danos decorrentes de sua rescisão imotivada. As partes apresentaram requerimento e resposta/reconvenção. O painel arbitral já foi formado. Em 31/12/2017 aguardava-se apresentação das alegações iniciais. (4) Em 2010, a Prumo Engenharia Ltda. (“Prumo Engenharia”), empresa prestadora de serviço da então ALL -América Latina Logística SA (“ALL”), foi acusada de incorrer em práticas trabalhistas irregulares durante a execução de serviço de engenharia para uma subsidiária da ALL. Independentemente e sem prejuízo de sua defesa e da alegação de que não houve práticas trabalhistas irregulares, a Prumo Engenharia já reconheceu e assumiu responsabilidade integral pela condição dos trabalhadores em questão, inclusive perante a Superintendência Regional do Trabalho, isentando a ALL de toda e qualquer responsabilidade. Entretanto, a Rumo Malha Paulista S.A. (“Malha Paulista”), subsidiária da Rumo S.A., nova denominação da sociedade então subsidiária da ALL que contratou o serviço da Prumo Engenharia em 2010, foi incluída indevidamente, na visão da Companhia, no cadastro de empregadores do Ministério do Trabalho por referidas práticas de responsabilidade da Prumo Engenharia. Os fatos em questão estão em discussão no Poder Judiciário e no Ministério do Trabalho</p>
CIA SANEAMENTO BASICO EST SAO PAULO	28/12/2018	Não existem processos sigilosos relevantes em que a Companhia e suas controladas sejam partes e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.

SANTOS BRASIL PARTICIPACOES S.A.	21/12/2018	(1) Processo nº 00099762020154036100, <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : Autorização de alfandegamento concedida à SBPar no Tecon Santos, <i>Análise do impacto</i> : Chances remotas de insucesso na ação ordinária proposta pela Companhia, havendo alta probabilidade de que a antecipação de tutela já deferida em favor da SBPar, suspendendo os efeitos da decisão proferida em processo administrativo, seja mantida até a decisão definitiva da lide, <i>Provisão</i> : Não há; (2) Processo nº 00153051320154036100, <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : Autorização de alfandegamento concedida à SBPar no Tecon Santos, <i>Análise do impacto</i> : Chances remotas de insucesso na ação ordinária proposta pela Companhia, havendo alta probabilidade de que a antecipação de tutela já deferida em favor da SBPar, suspendendo os efeitos da decisão proferida em processo administrativo, seja mantida até a decisão definitiva da lide, <i>Provisão</i> : Não há.
SAO CARLOS EMPREENDE E PARTICIPACOES S.A.	06/11/2018	Companhia e suas controladas não são parte em processos sigilosos relevantes.
SAO MARTINHO S.A.	19/11/2018	Em 31 de março de 2018, todos os processos relevantes foram informados no item 4.3.
SENIOR SOLUTION S.A.	17/12/2018	Não somos, na data de apresentação desse Formulário de Referência, parte em qualquer processo sigiloso relevante.
SER EDUCACIONAL S.A.	31/10/2018	Não existem processos sigilosos relevantes em que nós ou nossas controladas sejamos parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.
SONAE SIERRA BRASIL S.A.	07/11/2018	Na data deste Formulário de Referência não há processos judiciais, administrativos ou arbitrais que estejam sob sigilo e que sejam relevantes.
SLC AGRICOLA S.A.	23/07/2018	Não aplicável. Todas as informações sobre os processos em que o emissor ou suas controladas sejam parte foram informados nos itens anteriores 4.3 e 4.4.
SMILES FIDELIDADE S.A.	10/12/2018	Na data deste Formulário de Referência, a Companhia não é parte em processos sigilosos relevantes.
SOMOS EDUCAÇÃO S.A.	04/01/2019	Não há processos sigilosos relevantes.
SPRINGS GLOBAL PARTICIPACOES S.A.	13/11/2018	O emissor não possui processos sigilosos.
SUZANO PAPEL E CELULOSE S.A.	19/10/2018	A Companhia e suas controladas não são parte em processos sigilosos relevantes.
TARPON INVESTIMENTOS S.A.	10/01/2019	A Companhia não possui processos sigilosos relevantes.
TECHNOS S.A.	09/11/2018	Na data deste Formulário de Referência, não há qualquer processo sigiloso relevante no qual a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenha sido divulgado nos itens 4.3 e 4.4 deste Formulário de Referência.
TECNISA S.A.	06/11/2018	Não aplicável, tendo em vista que não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.
TEGMA GESTAO LOGISTICA S.A.	29/11/2018	Não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não foram divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.

CONSTRUTORA TENDA S.A.	18/12/2018	Até a data base deste Formulário de Referência, a Companhia possuía os seguintes processos sigilosos relevantes: <b>(1)</b> Procedimento Arbitral – Companhia – Processo nº 34/2015/SEC, <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : A Companhia é autora em uma arbitragem que versa sobre inadimplemento do contrato de construção com pedidos indenizatórios formulados pela Companhia em face da parte adversária. <i>Análise do impacto em caso de perda do processo</i> : Não recebimento dos valores pleiteados. <i>Chance de perda</i> Possível; <b>(2)</b> Procedimento Arbitral – Companhia – Processo nº 12/11 – CAMARB/MG. <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : A Companhia é autora e ré em uma arbitragem que versa sobre inadimplemento do contrato de construção com pedidos indenizatórios formulados reciprocamente, tendo sido proferida sentença onde ambas as partes foram condenadas, devendo os valores serem apurados em posterior liquidação. <i>Análise do impacto em caso de perda do processo</i> : Pagamento dos valores pleiteados. <i>Chance de perda</i> : Provável; <b>(3)</b> Procedimento Arbitral – Companhia – Processo nº 33/2013/SEC-1 -CCBC/SP, <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : A Companhia é autora e ré em uma arbitragem que versa sobre litígios entre sócios com pedidos indenizatórios formulados reciprocamente, <i>Análise do impacto em caso de perda do processo</i> : Pagamento dos valores pleiteados, <i>Chance de perda</i> : Possível; <b>(4)</b> Procedimento Arbitral – Companhia – Processo nº 05/2014/SEC3 –CCBC/SP, <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : A Companhia é autora e ré em uma arbitragem que versa sobre litígios entre sócios, tendo sido proferida sentença onde ambas as partes foram condenadas, devendo os valores serem apurados em posterior liquidação, <i>Análise do impacto em caso de perda do processo</i> : Pagamento dos valores pleiteados, <i>Chance de perda</i> : Provável; <b>(4)</b> Procedimento Arbitral – Companhia - Processo nº 22/2009 –CCBC/SP, <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : A Companhia é autora em uma arbitragem que versa sobre inadimplementos contratuais, <i>Análise do impacto em caso de perda do processo</i> : Não recebimento dos valores pleiteados, <i>Chance de perda</i> : Possível.
TERRA SANTA AGRO S.A.	20/12/2018	A Companhia não possui nenhum processo sigiloso em andamento.
TIM PARTICIPACOES S.A.	30/11/2018	Considerando a atual fase processual, não é possível informar de forma de acurada o valor de risco envolvido na demanda. Todavia, foi apresentada a quantia de R\$1.000.000,00, a título de valor da causa, para fins de recolhimento de custas. A TIM requer em seus pedidos reconventionais a quantia de R\$3.000.000,00. <i>Análise do possível impacto para o emissor ou suas controladas, em caso de perda</i> : Impacto econômico e financeiro, em valores que ainda não podem ser estimados pela Companhia, de forma acurada.
T4F ENTRETENIMENTO S.A.	26/11/2018	Na data deste Formulário de Referência não há processos sigilosos relevantes em que nós ou nossas controladas sejamos parte.
TOTVS S.A.	02/01/2019	A Companhia não está envolvida em processos sigilosos relevantes.
TRISUL S.A.	13/12/2018	Até 30/12/2017, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.
TPI - TRIUNFO PARTICIP. E INVEST. S.A.	25/10/2018	Não aplicável.
TUPY S.A.	21/12/2018	Não aplicável.
ULTRAPAR PARTICIPACOES S.A.	10/01/2019	Atualmente, a Ultrapar ou suas controladas não são parte em processos sigilosos cujos elementos atuais permitam determinar sua relevância e possível impacto em caso de perda.
UNICASA INDÚSTRIA DE MÓVEIS S.A.	26/10/2018	Não existem outros processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima.



VALE S.A.	07/01/2019	Processo nº 0393909-98.2012.8.19.0001, <i>Valores, bens ou direitos envolvidos</i> : Valor envolvido no processo conforme análise da Companhia em 31 de dezembro de 2017: R\$119 milhões. Discussão quanto às condições de vencimento de debêntures específicas. Processo julgado procedente, em desfavor dos interesses da Vale, tendo a decisão sido mantida em segunda instância. Recurso às instâncias superiores ainda pendente de julgamento. <i>Análise do impacto em caso de perda</i> : Eventual decisão desfavorável no processo geraria para a Companhia prejuízos financeiros.
VALID SOLUÇÕES S.A.	21/12/2018	Não há processos sigilosos relevantes a serem divulgados.
VIA VAREJO S.A.	02/01/2019	Na data de apresentação deste Formulário de Referência, a Companhia ou suas controladas não apresentaram processos judiciais que sejam considerados relevantes.
VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A.	04/01/2019	A Companhia e suas controladas não possuem processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens anteriores.
VULCABRAS/AZALEIA S.A.	21/12/2018	Até a data deste formulário de referência, a Companhia e suas controladas não era parte de nenhum processo sigiloso. Todos os processos relevantes foram descritos na seção 4.3.
WEG S.A.	21/12/2018	Não existem processos sigilosos relevantes a discutir.
WIZ SOLUÇÕES E CORRETAGEM DE SEGUROS S.A.	18/12/2018	Em 31 de dezembro de 2017, não éramos parte em processos sigilosos relevantes.