

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO PARANÁ
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO
MESTRADO

MARIA EDUARDA FERREIRA PICCOLI

**OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NO ACESSO À JUSTIÇA DOS ACIONISTAS
MINORITÁRIOS NO SEGMENTO DO NOVO MERCADO**

CURITIBA

2024

Dados da Catalogação na Publicação
Pontifícia Universidade Católica do Paraná
Sistema Integrado de Bibliotecas – SIBI/PUCPR
Biblioteca Central
Gisele Alves – CRB 9/1578

P591c
2024

Piccoli, Maria Eduarda Ferreira
Os custos de transação no acesso à justiça dos acionistas minoritários no segmento do novo mercado / Maria Eduarda Ferreira Piccoli ; orientador: Oksandro Osdival Gonçalves. – 2024.
124 f. ; il. : 30 cm

Dissertação (mestrado) – Pontifícia Universidade Católica do Paraná, Curitiba, 2024
Bibliografia: f. 114-124

1. Mercado de capitais. 2. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil).
3. Custo de transação. 4. Acionistas minoritários. 5. Acesso à justiça. I. Gonçalves, Oksandro Osdival. II. Pontifícia Universidade Católica do Paraná. Programa de Pós-Graduação em Direito. III. Título.

Doris 3. ed. – 340

MARIA EDUARDA FERREIRA PICCOLI

**OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NO ACESSO À JUSTIÇA DOS ACIONISTAS
MINORITÁRIOS NO SEGMENTO DO NOVO MERCADO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito – PPGD, Área de concentração de Direito Econômico e Desenvolvimento da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial para a aprovação no Mestrado em Direito.

COMISSÃO EXAMINADORA

Professor Dr. Oksandro Osdival Gonçalves
Orientador PPGD – PUCPR

Professor Dr. Eduardo Oliveira Agostinho
Membro PPGD – PUCPR

Professor Dr. Ricardo Lupion Garcia
Membro externo - PUCRS

Professor Dr. Antonio Carlos Efig
Membro PPGD – PUCPR - Suplente

Curitiba, 06 de dezembro de 2024.

MARIA EDUARDA FERREIRA PICCOLI

**OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NO ACESSO À JUSTIÇA DOS ACIONISTAS
MINORITÁRIOS NO SEGMENTO DO NOVO MERCADO**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito - PPGD – Curso de Mestrado da Pontifícia Universidade Católica do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito, sob orientação do Professor Dr. Oksandro Osdival Gonçalves.

CURITIBA

2024

Ao meu avô, Amilton Luiz Ferreira, um
dos meus maiores incentivadores – na
vida e no Direito - todo o meu amor e
eterna gratidão.

AGRADECIMENTOS

A Deus e à Nossa Senhora pelo dom da vida. A cada dia, uma nova chance de ser melhor, mais humana e mais digna.

Aos meus avós, Neida, Amilton (*in memoriam*), Mereluz (*in memoriam*) e Dorival (*in memoriam*), que trabalharam duramente para que a minha geração pudesse desfrutar de oportunidades que eles mesmos não tiveram.

Aos meus pais, Silvana e Dorival, pelas lições diárias de amor, humildade e fé. Jamais encontrarei palavras suficientes para expressar minha gratidão por tudo o que fizeram e fazem por mim. Suas orações e incentivos me trouxeram até aqui. Devo-lhes a vida, meu caráter e todo o ensino a que tive acesso.

À Maria Victoria, minha irmã, a quem procurei dar o exemplo de que o estudo é recompensador, tanto à profissão eleita quanto ao caráter.

Aos meus tios, Fabiano, Vanessa e Luciana, agradeço o companheirismo carregado de muito humor. Vocês também são meus alicerces.

Ao Gustavo, meu querido e compreensivo noivo, companheiro de tantas boas ou sacrificadas horas, que soube, sabiamente e como ninguém saberia, contornar dificuldades e ainda dar-me forças para prosseguir nesta jornada.

Ao meu orientador e mestre, Professor Oksandro Gonçalves, que me apresentou o mundo do Direito Empresarial e da Análise Econômica do Direito. Tão somente em razão da confiança e da bagagem de conhecimento que me foi repassada ao longo destes anos pelo Professor é que se fez possível o presente trabalho. Que privilégio poder ser continuamente sua aluna.

Aos meus inseparáveis amigos de graduação, Ana Luisa, Carolina, Luiza e João Victor. Cada um a sua maneira, fizeram com que esses anos fossem seguros e tornaram a jornada muito mais leve e significativa. Aos meus companheiros de pós-graduação e de GRAED que, no meio de tantos objetivos a concretizar, não deixam de demonstrar respeito, lealdade e admiração. Ao CNPQ/CAPES pelo apoio financeiro durante todo o Mestrado.

A cada membro do escritório Assis Gonçalves, Nied e Follador Advogados, o que faço na pessoa do Professor Alfredo de Assis Gonçalves Neto, em razão do suporte acadêmico e incentivo usual. Compartilhar a rotina com Advogados tão competentes e brilhantes é realmente uma honra para mim.

Enfim, a todos que, de uma forma ou de outra, ajudaram a concretizar esse desejo veemente de conduzir um Mestrado em Direito.

“Viver é ir arrojado para alguma direção, é
caminhar para alguma meta. A meta não é o meu
caminhar, não é a minha vida;
é algo a que ponho a esta e que por isso mesmo
está fora dela, mais além.”

José Ortega y Gasset
A Rebelião das Massas

RESUMO

A partir de 2004 o Brasil viveu notável período de desenvolvimento do mercado de capitais, tendo o segmento do Novo Mercado assumido papel preponderante nesse movimento. A captação de recursos pelas companhias brasileiras segue crescendo significativamente e o quadro normativo evoluiu no sentido de incrementar a transparência das informações e proporcionar maior proteção aos investidores. Entretanto, o Brasil enfrenta dificuldades históricas em garantir a tutela indenizatória de seus investidores no direito societário e no mercado de capitais, sobretudo quando se trata de arbitragem. Tendo isso em vista, o objetivo da presente pesquisa consiste em analisar quais são os maiores custos de transação existentes na imposição de arbitragem para solução de conflitos societários dos acionistas minoritários que subscrevem ações de companhias inscritas no segmento do Novo Mercado, a fim de verificar a necessidade, ou não, da intervenção estatal para assegurar a eficiência no *enforcement* do mercado de capitais. Assim, partindo-se da premissa de que o mercado de valores mobiliário está em constante desenvolvimento, sendo acessado, inclusive, por investidores não profissionais, formulou-se a hipótese de que a redução dos custos que obstem o acesso à justiça – e, sobretudo, a busca pela informação – por estes investidores são essenciais para manter em marcha o ritmo crescente de desenvolvimento iniciado em 2004. Para testar a hipótese formulada, a dissertação foi desenvolvida a partir do método hipotético-dedutivo, para o processo de experimentação, ou seja, do teste da hipótese, utilizou-se da técnica de pesquisa empírica, a fim de aferir qual é o perfil dos acionistas brasileiros no segmento do Novo Mercado. Ademais, utilizou-se a técnica de pesquisa bibliográfica, com foco em doutrina de Direito Empresarial e de Arbitragem, bem como o ferramental da Análise Econômica do Direito, em especial, a Teoria dos Custos de Transação. Como conclusão, buscou-se pavimentar o caminho para a construção de uma nova doutrina jurídica e de um marco legal e regulatório mais adequado à realidade que se apresenta, voltado, sobretudo, à redução das assimetrias informacionais.

Palavras-chave: Novo Mercado. Comissão de Valores Mobiliários. Arbitragem. Teoria dos Custos de Transação. Acesso à Justiça.

ABSTRACT

From 2004 onwards, Brazil experienced a remarkable period of development of the capital market, with the Novo Mercado segment assuming a preponderant role in this movement. Fundraising by Brazilian companies continues to grow significantly and the regulatory framework has evolved in order to increase the transparency of information and provide greater protection to investors. However, Brazil faces historical difficulties in ensuring the indemnity protection of its investors in corporate law and in the capital market, especially when it comes to arbitration. With this in mind, the objective of this research is to analyze what are the highest transaction costs existing in the imposition of arbitration for the resolution of corporate conflicts of minority shareholders who subscribe shares of companies registered in the Novo Mercado segment, in order to verify the need, or not, of state intervention to ensure efficiency in the enforcement of the capital market. Thus, based on the premise that the securities market is constantly developing, being accessed even by non-professional investors, the hypothesis was formulated that the reduction of costs that hinder access to justice – and, above all, the search for information – by these investors are essential to keep the growing pace of development started in 2004 in motion. To test the formulated hypothesis, the dissertation was developed from the hypothetical-deductive method, for the experimentation process, that is, from the hypothesis test, it was used the empirical research technique, in order to assess what is the profile of Brazilian shareholders in the Novo Mercado segment. In addition, the bibliographic research technique was used, focusing on the doctrine of Business Law and Arbitration, as well as the tool of the Economic Analysis of Law, in particular, the Theory of Transaction Costs. As a conclusion, it sought to pave the way for the construction of a new legal doctrine and a legal and regulatory framework more appropriate to the reality that is presented, aimed, above all, at the reduction of informational asymmetries.

Keywords: Novo Mercado. Securities and Exchange Commission. Arbitration. Transaction Cost Theory. Access to Justice.

LISTA DE ABREVIações

B3	B3 – Brasil, Bolsa, Balcão
BOVESPA	Bolsa de Valores do Estado de São Paulo
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CPC	Código de Processo Civil
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ICVM 358/2002	Texto integral da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM Nos 369/02, 449/07, 547/14, 552/14, 568/15, 590/17 e 604/18.
ICVM 480/2009	Texto integral da Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009 com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 488/10, 509/11, 511/12, 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, 603/18, 604/18 e 609/19.
LACP	Lei nº 7.347, de 24 de julho de 1985 – Lei da Ação Civil Pública
LARB	Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996 – Lei de Arbitragem
LMVM	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 – Lei de Mercado e Valores Mobiliários
LSA	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas
OCDE	Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico
RCVM 44/2021	Resolução CVM nº 44/21 com as alterações introduzidas pela resolução CVM nº 60/21.
RCVM 80/2022	Resolução CVM nº 80/2022 com as alterações introduzidas pelas Resoluções CVM nº 59/21, 162/22, 168/22, 173/22, 180/23, 183/23 e 198/24.
STJ	Superior Tribunal de Justiça

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Companhias Inscritas no Novo Mercado e o Percentual dos Acionistas sobre o Capital Social	21
TABELA 2 - Taxa de Administração do Procedimento Arbitral na CAM	80
TABELA 3 - Taxa de Administração do Procedimento Arbitral na ARBITAC	81
TABELA 4 - Taxa de Administração do Procedimento Arbitral na CAMFIEP	81
TABELA 5 - Taxa de Administração do Procedimento Arbitral no CBMA	81
TABELA 6 - Taxa de Administração do Procedimento Arbitral da CAMERS	81

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 - Número de Investidores em Renda Variável por ano	25
---	----

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	13
2	O SEGMENTO DO NOVO MERCADO	17
2.1	A CRIAÇÃO DO NOVO MERCADO NA BOLSA BRASILEIRA	17
2.2	A RECENTE EVOLUÇÃO DA DISPERSÃO DO CAPITAL E O PERFIL DO INVESTIDOR NO BRASIL	19
2.3	A PROPOSTA DO NOVO MERCADO	26
2.3.1	RELEVÂNCIA DO SISTEMA DE <i>ENFORCEMENT</i> PARA O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	31
3	O EXERCÍCIO DOS DIREITOS COLETIVOS DA MINORIA	37
3.1.	A REGULAMENTAÇÃO E OS MECANISMOS DE TUTELA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	42
3.2.	A REGULAMENTAÇÃO DO REGIME INFORMACIONAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	44
3.3	AS NORMATIVAS ESTABELECIDAS PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	46
4	OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NO ACESSO À JUSTIÇA	50
4.1	O DIREITO FUNDAMENTAL DE ACESSO À JUSTIÇA	50
4.2	OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO	53
4.3	OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO <i>EX ANTE</i>	56
4.4	OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO <i>EX POST</i>	57
4.4.1	AS ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS	57
4.4.2	A ASSIMETRIA INFORMACIONAL DECORRENTE DA ESCOLHA ENTRE REGRAS E PRINCÍPIOS	60
4.4.3	A ASSIMETRIA INFORMACIONAL E A SELEÇÃO ADVERSA	64
4.4.4	A CONFIDENCIALIDADE NA ARBITRAGEM	66
4.4.5	A CONFIDENCIALIDADE E A REGULAÇÃO DO REGIME INFORMACIONAL NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	70
4.4.5.1	A TENTATIVA DE MITIGAÇÃO DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	73
4.4.6	OS CUSTOS MONETÁRIOS DA ARBITRAGEM	75

5. ALTERNATIVAS PARA REDUZIR OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO E ASSEGURAR A MANUTENÇÃO DO <i>ENFORCEMENT</i> NO MERCADO DE CAPITAIS	82
5.1 A INEFICÁCIA SUPERVENIENTE DA CLÁUSULA COMPROMISSÓRIA	82
5.2 A NECESSIDADE DE INTERVENÇÃO ANTE AS FALHAS DE MERCADO	84
6. A EFICIÊNCIA NA INTERVENÇÃO ESTATAL	89
6.1 A AMPLIAÇÃO DAS ATRIBUIÇÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS	90
6.2 A REGULAÇÃO EFICIENTE DO REGIME INFORMACIONAL DAS COMPANHIAS	92
6.3 A ARBITRAGEM COLETIVA	96
6.3.1 O TRATAMENTO COLETIVO DOS DIREITOS INDIVIDUAIS ASSEGURADOS AOS ACIONISTAS	97
6.3.2 A INTERVENÇÃO DE TERCEIROS NA ARBITRAGEM COLETIVA	103
6.3.3 CUSTOS E BENEFÍCIOS AOS ACIONISTAS NA AÇÃO CIVIL COLETIVA DE RESPONSABILIDADE	106
7. CONCLUSÃO	110
REFERÊNCIAS	114

1. INTRODUÇÃO

O regime da arbitragem obrigatória para questões sociais suscitadas entre sócios durante a existência da companhia, sua liquidação ou partilha esteve presente no Código Comercial brasileiro de 1850, nos arts. 294 e 302, n. 5. Referida obrigatoriedade perdurou por apenas dezesseis anos, tendo sido revogada pela Lei nº 1.350 de 1866, a qual passou a prever a voluntariedade do juízo arbitral. Desde então, tornou-se facultativa a cláusula arbitral nos contratos de sociedades tendo, praticamente, caído em desuso.

A arbitragem acaba por ser apresentada como um mecanismo processual de acesso à justiça, que pode certamente proporcionar maior celeridade e eficiência do que o juízo estatal. Entretanto, desde a adoção da facultatividade da arbitragem societária até sua inserção na LSA, em 2001, muito vem sido discutido a respeito da compatibilidade entre a arbitragem e o direito societário, especialmente em razão do exercício do direito de acesso à justiça pelos acionistas minoritários.

A partir de 2004 o Brasil viveu notável período de desenvolvimento do mercado de capitais, tendo o segmento do Novo Mercado assumido papel preponderante nesse movimento. A captação de recursos pelas companhias brasileiras segue crescendo significativamente e o quadro normativo evoluiu no sentido de incrementar a transparência das informações e proporcionar maior proteção aos investidores.

Entretanto, alguns casos problemáticos vieram à tona – tais como o da petroleira OGX e os desvios milionários envolvendo a Petrobras - sendo o mais recente deles aquele que diz respeito às inconsistências contábeis da Americanas – atualmente em recuperação judicial, considerada uma das maiores do Brasil - com o que investidores tiveram grande prejuízo decorrente da queda no valor de suas ações.

Não obstante, conforme será demonstrado no presente trabalho, o sistema jurídico vigente tem se mostrado insuficiente para garantir a tutela dos direitos dos investidores na atual conjuntura do mercado de capitais brasileiro.

Portanto, coloca-se em dúvida o cumprimento e a exigibilidade do extenso regime informacional a que estão obrigados os emissores de valores mobiliários, bem como a eficiência do sistema brasileiro de solução de conflitos e de cumprimento das normas societárias.

Nesse cenário, a discussão a respeito do sistema de *enforcement* se torna particularmente importante quando verificamos que, no que diz respeito ao segmento do Novo Mercado, há a previsão de resolução de todos os conflitos havidos entre a companhia, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal por arbitragem. Isso porque, considerando que

os recursos são escassos, nem todos os acionistas detêm as mesmas informações e os recursos financeiros capazes de garantir um acesso à justiça que seja igualitário – circunstância que prejudica, sobretudo, os acionistas minoritários.

Observado o problema, formulou-se a seguinte hipótese: ante o desenvolvimento contínuo do mercado de valores mobiliários brasileiro, o qual é efetivamente acessado por investidores não profissionais, a redução dos custos referentes ao acesso à justiça – e, sobretudo, referentes à busca pela informação – por estes investidores são essenciais para manter em marcha o ritmo crescente de desenvolvimento iniciado em 2004.

Por tal motivo, o objetivo da presente pesquisa consiste em analisar quais são os maiores custos de transação existentes na imposição de arbitragem para solução de conflitos societários dos acionistas que subscrevem ações de companhias inscritas no segmento do Novo Mercado, a fim de verificar a necessidade, ou não, da intervenção estatal para assegurar a eficiência no *enforcement* do mercado de capitais.

Para atender a este objetivo, um recorte se fez necessário. Optou-se pela análise dos mecanismos de ressarcimento pela via arbitral de prejuízos causados a acionistas minoritários, originados, sobretudo, por danos sofridos em decorrência da conduta de controladores e administradores das companhias inscritas no Novo Mercado. Este limite se justifica em razão de esses ilícitos causarem danos diretos aos investidores, o que os motivará a acessarem os meios de resolução de conflitos postos a sua disposição.

Nesse cenário, em havendo necessidade de intervenção estatal, a legislação que disciplinará o tema deverá estar voltada à redução desses custos, buscando a otimização de recursos escassos pertencentes aos acionistas – sobretudo os recursos pecuniários. Deste modo, a disciplina legal será importante na medida em que assegurará a redução dos custos de transação de modo a garantir a máxima eficiência possível no sistema de *enforcement* societário.

Tendo isso em vista, o objetivo de uma eventual intervenção estatal deverá ser o de inspirar suficiente confiança nos investidores para que aceitem tornar seus recursos, seus capitais, disponíveis. Isto pressupõe ganhos suficientes e arranjos que controlem o potencial oportunismo daqueles aos quais é confiada a administração cotidiana desses recursos.

O Estado deve ser capaz de criar um ambiente favorável para os negócios, no qual os investidores tenham confiança de que colherão amanhã os frutos dos esforços feitos hoje. Sem tal Estado, é muito improvável que surjam ou sobrevivam mercados operantes, capazes de produzir prosperidade.

Para iniciar a presente pesquisa, no capítulo 2, analisou-se o contexto de criação do segmento do Novo Mercado, o qual se deu, sobretudo, visando a atração de investidores pelo alto nível das regras de governança corporativa – circunstância que contribuiu para o aumento da dispersão acionária neste segmento. Analisou-se também qual é o perfil do investidor brasileiro, bem como os regramentos de *enforcement* a que estão sujeitos.

No capítulo 3, ainda que sem pretensão de esgotar o tema, foram elencados os direitos assegurados aos acionistas minoritários no Brasil, a partir da doutrina de Alfredo de Assis Gonçalves Neto, Guilherme Setoguti Pereira e Osmar Brina Corrêa-Lima. Ademais, considerando que somente com o acesso a informações relevantes o investidor estará apto a avaliar os riscos, valorar os ativos e tomar decisões de investimento, analisou-se a regulamentação do regime informacional do mercado de valores mobiliários brasileiro.

A partir do ferramental da Análise Econômica do Direito e da Teoria dos Custos de Transação, no capítulo 4, passou-se ao estudo dos custos de transação no acesso à justiça dos acionistas minoritários, tendo como base a doutrina de Oksandro Osdival Gonçalves, Marcia Carla Pereira Ribeiro e Fernanda Farina Mansur. Nesta oportunidade, constatou-se a existência de uma série de falhas de mercado, decorrentes, sobretudo, da assimetria informacional.

Para além desses pontos, no capítulo 5, foram analisadas alternativas para reduzir os custos de transação elencados, a fim de assegurar a eficiência do *enforcement* no mercado de capitais. Nesta parte, constatada a necessidade de intervenção estatal ante a ocorrência de múltiplas falhas de mercado, em razão do tema desta dissertação e da extensão do trabalho, foi feito um recorte do Projeto de Lei nº 2.925/2023, tendo sido abordadas apenas as disposições referentes a transparência em processos arbitrais e sobre o sistema de tutela privada de direitos de investidores do mercado de valores mobiliários.

Por fim, a presente pesquisa buscou pavimentar o caminho para a construção de uma nova doutrina jurídica e de um marco legal e regulatório mais adequado à realidade que se apresenta, voltado à compensação de investidores pelas perdas sofridas no mercado de valores mobiliários.

O método de pesquisa utilizado para o desenvolvimento da dissertação foi o hipotético dedutivo. Constatada a situação problema decorrente dos altos custos de transação que dificultam o acesso à justiça dos acionistas minoritários, justificou-se o objeto desta pesquisa. Como fundamento teórico, além da pesquisa bibliográfica, realizou-se estudo empírico para analisar se, no segmento do Novo Mercado, o perfil dos investidores está mais próximo ou mais distante da dispersão acionária – circunstância capaz de impactar a compreensão de quais custos de transação existem no caso em específico. Formulada a hipótese sobre a possibilidade de a

intervenção estatal ser necessária para reduzir os custos de transação elencados – sobretudo os que dizem respeito às assimetrias informacionais - passou-se ao processo de experimentação, chegando-se aos resultados apresentados ao final.

2. O SEGMENTO DO NOVO MERCADO

2.1 A CRIAÇÃO DO NOVO MERCADO NA BOLSA BRASILEIRA

No início do século XXI, a antiga Bovespa estava muito preocupada com a governança corporativa no Brasil. A partir de 1995, o mercado de emissões de ações brasileiro era bastante incipiente e a captação de capital próprio por meio de oferta pública era praticamente impossível. No período de 1995 até 2004 as grandes companhias brasileiras abertas captaram capital quase exclusivamente na bolsa de Nova York por meio de emissões de American Depositary Receipts (ADRs). O mercado para emissões primárias e secundárias estava ilíquido¹.

Sem investidores de carteira ou portfólio não haverá liquidez no mercado, justamente porque controladores não alienam as suas ações com frequência².

A Bovespa e os agentes do mercado analisaram as razões da iliquidez do mercado brasileiro e chegaram à conclusão de que investidores de portfólio evitaram o mercado brasileiro por falta de proteção; em outras palavras existia um *déficit* na governança corporativa horizontal³.

Ocorre que a elevação progressiva dos padrões éticos nas sociedades anônimas foi tentada por diversas vezes desde a edição da LSA em 1976. Os resultados legislativos, influenciados pelos diversos grupos de pressão dos controladores de companhias abertas, sempre ficaram aquém do desejado.⁴

A contínua não resolução desse problema por sucessivas mudanças nas leis societárias motivou a busca de soluções não institucionais. Em um movimento interessante, pois contrário a uma tendência histórica e natural, a mudança foi de uma solução institucional para a contratual. Paralisadas as instâncias institucionais, restou aos particulares, convencidos da necessidade da ética e da aplicação de princípios cooperativos para sobreviver, implementá-los por via contratual.⁵

¹ Liquidez é a possibilidade de comprar e vender, a qualquer momento, uma grande quantidade de ações sem que isso tenha um forte impacto no preço. SESTER, Peter. O efeito erga omnes da arbitragem coletiva. In: CUEVA, Ricardo Villas Bôas; GUIMARÃES, Márcio Souza (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 93-94.

² SESTER, Peter. O efeito erga omnes da arbitragem coletiva. In: CUEVA, Ricardo Villas Bôas; GUIMARÃES, Márcio Souza (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 93.

³ SESTER, Peter. O efeito erga omnes da arbitragem coletiva. In: CUEVA, Ricardo Villas Bôas; GUIMARÃES, Márcio Souza (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2023, p. 95.

⁴ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2019, p. 95.

⁵ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2019, p. 95.

A partir daí é que foi dado início a uma das formas de autorregulação voluntária: os regulamentos que delimitam as regras dos segmentos de listagem da atual B3. Estes segmentos são de adesão facultativa em que as companhias aderentes se submetem a uma série de regras adicionais àquelas já advindas da regulação estatal concernentes à governança corporativa⁶.

São seis os níveis de listagem da B3: Básico; Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2 e o Novo Mercado, cada qual com suas exigências particulares por regulamento.

Os segmentos foram criados em 2001, na época pela Bovespa, para facilitar a classificação das empresas quanto ao nível de governança corporativa, e a consequente identificação por parte dos investidores daquelas companhias que possuem as melhores práticas.⁷

Isso se deu levando em conta que, no processo de eliminação das vantagens e desvantagens competitivas fundadas exclusivamente no marco institucional, prevalece o padrão mais elevado da regulação jurídica. Em relação ao mercado de capitais, a globalização também importa o nivelamento pelo alto. O investidor brasileiro tem o mundo todo para investir. Optará, deste modo, por aportar suas disponibilidades nas companhias listadas na B3 apenas se estas se apresentarem mais atraentes – em aspectos de segurança e rentabilidade - no cotejo com as muitas alternativas de investimentos postas ao seu alcance pelas bolsas de valores espalhadas pelo planeta.⁸

Mas não somente o investidor brasileiro tem essa opção: o investidor de qualquer país tem o mundo para investir. Neste cenário, se não forem adotadas boas práticas de governança corporativa, as companhias brasileiras simplesmente não conseguirão se sair bem na competição global pelo investidor, ambientada na bolsa de valores.⁹

Como o objeto de nosso estudo serão companhias abertas listadas no Novo Mercado, focaremos a análise nas exigências informacionais deste regramento.

Tal segmento foi criado com o objetivo de propiciar um ambiente em que as empresas, contribuindo para a maior transparência de informações, forneçam maior segurança aos investidores e amenizem seus custos de transação na captação de recursos.

⁶ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 41.

⁷ ROCHA, Ricardo H.; CESTARI, Walter; PIELLUSCH, Marcos. **Mercado de capitais e bolsa de valores**. São Paulo: Editora Manole, 2023, p. 194.

⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre os Acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.) **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 51.

⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre os Acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.) **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 51.

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.¹⁰ Ou seja, criou-se uma seção especial do mercado de valores mobiliários na Bovespa, destinado à negociação de ações de empresas que voluntariamente se comprometem a adotar práticas de *disclosure*, além daquelas tradicionalmente exigidas pela legislação¹¹.

2.2 A RECENTE EVOLUÇÃO DA DISPERSÃO DO CAPITAL E O PERFIL DO INVESTIDOR NO BRASIL

Nos anos 2000, estudos empíricos revelavam que as companhias abertas brasileiras eram caracterizadas pela concentração acionária.¹² Todavia, desde a criação do Novo Mercado em 2000, as companhias abertas brasileiras organizadas com dispersão acionária vem crescendo gradativamente – muito embora estejamos ainda bastante distantes do panorama de dispersão acionária descrito por Berle e Means nos Estados Unidos da América há mais de 70 anos.

A adesão ao Novo Mercado possibilitou que muitas companhias fossem ofertadas publicamente, principalmente por conta das regras de governança corporativa que presam pela transparência. Esse fato acabou contribuindo para a dispersão do capital acionário, já que o número de ações em circulação aumentou.¹³

O Novo Mercado assume papel de destaque no mercado de capitais brasileiro. Em 2006 e 2007 praticamente todas as aberturas de capital realizadas na Bolsa foram feitas em algum

¹⁰ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2019, p. 94.

¹¹ JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 120.

¹² A partir da análise dos dados de 325 companhias abertas brasileiras, referentes ao exercício social de 1996, constatou-se que 62,5% das companhias analisadas possuíam um acionista detentor de 74% do capital social votante da companhia. VALADARES, Silvia Mourthé; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. *Ownership and Control Structure of Brazilian Companies*. New York: **Social Science Research Network**, 2000. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=213409>>. Acesso em 11 jul. 2023. Em 2001, Korn/Ferry International e McKinsey & Company fizeram uma pesquisa entre 174 companhias brasileiras com receita mínima anual de US\$ 250 milhões e concluíram que 61% das ações ordinárias pertenciam, em média, a um único acionista. Os três maiores acionistas, por sua vez, detinham 85% das ações ordinárias. *Apud* OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 57.

¹³ MENEZES, Isabella Simão. *Aquisição do Controle de Companhias Abertas: Estudo Sobre a Oferta Pública de Aquisição de Ações*. São Paulo: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 76/2017, 2017, p. 100.

dos segmentos do Novo Mercado.¹⁴ Em 2023 e 2024 aproximadamente 75% das ofertas públicas de ações registradas na CVM foram de companhias listadas no Novo Mercado.¹⁵

Essa é uma importante demonstração dos positivos efeitos de seleção criados pela exaltação de qualidades – técnica denominada de *screening* – de padrões de governança adotados por companhias listadas no Novo Mercado. Ou seja, os investidores de mercado podem, da maneira mais direta e prática possível, comparar qualidades das companhias, valorizando aquelas que apresentam padrões mais elevados de práticas corporativas – ainda que essa certificação seja, no mais das vezes, meramente econômico-financeira, nada garantindo em relação à esfera jurídica e ética.¹⁶

Desse modo, a concorrência entre companhias abertas por investidores não se dá exclusivamente com base em uma comparação de taxas de rentabilidade, mas também com base em comparação de regras internas e estruturas de governança corporativa que garantam os direitos desses investidores, característica que acaba por privilegiar as companhias inscritas no Novo Mercado e justificar a sua preferência.

Erik Federico Oioli¹⁷ analisou a estrutura acionária de 92 companhias listadas no Novo Mercado entre os anos de 2002 a 2007. O objetivo da pesquisa consistiu na coleta das seguintes informações: i) existência de acionista controlador; ii) existência de acordo de acionistas; iii) posição acionária do maior acionista; iv) posição acionária dos três maiores acionistas; e v) posição acionária dos cinco maiores acionistas.

Foi possível constatar que o percentual médio de controle entre todas as companhias analisadas era de 51,62% (61,43% nas companhias com controle majoritário e 35,71% nas companhias com capital disperso). Na média, o maior acionista possuía 36,55% do capital social (47,38% nas companhias com controle majoritário e 24,98% nas companhias com capital disperso). Já os três e os cinco maiores acionistas eram detentores de, aproximada e respectivamente, 53,73% e 57,85% do capital social. Ainda, em relação ao total de companhias analisadas, em 38,71% delas havia instrumento de acordo de acionistas firmado para exercício do poder de controle.

¹⁴ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2019, p. 96.

¹⁵ Constatação realizada a partir das informações disponíveis na página da rede mundial de computadores da B3 (www.b3.com.br) e acesso aos seguintes campos: “Produtos e Serviços” > “Soluções para Emissores” > “Ofertas Públicas” > “Estatísticas”.

¹⁶ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2019, p. 93.

¹⁷ OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 58-67.

Por sua vez, os dados da análise da estrutura acionária das 73 companhias listadas no Novo Mercado entre os anos de 2019 e 2024 são igualmente interessantes¹⁸. A pesquisa foi feita a partir da identificação de cada uma das referidas companhias como listadas no Novo Mercado, pela consulta ao endereço eletrônico da B3 (www.b3.com.br) e acesso aos seguintes campos: “Produtos e Serviços” > “Negociação” > “Renda variável” > “Ações” > “Empresas Listadas”. Neste foram acessadas as companhias listadas entre os anos de 2019 a 2024, selecionando-se as inscritas no Novo Mercado e consultando o campo “Posição acionária”, em que foram coletadas as informações mais recentes de cada uma dessas companhias. Para localizar as informações acerca da existência de acionista controlador e acordo de acionistas foram consultados os endereços eletrônicos das respectivas companhias e o campo “Relações com Investidores” foi acessado.

O objetivo desta pesquisa consistiu na coleta e na atualização das informações previstas no estudo anterior: i) existência de acionista controlador¹⁹; ii) existência de acordo de acionistas; iii) posição acionária do maior acionista; iv) posição acionária dos três maiores acionistas; e v) posição acionária dos cinco maiores acionistas.

TABELA 1 – Companhias Inscritas no Novo Mercado e o Percentual dos Acionistas sobre o Capital Social

Companhia do Novo Mercado	Percentual sobre o capital social (somente ações ordinárias)				
	Bloco de Controle	Acordo de Acionistas	Maior Acionista	3 maiores acionistas	5 maiores acionistas
AERIS IND. E COM. DE EQUIP. GERACAO DE ENERGIA S/A	37,34%	Sim	37,34%	60,22%	70,24%
AES BRASIL ENERGIA S.A	47,32%	Sim	29,04%	54,3%	n/d
AGROGALAXY PARTICIPAÇÕES S.A.	54,2%	Sim	24,93%	47,43%	53,87%
ALLIED TECNOLOGIA S.A	47,39%	Sim	47,39%	72,3%	n/d

¹⁸ As informações coletadas na pesquisa, bem como seus resultados, foram obtidos entre 18 de março de 2024 e 8 de abril de 2024. Foram analisadas 73 companhias inscritas no Novo Mercado neste período, de um total de 503 companhias registradas na bolsa de valores (2019 - 9 companhias encontradas; 2020 - 69 empresas encontradas; 2021 - 164 companhias encontradas; 2022 - 117 companhias encontradas; 2023 - 139 companhias encontradas; 2024 - 5 companhias encontradas). Em 2023 e 2024 não foram localizadas companhias listadas no Novo Mercado (resultado obtido até o final do mês de maio de 2024).

¹⁹De acordo com o art. 116, *caput*, alíneas “a” e “b”, da LSA, classifica-se como acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum que é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

O conceito de capital disperso, por sua vez, encontra acolhida, de certa forma, na própria LSA, no art. 137, II, “b”. Tal dispositivo, ao tratar da exclusão do direito de retirada dos acionistas dissidentes nos casos de fusão, incorporação ou participação em grupos de sociedades, considera “dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação”.

ALLPARK EMPREENDIMENTOS PARTICIPACOES SERVICOS S.A	38,22%	Não	38,22%	76,02%	82,27%
ALPHAVILLE S.A.	78,4%	Sim	40,49%	87,17%	95,18%
AMBIPAR PARTICIPACOES E EMPREENDIMENTOS S/A	66,66%	Sim	41,36%	71,97%	n/d
ARMAC LOCAÇÃO LOGÍSTICA E SERVIÇOS S.A	50,22%	Não	17,70%	51,22%	73,39%
AUREN ENERGIA S.A	70,8%	Sim	38,73%	n/d	n/d
BEMOBI MOBILE TECH S.A	37,59%	Sim	37,59%	52,66%	n/d
BLAU FARMACÊUTICA S.A.	82,50%	Não	82,50%	n/d	n/d
BOA SAFRA SEMENTES S.A	30,19%	Sim	30,19%	66,68%	n/d
BRISANET PARTICIPAÇÕES S.A	78,7%	Sim	33%	56,74%	68,54%
CAIXA SEGURIDADE PARTICIPAÇÕES S.A	82,75%	Não	82,75%	n/d	n/d
CEA MODAS S.A	65,32%	Sim	32,75%	65,32%	n/d
CLEAR SALE S.A	35,29%	Sim	35,29%	52,87%	65,37%
CM HOSPITALAR S.A	21,62%	Não	21,61%	49,41%	59,13%
COMPANHIA BRASILEIRA DE ALUMÍNIO	68,6%	Não	68,6%	n/d	n/d
CRUZEIRO DO SUL EDUCACIONAL S.A	36,40%	Sim	36,40%	71,65%	87,6%
CURY CONSTRUTORA E INCORPORADORA S.A.	56,26%	Sim	21,77%	54,16%	55,92%
DESKTOP S.A	38,06%	Não	38,06%	66,88%	n/d
DOTZ S.A	66,93%	Sim	66,93%	80,18%	n/d
D1000 VAREJO FARMA PARTICIPAÇÕES S.A.	67,13%	Não	67,13%	n/d	n/d
ELETROMIDIAS S.A	47,1%	Sim	47,1%	n/d	n/d
EMPREENDIMENTOS PAGUE MENOS S.A	38,3%	Sim	35,53%	52,47%	60,5%
ENJOEI S.A	19,85%	Sim	10,91%	25,8%	38,49%
GETNINJAS S.A	66,36%	Não	66,36%	n/d	n/d
GPS PARTICIPAÇÕES E EMPREENDIMENTOS S.A	13,93%	Sim	13,93%	32,35%	40,35%
GRUPO DE MODA SOMA S.A	36,31%	Sim	9,75%	25,77%	34,25%
GRUPO MATEUS S.A	79%	Sim	41,67%	67,94%	83,48%
GRUPO SBF S.A	32,84%	Não	32,84%	57,69%	58,52%
HBR REALTY EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A	49%	Não	49%	n/d	n/d
HIDROVIAS DO BRASIL S.A	15,22%	Não	15,22%	35,57%	52,93%
HOSPITAL MATER DEI S/A	57,36%	Não	57,36%	67,69%	72,15%
INFRACOMMERCE CXAAS S.A.	7,91%	Não	7,91%	19,48%	25,99%
INTELBRAS S.A. IND DE TELECOMUNICAÇÕES S.A	64,15%	Sim	9,67%	26,9%	39,54%
JALLES MACHADO S.A	36,32%	Sim	35,98%	50,1%	54,32%
KORA SAÚDE PARTICIPAÇÕES S.A	62,4%	Sim	62,4%	77,29%	86,17%

LAVVI EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS S.A.	60,9%	Sim	24,02%	55,28%	68,73%
LIVETECH DA BAHIA INDUSTRIA E COMERCIO S/A	35,47%	Sim	35,47%	75,38%	n/d
LOCAWEB SERVIÇOS DE INTERNET S.A	15,03%	Não	15,03%	27,22%	38,5%
LOJAS QUERO-QUERO S.A	20,20%	Não	20,20%	41,1%	n/d
MÉLIUZ S.A.	24,2%	Sim	19,96%	23,64%	n/d
MELNICK DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A.	37,56%	Sim	37,56%	67,17%	n/d
MITRE REALTY EMPREENDIMENTOS	40,78%	Sim	23,20%	38,71%	45,81%
MOURA DUBEUX ENGENHARIA S.A	34,4%	Sim	11,55%	32,4%	49,83%
MOBLY S.A	51,16%	Não	51,16%	71,8%	n/d
MULTILASER INDUSTRIAL S.A	41,05%	Não	41,05%	75,23%	n/d
MPM CORPÓREOS S.A	16,90%	Sim	16,90%	43,84%	59,05%
NATURA &CO HOLDING S.A.	38,45%	Sim	14,36%	26,63%	34,95%
NEOGRID PARTICIPAÇÕES S.A	51,84%	Não	51,84%	n/d	n/d
OCEANPACT SERVICOS MARITIMOS S.A.	30,70%	Sim	30,70%	50,83%	53,18%
ONCOCLINICAS DO BRASIL SERVICOS MEDICOS S.A.	45,48%	Sim	45,48%	n/d	n/d
ORIZON VALORIZAÇÃO DE RESÍDUOS S.A	44,97%	Não	14,60%	29,12%	39,48%
PET CENTER COMERCIO E PARTICIPACOES S.A.	29,06%	Não	26,47%	41,98%	n/d
PETRORECONCAVO S.A.	23,44%	Não	19,61%	42,26%	52,84%
PLANO & PLANO DESENVOLVIMENTO IMOBILIÁRIO S.A	33,51%	Não	33,51%	70,28%	n/d
REDE DOR SÃO LUIZ S.A.	46,7%	Não	18,99%	48,84%	54,56%
SENDAS DISTRIBUIDORA S.A.	10,7%	Não	10,7%	25,71%	n/d
SEQUOIA LOGISTICA E TRANSPORTE S.A	23,4%	Sim	23,4%	35,62%	n/d
SERENA ENERGIA S.A	44,25%	Sim	31,77%	66,31%	70,4%
SIMPAR S.A	65,15%	Não	59,04%	n/d	n/d
TC S.A	37,20%	Sim	26,76%	55,17%	65,61%
TERRA SANTA PROPRIEDADES AGRÍCOLAS S.A	45,02%	Não	26,34%	68,07%	n/d
TIM S.A	66,60%	Não	66,60%	n/d	n/d
TRÊS TENTOS AGROINDUSTRIAL S/A	74,8%	Sim	14,28%	37,19%	51,88%
UNIFIQUE TELECOMUNICAÇÕES S.A	65,04%	Não	65,04%	71,83%	72,54%
VAMOS LOCAÇÃO DE CAMINHÕES. MÁQUINAS E EQUIP. S.A	54,82%	Não	54,82%	n/d	n/d
VITTIA S.A.	30,86%	Sim	30,86%	69,29%	n/d
VIVARA	46,27%	Sim	26,22%	44,27%	n/d

WESTWING COMERCIO VAREJISTA S.A.	38,42%	Sim	38,42%	69,92%	n/d
WILSON SONS S.A.	56,52%	Não	56,52%	78,48%	n/d
3R PETROLEUM ÓLEO E GÁS AS	8,4%	Não	8,4%	19,2%	24,2%
Média	44,8	-	37,04	53,4%	60,2%

Fonte: A pesquisa foi feita a partir da identificação de cada uma das referidas companhias como listadas no Novo Mercado, pela consulta ao endereço eletrônico da B3 e acesso aos seguintes campos: “Produtos e Serviços” > “Negociação” > “Renda variável” > “Ações” > “Empresas Listadas”. Neste foram acessadas as companhias listadas entre os anos de 2019 a 2024, selecionando-se as inscritas no Novo Mercado e consultando o campo “Posição acionária”, em que foram coletadas as informações mais recentes de cada uma dessas companhias.

O percentual médio de controle entre todas as companhias analisadas é de 44,8% (37% das companhias com controle majoritário e 63% das companhias com capital disperso). Na média, o maior acionista possui 37,04% do capital social (19,1% nas companhias com controle majoritário e 80,9% nas companhias com capital disperso). Já os três e os cinco maiores acionistas detêm, aproximada e respectivamente, 53,4% e 60,2% do capital social.

A partir desses números foram identificados dois grandes grupos de companhias: o de companhias com controle majoritário e o de companhias com capital disperso.

Com relação ao primeiro grupo, os números relativos à concentração acionária sofreram uma leve queda quando comparado com o estudo desenvolvido por Erik Frederico Oioli, deixando de representar o cenário majoritário do mercado de ações, contribuindo para os indicativos que apontam para dispersão de capital.

Entretanto, um dado interessante que foi constatado é a relevância do acordo de acionistas como instrumento de organização do poder de controle. Em relação ao total de companhias analisadas, em 58,6% delas há instrumento de acordo de acionistas firmado para exercício desse poder, pelo que se conclui que tal instrumento tem papel fundamental para a formação – ou tentativa de formação - desse tipo de controle entre as companhias do Novo Mercado.

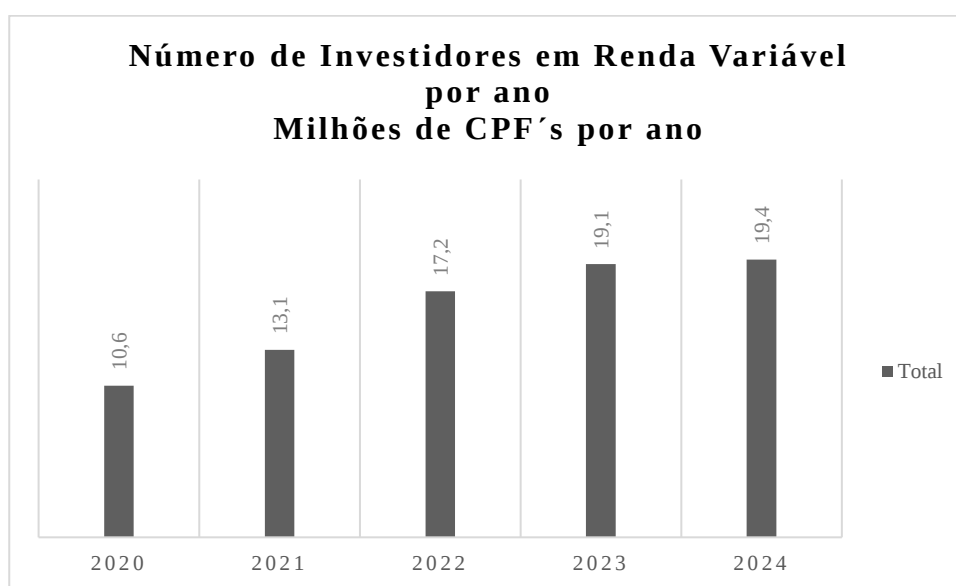
Por sua vez, no que diz respeito ao perfil dos investidores brasileiros é importante destacar o seguinte.

Desde 2021, a média de investidores que fazem ao menos um negócio no mês está acima de 1,5 milhão; a título exemplificativo, em março de 2024, 1,7 milhão de investidores fizeram ao menos uma operação no segmento de *equities* - Ações à Vista, Fundos de Investimento

Imobiliário, Fundos de Índice, *Brazilian Depositary Receipts*, dentre outros. Esses investidores são responsáveis por 14% do volume de recursos investidos na B3.²⁰

Inclusive, o ano de 2024 foi recorde em número de CPFs distintos de investidores em renda fixa e variável, com 19,4 milhões de pessoas físicas (descontando as duplicidades de investidores que investem em produtos das duas modalidades ou mais), uma alta de 2% no ano. Desde 2020, a base de investidores já cresceu mais de 80%.²¹

ELEMENTO GRÁFICO 1 – Número de Investidores em Renda Variável por ano



Fonte: Relatório sobre Pessoa Física CVM - 1º Trimestre de 2024.

No entanto, a partir de dados fornecidos pela B3²², foi possível verificar que, enquanto o número de investidores pessoa física na negociação de renda variável aumentou consideravelmente nos últimos anos, o saldo mediano investido pelas pessoas físicas reduziu.

²⁰ B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Pessoa Física CVM - 1º Trimestre de 2024**. São Paulo: B3, 2024. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/marketdata/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/ >. Acesso em 21 jul. 2024. Base de Dados.

²¹ Nesse ponto, importa diferenciar que cada CPF corresponde a um investidor, enquanto cada conta pode ser equivalente a um investidor em determinada corretora. B3. Bolsa de Valores São Paulo. **Número de Pessoas Físicas Cresce em 2024 e atinge marca de 19,4 milhões de investidores na B3**. São Paulo, SP: 2024. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/pessoas-fisicas-na-b3.htm> Acesso em: 21 jul. 2024. Base de Dados.

²² B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Uma Análise da Evolução dos Investidores Pessoas Físicas na B3**. São Paulo: B3, 2020. 16 p. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/ >. Acesso em 21 jul. 2024. Base de Dados.

Dos 223 mil novos investidores de março de 2020, 30% fez o primeiro investimento com menos de R\$500,00 (quinhentos reais).²³ Entre os 303 mil investidores que entraram no primeiro trimestre de 2024, 23% fizeram seu primeiro investimento com até R\$40,00 (quarenta reais). Observou-se que 52% entraram com investimentos de até R\$ 200,00 (duzentos reais).²⁴

A redução do saldo mediano das pessoas físicas ao longo dos anos indica atração de pequenos investidores, o que ocorreu mesmo em um cenário de incerteza global - marcado pela pandemia e pela guerra entre a Rússia e Ucrânia - e de juros mais altos.²⁵

Por todo o exposto, verifica-se que a tendência é que, se o mercado brasileiro continuar a se desenvolver, surjam cada vez mais companhias com dispersão acionária, mais pessoas físicas investindo em renda fixa e variável, cujos aportes tendem a ser cada vez menos expressivos. Neste cenário, novos desafios se apresentariam, exigindo que alguns conceitos da legislação societária sejam repensados, sobretudo quando se leva em conta que a LSA foi estruturada em torno da figura do acionista controlador.

2.3 A PROPOSTA DO NOVO MERCADO

Ao subscrever ações de uma companhia do Novo Mercado, o acionista passa a se sujeitar a um complexo de disposições legais e estatutárias que lhe asseguram direitos e impõe obrigações.

A proposta do Novo Mercado repousa sobre três bases principais. A primeira base, sem dúvida, trata-se da informação completa. Isso porque, os requisitos de informação previstos no regulamento vão muito além dos previstos na lei societária. Já a segunda viga de sustentação consiste no reforço das garantias patrimoniais dos minoritários no momento da saída da sociedade.²⁶

²³ B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Uma Análise da Evolução dos Investidores Pessoas Físicas na B3**. São Paulo: B3, 2020. 16 p. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/ >. Acesso em 21 jul. 2024. Base de Dados.

²⁴ B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Pessoa Física CVM - 1º Trimestre de 2024**. São Paulo: B3, 2024. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/marketdata/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/ >. Acesso em 21 jul. 2024. Base de Dados.

²⁵ Considerando o seguinte cenário da Taxa SELIC (% a. a.): em fevereiro de 2019, 6,40%, em fevereiro de 2020, 4,15%, em fevereiro de 2021, 1,90%, em fevereiro de 2022, 10,65% e em fevereiro de 2023, 13,65%. BCB – Banco Central do Brasil. **Taxas de juros básicas – Histórico**. Brasília: BCB, 2024. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros> > Acesso em 03 ago. 2024. Base de Dados.

²⁶ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2019, p. 96.

Todavia, segundo Calixto Salomão Filho²⁷, é apenas na terceira linha de sustentação que se nota algo de verdadeiramente original. Trata-se das chamadas proteções estruturais, as quais modificam, de fato, a própria conformação interna das sociedades. São elas de duas ordens. Em primeiro lugar, a previsão da existência apenas de ações ordinárias²⁸ torna mais caro o controle totalitário, pois obriga o controlador a despendar mais, caso queira manter o controle. Torna-se mais difícil, portanto, a sociedade de fato unipessoal.

Tal circunstância, inclusive, justifica o uso frequente de acordo de acionistas para a manutenção do controle – conforme se analisou no tópico anterior. Além disso, cria-se incentivo maior ao investidor de longo prazo, interessado direto nas decisões empresariais, uma vez que todos os acionistas passam a ter direito de participar ativamente.

A segunda mudança estrutural – que é a que diz respeito ao presente estudo - está na previsão de resolução de todos os conflitos oriundos do Novo Mercado por arbitragem. A esse respeito, disciplina o art. 39 do Regulamento do Novo Mercado da B3²⁹, que o estatuto social das companhias deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, oriunda, inclusive, da sua condição de acionistas.

A LSA, alterada em 2001, positivou expressamente a possibilidade de utilização da arbitragem para solucionar divergências societárias (art. 109, parágrafo 3º). Em 2015, foi realizada uma nova modificação legal, incluindo no referido diploma o art. 136-A, que prevê a vinculação de todos os acionistas da companhia à cláusula arbitral inserida em seu estatuto, garantindo-se ao acionista que com ela não concorde o direito de retirada da sociedade, a ser exercido em prazo determinado.

²⁷ FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2019, p. 96.

²⁸ Ações ordinárias são aquelas que normalmente asseguram aos respectivos titulares os direitos comuns de sócio (direito de participar das deliberações sociais, de votar e ser votado, de receber dividendos, de fiscalizar a gestão dos administradores, de preferência na submissão de novas ações etc). Essa afirmação é válida para as companhias abertas. Nas companhias fechadas, porém, há possibilidade de se criar diferenciação entre ações ordinárias, dividindo-as em classes diversas. Por sua vez, as ações preferenciais, como o próprio nome indica, são aquelas que conferem a seus titulares um ou mais das seguintes vantagens: prioridade na distribuição de dividendo; prioridade no reembolso de capital, com prêmio ou sem ele; na acumulação das preferências e vantagens de que tratam os itens anteriores. As preferenciais têm direito a voto, salvo disposição estatutária que o restrinja ou exclua. GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de Direito Societário: Sociedade Anônima**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005, p. 76-80.

²⁹ B3 - B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Regulamento do Novo Mercado**. São Paulo, SP: 2017. 45 p. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf> >Acesso em: 27 jul. 2024.

De fato, a arbitragem vem sendo considerada meio adequado para a resolução de litígios diante do maior grau de especialização dos julgadores, da maior celeridade do procedimento³⁰ e da maior maleabilidade das regras procedimentais, as quais poderão ser pré-definidas pelas partes.

Tal constatação decorre do fato de que, conforme destaca Diego Franzoni, “os árbitros são seres do mercado”³¹. Ao contrário dos juízes, que em geral desde cedo se conformam aos quadros estatais, os árbitros, que geralmente são advogados ou outros profissionais liberais por formação, fazem parte da mesma dinâmica que os empresários. Ao jogarem o jogo do mercado, os árbitros acabam se habituando ao funcionamento do mundo corporativo e da iniciativa privada.

Assim, parece intuitivo que a experiência de profissionais liberais, na busca da viabilização da sua própria atividade profissional (mesmo que intelectual), tende a torná-los mais sensíveis do que os juízes estatais em relação aos interesses dos sócios e acionistas em litígio.³² Pelo seu próprio perfil profissional e pela atividade que desenvolvem, esses profissionais possivelmente poderão tratar dos conflitos societários com uma sensibilidade maior em relação aos interesses conflitantes em disputa.³³

Não fosse isso o suficiente, os árbitros se comprometem a dispor uma quantidade de tempo específica para o julgamento de um determinado caso, o que gera, inclusive, maior celeridade no julgamento das causas.

A arbitragem geralmente é marcada por uma maior informalidade e flexibilidade de procedimento quando comparada ao processo judicial. A criação desse ambiente mais informal acarreta uma maior eficiência dos árbitros na busca do conhecimento dos fatos e na instituição do pleno contraditório entre as partes. Isso porque as regras de ônus da prova são aplicadas com

³⁰ O tempo médio de duração dos procedimentos arbitrais administrados pela Câmara de Arbitragem do Mercado é de 19 meses, do requerimento até a sentença ou pedido de esclarecimentos, e de 19,5 meses, a partir da assinatura do termo de arbitragem, considerando os procedimentos com sentença de mérito encerrados no ano de 2022. CAM - Câmara de Arbitragem do Mercado. **Estatísticas**. São Paulo: CAM, 2024. Disponível em: < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-BR/sobre--estatisticas.html> > Acesso em: 27 ago. 2024. Base de Dados. Por outro lado, no que diz respeito à Justiça Estadual, os processos estão pendentes há uma média de 4 anos e 5 meses; e os baixados levam uma média de 2 anos e 10 meses para serem solucionados. CNJ - Conselho Nacional de Justiça. **Justiça em Números 2024**. Brasília: CNJ, 2024. Disponível em: < <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2024/05/justica-em-numeros-2024.pdf> > Acesso em: 31 ago. 2024. Base de dados.

³¹ FRANZONI, Diego. Adequação da Arbitragem em Matéria Societária. In: WAMBIER, Teresa Arruda Alvim; TALAMINI, Eduardo (Coord.). **Arbitragem Societária**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

³² Todavia, quando se fala de sociedades de capital aberto, será necessário considerar não apenas o interesse de cada investidor individualmente considerado, mas também o interesse geral do mercado de valores mobiliários. A questão deverá ser encarada por um ângulo menos privado e mais coletivo.

³³ FRANZONI, Diego. Adequação da Arbitragem em Matéria Societária. In: WAMBIER, Teresa Arruda Alvim; TALAMINI, Eduardo (Coord.). **Arbitragem Societária**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

menos rigor em prol de uma resolução mais eficiente do litígio do ponto de vista do direito material.³⁴

Dessa maneira, a partir da arbitragem, permite-se a análise de questões relativas a direito societário e mercado de capitais por cortes especializadas, o que representa uma possibilidade de tomada de decisões mais efetivas e que contribuam para o aumento da segurança jurídica das companhias e dos investidores.³⁵

Tais conhecidos benefícios da via arbitral assumem ainda maior relevo em um país em desenvolvimento com um Poder Judiciário congestionado como o Brasil.

Há estudos realizados pelo próprio Poder Judiciário demonstrando a existência de nível indesejado de morosidade, de falta de especialização dos magistrados e de problemas de infraestrutura.³⁶ Ao considerar-se que especialização e celeridade na solução de conflitos são atributos essenciais para conferir segurança e credibilidade ao sistema de mercado, torna-se irrefutável a conclusão de que o Judiciário brasileiro, ao menos no momento atual, não se encontra aparelhado para exercer esse papel.³⁷

Ademais, conforme constatado em pesquisa empírica desenvolvida por Viviane Mueller Prado, o Poder Judiciário não aparece como uma instituição constantemente procurada por investidores, seja individualmente, seja coletivamente. Isso se dá principalmente pelo fato de que os resultados dos julgamentos das demandas não asseguram retorno direto nem aos investidores, nem ao aperfeiçoamento do mercado de valores mobiliários e à sua regulamentação.³⁸

³⁴ FRANZONI, Diego. Adequação da Arbitragem em Matéria Societária. In: WAMBIER, Teresa Arruda Alvim; TALAMINI, Eduardo (Coord.). **Arbitragem Societária**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

³⁵ OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. V. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 66.

³⁶ Conforme dados obtidos perante o Conselho Nacional de Justiça, as varas de primeiro grau estão hoje sobrecarregadas, problema que afeta principalmente unidades de comarcas do interior, onde são raras as varas especializadas e os processos judiciais que envolvem diferentes matérias, como família, recuperação, falência, crime, saúde e empresa. Outro dado relevante diz respeito à “taxa de congestionamento” do poder judiciário. Tal taxa se refere ao número de processos pendentes de baixa em primeiro grau de jurisdição. A fase de Conhecimento não Criminal - que abrange casos cíveis, atos infracionais, família e empresariais - possui uma Taxa de Congestionamento de 64,8% (sessenta e quatro vírgula oito por cento), com 26.880.993 (vinte e seis milhões, oitocentos e oitenta e oito mil, novecentos e noventa e três) casos pendentes. CNJ - Conselho Nacional de Justiça. **Justiça em Números 2024**. Brasília: CNJ, 2024. Disponível em: < <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2024/05/justica-em-numeros-2024.pdf> > Acesso em: 31 ago. 2024. Base de dados.

³⁷ MUNHOZ, Eduardo Secchi. A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 85.

³⁸ Em pesquisa nos repositórios de jurisprudência dos tribunais de justiça das regiões Sul e Sudeste e nos tribunais federais da terceira e quarta região, constata-se que são poucos os casos envolvendo pleitos individuais para ressarcimento dos investidores por danos causados por falhas informacionais. PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 379.

Para além disso, conforme foi possível visualizar no presente estudo, a utilização deste método de resolução de conflitos está relacionada com boas práticas de governança corporativa. Inclusive, em estudo empírico desenvolvido por Mariana Pargendler, Viviane Mueller Prado e Alberto Barbosa Jr.³⁹, constatou-se que a extensão e importância da arbitragem no mercado de capitais brasileiro é muito maior do que se poderia supor tendo em vista exclusivamente a obrigatoriedade da inclusão de cláusula arbitral estatutária para as companhias listadas no Nível 2, no Novo Mercado e no Bovespa Mais. Uma parcela significativa de companhias nos segmentos Tradicional e Nível 1 também inseriram cláusulas arbitrais em seus estatutos sociais. Além disso, expressiva maioria das companhias listadas têm optado pela via arbitral para a resolução de conflitos oriundos de acordos de acionistas.

Acerca da temática, em 19 de novembro de 2020, a OCDE publicou o relatório “O *Enforcement* Privado dos Direitos dos Acionistas: Uma Comparação de Jurisdições Seleccionadas e Alternativas de Políticas para o Brasil”⁴⁰, que contém conclusões e sugestões para a melhora do ambiente de proteção a acionistas e investidores no Brasil⁴¹. O relatório contém recomendações de política legislativa, regulatória e institucional sobre (i) arbitragem coletiva e (ii) ações indenizatórias contra administrador e acionista controlador no Brasil. O projeto conduzido pela OCDE analisou legislações de 10 (dez) países (Alemanha, Brasil, Espanha, Estados Unidos, França, Israel, Itália, Portugal, Reino Unido e Singapura), relativamente a ações indenizatórias contra administradores e acionistas controladores, e arbitragem coletiva.

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

³⁹ PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Mueller; BARBOSA JR., Alberto. Cláusulas Arbitrais no Mercado de Capitais Brasileiro: alguns dados empíricos. São Paulo: **Revista de Arbitragem e Mediação**. vol. 2040/2014, p. 107, 2014.

⁴⁰ Uma tradução livre de “Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil”.

⁴¹ OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development. **Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil**. Paris: OCDE, 2020. Disponível em: < OECD tempora <https://web-archive.oecd.org/temp/2022-03-25/570141-shareholder-rights-brazil.htm> > Acesso em: 04 ago. 2024. Base de Dados.

Em razão de tal cenário, questiona-se se o cumprimento e a exigibilidade das normas jurídicas – aqui também chamados de sistema de *enforcement* – vêm sendo eficazes com a imposição de arbitragem para solução de conflitos societários dos acionistas que aderem a companhias do Novo Mercado.

2.3.1 RELEVÂNCIA DO SISTEMA DE *ENFORCEMENT* PARA O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Em obra clássica, Natalino Irti⁴² contrapõe o entendimento de que, em tese, o mercado não precisaria do direito estatal, pois ele mesmo seria capaz de produzir o seu próprio direito. Isso porque, não se conhece como verdadeiro algum mercado que não pressuponha institutos jurídicos. Destacou, ainda, o autor que os defensores da espontânea normatividade do mercado imaginam um estado originário e primordial em que os homens negociam e estipulam acordos que seriam, por si só, vinculativos e obrigatórios. Tal lógica, todavia, não explica o porquê de tais acordos possuírem eficácia vinculante, bem como quais os remédios e sanções seriam predispostos em caso de descumprimento. Nesse contexto, abordou a indispensabilidade da força coercitiva, sobretudo quando os pactos são violados e os indivíduos se descobrem impotentes e desarmados. Portanto, concluiu Irti, a eficácia dos acordos particulares e as regras de mercado pressupõe os ordenamentos jurídicos e a força coercitiva decorrentes da sua aplicação.

Não por outro motivo é que se afirma que a eficiência e o grau de desenvolvimento de um dado mercado de capitais dependem, diretamente, da efetividade de seus mecanismos de *enforcement*.⁴³ Nesse cenário, a inexistência de um sistema eficiente de cumprimento das normas societárias acaba sendo vista como um dos fatores impeditivos do desenvolvimento do mercado de capitais.⁴⁴ A assertiva parte da ideia de que investidores não participarão do mercado de capitais se estiverem temerosos de que seus direitos não serão respeitados pelos tomadores de recursos, o que gera um círculo vicioso que impede a evolução do mercado.⁴⁵

⁴² IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros, jan/mar 2007, v. 145, p. 45-48.

⁴³ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 39.

⁴⁴ MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 78.

⁴⁵ MUNHOZ, Eduardo Secchi. “A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem”. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 78.

Ocorre que, colhe-se com frequência na doutrina a opinião de que o sistema brasileiro de cumprimento forçado das normas societárias e do mercado de capitais é pouco efetivo.⁴⁶

Em Dissertação de Mestrado, Ana Carolina Rodrigues⁴⁷ conduziu um estudo cuja conclusão apontou que as ações de responsabilidade civil são pouco utilizadas como instrumento de responsabilização de administradores de companhias abertas, especialmente se comparadas com o volume de processos administrativos sancionadores julgados pela CVM: não mais de 11 casos em esfera judicial contra 210 casos em esfera administrativa.

Constatou a autora, ainda, a preferência dos investidores em se manifestar pela via administrativa a utilizar a via judicial. Segundo exposto, a estrutura de incentivos em esfera administrativa seria mais favorável à participação dos investidores, uma vez que: (i) existe um canal de comunicação direto e fácil entre o pequeno investidor e a CVM; (ii) há um procedimento simples e célere para encaminhamento de reclamações; (iii) não há necessidade de contratação de advogado; (iv) a reclamação não implica despesas com sucumbência; e (v) não seria preciso qualquer tipo de deliberação assemblear ou quórum para encaminhar reclamações.⁴⁸

Em suma, a resposta para essa atuação do investidor em via administrativa é o fato de que as denúncias ou reclamações perante a CVM são apresentadas de modo mais simples, são apreciadas mais rapidamente e têm um custo mais baixo na comparação com uma demanda judicial e, mais ainda, arbitral.

Rodrigues igualmente indica diferenças no sistema de responsabilidade civil e responsabilidade administrativa, tais como (i) a necessidade de advogado para o ajuizamento de ações judiciais e arbitrais e a desnecessidade de advogado para se fazer uma reclamação ou denúncia à CVM; (ii) a necessidade de deliberação assemblear para a propositura de ação social de responsabilidade contra administradores e a desnecessidade de tal deliberação para a instauração de processo administrativo sancionador; (iii) o efeito extintivo da aprovação das contas e demonstrações financeiras sem ressalvas e a inaplicabilidade de tal efeito na esfera

⁴⁶ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 59. SALAMA, Bruno; PRADO, Viviane Mueller. **Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence**. Baton Rouge: *Journal of Civil Law Studies*, v. 4, 2011, p. 26.

⁴⁷ RODRIGUES, Ana Carolina. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. 2011. 173 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011, p. 69.

⁴⁸ RODRIGUES, Ana Carolina. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. 2011. 173 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011, p. 69.

administrativa; (iv) a previsão de exclusão de responsabilidade do administrador que atuou com boa-fé e a inexistência de tal previsão na esfera administrativa; (v) previsão de verba sucumbencial na esfera judicial e a inexistência de tal previsão na esfera administrativa; (vi) possibilidade de início do processo administrativo por iniciativa da CVM e necessidade de provocação para ações judiciais; e (vii) tecnicidade dos julgadores na esfera administrativa, superior à dos julgadores da esfera judicial.

Tais constatações não seriam graves se a via administrativa fosse uma alternativa adequada à solução de tais conflitos, entretanto, conforme será diferenciado no item 3.1 do presente trabalho, a reparação administrativa difere consideravelmente da reparação civil.

Em análise elaborada por Bruno Salama e Viviane Muller Prado, igualmente verificou-se uma baixa proporção de ações judiciais que tentam responsabilizar os diretores ou acionistas controladores de companhias, assim como uma pequena quantidade de ações judiciais contra acionistas controladores o que, segundo os autores, poderia sugerir que a legislação não é suficientemente inibidora de condutas abusivas por parte dos acionistas controladores, e/ou que a comprovação da violação à legislação em um caso contra os acionistas controladores é muito difícil.⁴⁹

Em outro estudo, a pesquisadora Viviane Muller Prado observou um reduzido número de ações indenizatórias decorrentes de problemas informacionais no mercado de ações. A esse respeito, em pesquisa nos repositórios de jurisprudência dos tribunais de justiça das regiões Sul e Sudeste e nos tribunais federais da terceira e quarta região foram localizadas quatro decisões em ações individuais, três em ações civis públicas ajuizadas pelo Ministério Público e duas em ações coletivas ingressadas por associações de investidores.⁵⁰

Esse reduzido número indica que o Poder Judiciário não aparece como uma instituição constantemente procurada por investidores, seja individualmente, seja coletivamente. Ademais, o conteúdo das decisões sugere a não indenização dos investidores. Na via individual, em apenas um dos quatro casos identificados há decisão favorável determinando a indenização do investidor.⁵¹ Na via coletiva com a participação do Ministério Público e da CVM em nenhum

⁴⁹ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 59. SALAMA, Bruno; PRADO, Viviane Mueller. **Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence**. Baton Rouge: *Journal of Civil Law Studies*, v. 4, 2011, p. 23-24.

⁵⁰ PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 393-406.

⁵¹ TJSP – Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 9247433-87.2005.8.26.0000**. 23 nov. 2011. Relatora Des. Christine Santini. Disponível em: < <https://www.conjur.com.br/wp-content/uploads/2023/09/condenacao-abn-amro-minoritarios-banco.pdf> > Acesso em: 11 out. 2024.

dos casos foi determinada a indenização dos investidores⁵². Na via coletiva com a iniciativa de associações de investidores, os dois casos encontrados tiveram decisão sem análise do mérito das demandas. Ou seja, apenas um investidor embolsou a indenização a título de reparação de danos por falhas informacionais a partir da atividade da tutela jurisdicional.⁵³

O cenário da arbitragem não é diferente. Embora as informações sobre tais procedimentos não sejam tão acessíveis quando comparadas com os processos judiciais, em razão da confidencialidade comum aos processos arbitrais, há motivos para questionar se a arbitragem realmente corresponde a um efetivo mecanismo de solução de controvérsias societárias envolvendo companhias abertas.

De acordo com estatísticas fornecidas pela Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM)⁵⁴, de dezembro de 2010 até dezembro de 2022 haviam sido instauradas 233 (duzentas e trinta e três) arbitragens perante aquele centro, sendo 4 (quatro) em 2010, 7 (sete) em 2011, 16 (dezesesseis) em 2012, 7 (sete) em 2013, 16 (dezesesseis) em 2014, 15 (quinze) em 2015, 17 (dezesete) em 2016, 19 (dezenove) em 2017, 20 (vinte) em 2018, 27 (vinte e sete) em 2019, 36 (trinta e seis) em 2020, 19 (dezenove) em 2021 e 30 (trinta) em 2022.

Desse total, 84% (oitenta e quatro por cento) tinham por objeto matérias de direito societário, 12% (doze por cento) contratos e 4% (quatro por cento) operações do mercado de capitais. Os dados indicam que 67% (sessenta e sete por cento) dessas arbitragens foram iniciadas em razão de cláusulas compromissórias facultativas e apenas 33% (trinta e três por cento) de cláusulas compromissórias obrigatórias.

Se considerado que em agosto de 2024 havia 210 (duzentas e dez) companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2 e que todos os litígios societários envolvendo tais companhias deveriam ser resolvidos por meio de arbitragem, o número de processos arbitrais administrados pela CAM é extremamente reduzido, o que sugere que nesse âmbito as ferramentas de tutela são pouco efetivas.

A referida conclusão é ainda pior se considerado que muitas das arbitragens administradas pela CAM envolvem partes que a elegeram espontaneamente como órgão arbitral e disputas privadas. É extremamente relevante, por isso, o dado de que apenas 33% (trinta e

⁵² TRF 3 – Tribunal Regional Federal da 3ª Região. **Apelação Cível nº 0015278-16.2004.4.03**. 31 mai. 2016. Relator Des. Nilton dos Santos.

⁵³ Apenas os dois casos mencionados e enumerados acima foram indicados no estudo da Prof. Viviane Muller Prado, razão pela qual não são apresentados os demais números no presente trabalho.

⁵⁴ Em pesquisa diligenciada no sítio eletrônico da Câmara de Arbitragem do Mercado, acessando-se o campo “Sobre a Câmara” > “Estatísticas”. CAM - Câmara de Arbitragem do Mercado. **Estatísticas**. São Paulo: CAM, 2024. Disponível em: < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-BR/sobre--estatisticas.html> > Acesso em: 27 ago. 2024. Base de Dados.

três por cento) do total de litígios correspondem a cláusulas compromissórias obrigatórias. Ou seja, de um total de 233 (duzentas e trinta e três) arbitragens administradas desde 2010 até hoje, apenas 76 (setenta e seis) relacionaram-se às companhias listadas no Novo Mercado e no Nível 2.

Embora não seja possível traçar com segurança um diagnóstico sobre a efetividade da arbitragem enquanto mecanismo de solução de controvérsias societárias diante da ausência de estatísticas e dados públicos, os poucos dados a que se teve acesso, somados às considerações acima mostram que, ainda que parte significativa do contencioso de companhias abertas brasileiras esteja submetida à arbitragem e esse número tenha apresentado um crescimento tímido com o passar dos anos; é extremamente reduzido o número de litígios submetidos a ela. Isso mostra que, sendo a arbitragem a única via para solução de tais litígios, ela não está sendo utilizada e, conseqüentemente, as controvérsias que surgem estão permanecendo latentes, sem acessar algum mecanismo para que possam ser solucionadas.⁵⁵

Portanto, os estudos empíricos mencionados acima confirmam a noção de que é baixo o número de medidas judiciais tomadas em defesa dos sujeitos do mercado de capitais, como as ações indenizatórias movida contra administradores e contra acionistas controladores.

Há inúmeras causas para esse estado de coisas. A esse respeito, conforme será aprofundado no capítulo 4 do presente trabalho, cumpre destacar que alguns atributos da arbitragem suscitam dúvidas relativamente à sua adequação ao particular contexto das companhias abertas. A confidencialidade dos procedimentos – elemento comum, conquanto não inerente à arbitragem – afronta a ênfase conferida à transparência no mercado de capitais, impede o controle público e obvia o desenvolvimento de precedentes aptos a explicitar o conteúdo da Lei Societária⁵⁶. Os altos custos do procedimento, por sua vez – envolvendo o pagamento de custas iniciais, taxa de administração, honorários dos árbitros, honorários dos advogados, eventuais honorários periciais, de assistente técnico e do comitê de impugnação de árbitros – são também impeditivos para que a parte que não possua um elevado volume recursos possa acessar o procedimento privado de solução de conflitos.

Ademais, o atual cenário das companhias do Novo Mercado - marcadas pela dispersão acionária e pelo crescente número de investidores pessoas físicas com aportes cada vez mais discretos - implica no surgimento de novos custos de transação aos *players* do mercado.

⁵⁵ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 67.

⁵⁶ PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Mueller; BARBOSA JR., Alberto. Cláusulas Arbitrais no Mercado de Capitais Brasileiro: alguns dados empíricos. São Paulo: *Revista de Arbitragem e Mediação*. vol. 40/2014, p. 107, 2014.

Portanto, ao levar em conta o amplo alcance da arbitragem no mercado de capitais brasileiro, o debate jurídico e as iniciativas de reforma sobre o tema são necessárias. Assim, em tempos de discussão sobre a conveniência de se alterar a LMVM e a LSA pelo Projeto de Lei n. 2.925/2023, cumpre analisar quais são os maiores custos de transação existentes no cenário atual e verificar quais são as alternativas mais eficientes para reduzi-los, garantindo-se a integridade do mercado de capitais nacional.

A poupança popular está sempre envolvida quando tratamos das companhias abertas. Trata-se de um agente econômico. A atividade econômica organizada é a mola propulsora do desenvolvimento de um país. Não há país forte se não houver empresa forte. Não há país forte se não houver um desenvolvimento econômico sustentado com bases e limites que se atualizam à medida em que a sociedade evolui.

3. O EXERCÍCIO DOS DIREITOS COLETIVOS DA MINORIA

Antes de compreender quais são os principais custos de transação existentes no atual cenário de *enforcement* do mercado de capitais nacional, especialmente no Novo Mercado, afigura-se necessário compreender, primeiramente, de que maneira se dá a regulamentação do tema e quais são os direitos assegurados aos acionistas minoritários no Brasil.

Isso porque, o cumprimento das regras legais e a confiança do investidor na efetividade dessas regras é fundamental para o desenvolvimento do mercado de capitais⁵⁷. Assim, para que o investimento em valores mobiliários aflore, é essencial que eventuais falhas de *enforcement* da tutela indenizatória no direito societário sejam remediadas. E a correção de tais falhas só pode ocorrer, evidentemente, com um arcabouço legal sólido e atualizado voltado à proteção dos direitos dos investidores no mercado de capitais.

Os direitos essenciais dos acionistas em geral (sem distinção entre acionistas majoritários ou minoritários) encontram-se enunciados nos incisos do art. 109 da LSA, mas essa relação no preceito apresentada não é taxativa.

Visando à proteção dos acionistas em geral, notadamente dos ausentes das assembleias, as leis das sociedades anônimas de quase todas as legislações costumam prever um rol de direitos indisponíveis, essenciais ou fundamentais, dos quais não podem ser privados seus sócios, seja pelo estatuto, seja pela assembleia geral, seja, ainda, pelo órgão de administração da companhia.⁵⁸

Eis os direitos essenciais indicados nos incisos do art. 109 da LSA: I - participar dos lucros sociais; II - participar do acervo da companhia em caso de liquidação; III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais; IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; e V - retirar-se da sociedade nos casos previstos na Lei. Ao seu rol podem ser acrescentados outros direitos espaçados na legislação que também ostentam a condição de fundamentais e que decorrem de interpretação sistemática da lei como: os de ser convocado e de participar das assembleias gerais, ainda que não esteja assegurada ao acionista a possibilidade de votar.

⁵⁷ Conforme afirmou Leães em texto clássico, “o sistema de mercado só funciona se houver confiança nas regras do jogo e na conduta dos jogadores.” (LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais & insider trading**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982, *apud* MUNHOZ, Eduardo Secchi. *A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem*. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 80).

⁵⁸ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de Direito Societário**: Sociedade Anônima. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005, p. 119.

Como forma de viabilizar a captação de recursos pelas companhias por meio do mercado de capitais e estabelecer um sistema de compensações, em função do poder extremado do controlador, a LSA prevê direitos para proteger, sobretudo, os acionistas minoritários, os quais podem ser classificados como “direitos à informação” e “direitos de saída”.⁵⁹

Como o acionista minoritário acaba sendo excluído das decisões sobre o rumo da companhia, a lei procura lhe assegurar informações suficientes sobre o seu desempenho e o desempenho do acionista controlador e dos administradores. Entre os “direitos à informação” podem ser citados como exemplos a publicidade dos atos societários, fatos ou atos relevantes, demonstrações financeiras e interesses relativos à companhia.

O direito de requerer informações tem singular relevância nas companhias abertas e corresponde ao dever jurídico do administrador em fornecê-las, em atenção à política de *disclosure*. Todavia, embora o acionista seja titular do direito de fiscalizar a administração da sociedade de que participa, ele não é livre para determinar o meio pelo qual irá exercer esse direito. Os meios de fiscalização são exclusivamente os previstos na LSA.⁶⁰ Nas demais sociedades comerciais, o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais é, em princípio, amplo, geral e irrestrito. Entretanto, na companhia seria totalmente inadmissível que tal direito pudesse ser exercido com tamanha amplitude. Em face dessa realidade, o direito de fiscalizar a gestão dos negócios sociais na companhia só pode ser exercido na forma prescrita em lei.⁶¹

Por outro lado, a LSA procurou tutelar a rápida saída do acionista minoritário da companhia, caso queira realizar seus ganhos ou caso veja seus interesses prejudicados em razão dos rumos delineados à companhia pelo controlador. São clássicos exemplos dos “direitos de saída” o direito de retirada e as ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação do controlador e em decorrência da alienação de controle.

O direito de recesso do acionista revela-se como um direito pessoal de dissentir de determinadas modificações substanciais e supervenientes ocorridas na vida da companhia. Consiste em um mecanismo de proteção do acionista minoritário que, diante dessas mudanças,

⁵⁹ OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. V. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 55.

⁶⁰ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 319.

⁶¹ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **O acionista minoritário no direito brasileiro**. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 29. Disponível em: <https://obcl.com.br/wp-content/uploads/2022/01/5-O-ACIONISTA-MINORITARIO-NO-DIREITO-BRASILEIRO.pdf> Acesso em: 10 ago. 2024.

não é forçado a permanecer com o vínculo que o liga à sociedade, reembolsando-se do seu investimento na companhia.⁶²

Ao lado desses, há inúmeros outros direitos que podem pertencer ao acionista, suscetíveis de modificação, como é o caso, exemplificativamente, dos i) de votar, ii) de receber certo percentual dos lucros anuais; iii) de receber prioritariamente dividendos ou o reembolso de suas ações etc. Todos esses direitos do acionista, essenciais ou não, são por ele diretamente exercidos, isoladamente ou em conjunto com outros acionistas. Por isso, dizem-se também individuais, não dependendo senão da vontade do acionista singularmente considerado para ser exercido.⁶³

Em contraposição aos direitos individuais, tem-se os direitos coletivos ou sociais, os quais se caracterizam por serem modificáveis. São direitos que predominam sobre o interesse particular de cada membro da sociedade. Seja na sua atribuição, seja no seu exercício, tais direitos encontram-se estritamente ligados à vida e ao funcionamento da companhia, dependendo, por isso, da vontade social.⁶⁴ Trata-se, já aí, de direitos que não pertencem a todos os acionistas indistintamente, mas a acionista ou a acionistas que reúnem o percentual exigido na lei para exercê-los.

Normalmente esses direitos são identificados como inerentes aos acionistas que não exercem o controle da companhia, vale dizer, daqueles que não conseguem fazer prevalecer sua vontade nas deliberações assembleares, isto é, como os direitos da minoria.⁶⁵ O acionista controlador, embora tenha percentual suficiente para exercê-los, deles não necessita precisamente porque destinados a refrear o seu poder de mando.⁶⁶

Os direitos da minoria variam consoante o percentual representativo dessa minoria. Assim, por exemplo, com uma única ação, qualquer acionista presente à Assembleia Geral Ordinária pode impedir a deliberação de retenção de todo lucro, exigindo a distribuição do

⁶² COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 318.

⁶³ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de Direito Societário: Sociedade Anônima**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005, p. 118.

⁶⁴ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 316.

⁶⁵ O poder, na companhia, é quase sempre exercido, de fato e de direito, por uma minoria que se apresenta como maioria, em termos de deliberação. A minoria, que deve aceder “democraticamente” aos anseios e reclamos da maioria, geralmente compõe a maioria, em número de pessoas, de ações e de volume de capital. Cada acionista, individualmente considerado, pode caracterizar-se como minoria ou como maioria. Numa mesma companhia, uma só pessoa – física ou jurídica – pode representar a maioria, enquanto milhares de outras pessoas significam apenas uma minoria. CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **O acionista minoritário no direito brasileiro**. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 7. Disponível em: <https://obcl.com.br/wp-content/uploads/2022/01/5-O-ACIONISTA-MINORITARIO-NO-DIREITO-BRASILEIRO.pdf> Acesso em: 10 ago. 2024.

⁶⁶ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de Direito Societário: Sociedade Anônima**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005, p. 119.

dividendo obrigatório (art. 202, §3º LSA); pode ajuizar ação para haver reparação da controladora, desde que preste caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente (art. 246, §1º, “b”, LSA); com 0,5% (meio por cento) do capital social o acionista pode pedir a relação de endereços daqueles a quem a companhia remeteu procuração para representá-lo em assembleia (art. 126, §3º LSA); acionistas que reúnam 5% (cinco por cento) ou mais do capital social, podem pedir a exibição judicial dos livros sociais (art. 105, LSA), têm direito de ser convocados para as assembleias por carta ou telegrama (art. 124, §3º LSA); têm legitimidade para propor ação de responsabilização dos administradores (art. 159, §4º LSA); têm legitimidade para ajuizar ação para haver reparação da controladora, sem a necessidade de prestar caução pelas custas e honorários de advogado devidos no caso de vir a ação ser julgada improcedente (art. 246, §1º, “a”, LSA); na companhia aberta, representando de 1% a 4% (um a quatro por cento) do capital não votante ou de 2% a 8% (dois a oito por cento) do capital social votante podem pedir a instalação do Conselho Fiscal, se não for de funcionamento permanente (art. 161, §2º LSA e ICVM 324/2000) e assim por diante.

Cumpramos ressaltar que, nos termos do art. 291 da LSA, tratando-se de companhias abertas a CVM poderá reduzir alguns desses percentuais mediante fixação de escala em função do valor do capital social, o que vem materializado na Resolução CVM 70/2022 para os casos previstos no art. 105, no §4º do art. 159 e no §1º, alínea “a”, do art. 246 LSA.

Se, por um lado, a Lei de S/A condiciona o exercício das principais prerrogativas dos minoritários à titularidade de um percentual mínimo de participação acionária, por outro, estimula sua atuação conjunta, quando a participação isolada de cada investidor não for suficiente.

Consta da própria Exposição de Motivos da LSA que a Seção IV, intitulada “Deveres e Responsabilidades”, localizada no Capítulo XII – Conselho de Administração e Diretoria é a seção de maior importância no Projeto porque procura fixar os padrões de comportamento dos administradores, cuja observância constitui verdadeira defesa da minoria. Isso mostra a relevância que a legislação atribui aos deveres dos administradores, como forma de resguardar os interesses da companhia e dos acionistas minoritários.

As demandas típicas previstas pela LSA – tal como a já mencionada ação de responsabilidade contra administradores (art. 159) e a ação de responsabilidade contra sociedade controladora nos grupos de fato (art. 246) – podem ser movidas pela própria companhia. Mas, considerando o fato de que a companhia é representada (ou apresentada) por seus administradores (art. 144 da LSA) – que, por sua vez, são eleitos pelo controlador – sem a

atribuição da legitimidade extraordinária para que o minoritário pleiteie a tutela do patrimônio social estaria aberto um caminho à tirania do controlador. Como a sociedade é capitaneada pelo controlador e representada pelos administradores que aquela elege, dificilmente seriam tomadas medidas contra eles se não se outorgasse essa legitimidade aos demais acionistas.⁶⁷

As ações derivadas são, portanto, essenciais para o funcionamento de um sistema de imputação de deveres e responsabilidades atribuídos ao controlador e aos administradores e, conseqüentemente, de proteção dos interesses da companhia frente aos danos causados por tais agentes. São mecanismos de tutela da minoria, por meio dos quais os proprietários não controladores demandam, em nome da sociedade, os membros dos órgãos de administração da sociedade, em razão da violação aos deveres a que se sujeitam.

O asilo da lei é uma proteção formal, cuja eficácia vai depender, em grande parte, da sensibilidade e perspicácia do seu aplicador. Assim, embora o sistema de proteção possa parecer, em tese, perfeito, não há como assegurar essa perfeição em seu funcionamento prático e, muito menos, resgatar a minoria da sua posição sempre precária.⁶⁸

Ocorre que, se não for assegurada a efetividade da proteção jurídica aos acionistas minoritários, estes serão vistos como um elemento externo à sociedade, cuja função consistirá unicamente em colocar seu capital à disposição do acionista controlador. De tal maneira, o sistema privilegiará o investidor do tipo especulador, preocupado unicamente em realizar os seus ganhos e em poder entrar e sair de um investimento com rapidez, em detrimento do investidor de longo prazo, preocupado com os rumos da organização empresarial. Embora o investidor especulador seja relevante para conferir liquidez ao mercado acionário, o segundo tipo de investidor desempenha papel de maior importância para a maturação do mercado de ações.⁶⁹

Pequenos e grandes investidores, reunidos em associações ou individualmente, vêm sendo cada vez mais estimulados a defender os seus direitos e interesses e a cobrar dos administradores e dos controladores das companhias melhores resultados, inclusive sob o aspecto da responsabilidade social da empresa, pelos novos métodos de participação nas

⁶⁷ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 72.

⁶⁸ CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *O acionista minoritário no direito brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 2. Disponível em: <https://obcl.com.br/wp-content/uploads/2022/01/5-O-ACIONISTA-MINORITARIO-NO-DIREITO-BRASILEIRO.pdf> Acesso em: 10 ago. 2024.

⁶⁹ OIOLI, Erik Frederico. *Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas*. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. V. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 56.

assembleias, como o mecanismo de voto à distância, por carta ou por meios eletrônicos, e pela prática de oposições esclarecidas, através de protestos, impugnações e votos divergentes.⁷⁰

Isso faz com que acionistas detentores de participações minoritárias no capital votante e, por isso, submetidos às decisões do controlador, busquem se unir a fim de se proteger de abusos e maximizar o seu poder na companhia, somando suas participações para exercer as prerrogativas legais.⁷¹

A esse respeito, as considerações anteriores evidenciam ainda mais a importância do sistema de solução de conflitos para a eficiência do sistema societário. Isso porque, ainda que as regras de direito material sejam de excelente qualidade, se não estiverem acompanhadas dos instrumentos necessários para assegurar o seu cumprimento, resultam em modelos caracterizados por alto grau de ineficiência, nos quais é ampla a possibilidade de o acionista controlador extrair benefícios privados do poder de controle.

Tendo isso em vista, busca-se analisar a eficiência dos mecanismos de ressarcimento pela via arbitral de prejuízos causados a acionistas minoritários, originados, sobretudo, por danos sofridos em decorrência da conduta de controladores e administradores das companhias inscritas no Novo Mercado.⁷²

3.1. A REGULAMENTAÇÃO E OS MECANISMOS DE TUTELA DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Apenas com o acesso a informações relevantes o investidor está apto a avaliar os riscos, valorar os ativos e tomar decisões de investimento. O conhecimento a respeito de um litígio de natureza comercial pode ser uma forma de monitoramento da administração de companhia pelo acionista e uma forma de condução dos negócios, o que, além de afetar o preço do ativo, poderá afetar a decisão do acionista em comprar e vender ações de determinada companhia.

⁷⁰AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.) **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 218.

⁷¹AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.) **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 218.

⁷² Referido limite se justifica em razão de esses ilícitos causarem danos diretos aos investidores. Outra justificativa para esse limite de análise temático está na existência do caso recente envolvendo a Americanas S.A. – companhia inscrita no Novo Mercado - ligado a falhas informacionais no mercado brasileiro. Isso porque, investidores tiveram grande prejuízo decorrente da queda no valor de suas ações e a companhia encontra-se em recuperação judicial – classificada como uma das maiores do Brasil.

A partir daí é que surgem as exigências regulatórias que permitem que os emissores de valores mobiliários divulguem uma grande quantidade de informações ao mercado, seja em bases periódicas, seja esporadicamente. Ademais, o regime de transparência tem a função de possibilitar e facilitar o monitoramento pelo regulador.

Atualmente no Brasil as companhias emissoras de valores mobiliários têm custosas obrigações de prestar informação. Desde o início do marco regulatório vigente, a opção de regular pela exigência de o emissor divulgar informações relevantes ao mercado esteve fortemente presente. Normas legais, administrativas e privadas determinam essa obrigação aos emissores de valores mobiliários para a tomada de decisão de investimento.

A regulamentação advinda do Poder Legislativo para o mercado de valores mobiliários é encontrada principalmente em duas leis: a LSA e a LMVM. Em que pese serem legislações autônomas, somente pela leitura sistemática de ambas é possível compreender o regime jurídico do mercado de valores mobiliários e, em específico, o regime informacional ao qual este mercado é submetido⁷³. Enquanto essas duas leis preveem o quadro geral do dever de informar, os normativos da CVM preveem a forma que essa informação deverá ser divulgada.

A LSA e a LMVM devem ser vistas em conjunto porque cada uma delas aborda o regime informacional por perspectivas diferentes. Enquanto a LSA aborda materialmente algumas obrigações, determinando conteúdos que devem ser exigidos das companhias, a LMVM trata do aspecto procedimental, principalmente da competência para regulamentação⁷⁴.

A indenização de investidores – em especial de acionistas minoritários - por danos sofridos em decorrência da conduta de controladores e administradores, se dá mediante mecanismos de tutela privada e, em se tratando de companhias inscritas no Novo Mercado, somente se resolve com o uso de arbitragem perante a Câmara de Arbitragem do Mercado. Nesse rol estão incluídas as ações previstas nos arts. 159 e 246 da LSA, por meio das quais a companhia pode obter indenização por via da responsabilização direta do agente causador do dano.

Por outro lado, a tutela pública do mercado de capitais é feita pela CVM e tem escopo primordialmente punitivo, não reparatório. Não se trata de responsabilidade civil, mas sim administrativa. Ou seja, ainda que a CVM exerça papel fundamental na fiscalização do

⁷³ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 31.

⁷⁴ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 32.

cumprimento das regras legais no mercado de capitais e nas companhias abertas, sua função não é proporcionar indenização aos sujeitos prejudicados por condutas ilegais.

Os mecanismos públicos e privados são complementares e devem coexistir. As ações movidas por particulares são importante complemento à atividade do regulador, muito em razão das dificuldades que o Estado enfrenta para desempenhar todas as funções que lhe cabem. Essa relação de complementaridade é uma via de mão dupla: o exercício de direitos pelo próprio jurisdicionado também complementa a atividade do regulador, aliviando a atividade disciplinar da Comissão de Valores Mobiliários.⁷⁵

Instrumentos públicos de cumprimento de lei são, em suma, desejáveis e bem-vindos, mas certamente não são suficientes, porque não substituem a tutela provocada pelos mecanismos privados, sobretudo em países como o Brasil, que sofrem com a escassez de recursos e nos quais há considerável risco de captura dos agentes estatais pelo Estado e pelos titulares do poder econômico.⁷⁶

Por isso mesmo, a garantia direta de segurança aos investidores depende da qualidade dos mecanismos legais de tutela privada, previstos na LSA e na LMVM.

3.2. A REGULAMENTAÇÃO DO REGIME INFORMACIONAL DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Compreendidos os direitos dos acionistas, deve-se analisar quais são as informações relativas às arbitragens que, quando forem de conhecimento dos acionistas, poderão influenciar na sua decisão de exercício dos seus direitos e, em consequência, serão classificadas como fato relevante para fins de divulgação obrigatória.

Isso porque, como estamos falando de arbitragens que envolvam disputas entre acionistas e administradores ou acionistas entre si é indispensável que seja dado conhecimento a todos os acionistas e às pessoas com vínculos à sociedade acerca da existência de uma demanda arbitral. Uma vez que se tratam, em regra, de direitos coletivos, a sentença arbitral poderá aproveitar a uma coletividade de acionistas que devem ter a oportunidade de exercer o direito de participar e acompanhar a arbitragem em andamento.⁷⁷

⁷⁵ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 47.

⁷⁶ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 47.

⁷⁷ MANSUR, Fernanda Farina. *Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras*. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 67.

Os critérios de relevância para que um ato ou fato seja considerado de necessária divulgação não se encontram na LSA e sim na regulamentação pela CVM. A competência da CVM, por sua vez, é delineada na LMVM, que determina quais temas deverão ser objeto do poder normativo da autarquia.

A LMVM criou a CVM, autarquia dedicada exclusivamente à regulação do mercado de valores mobiliários, a qual atuará sob orientação do CMN. Está previsto no art. 4º, inciso VI da LMVM que uma das oito finalidades da regulação pelo CMN e pela CVM consiste em assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido.

Além disso, a LMVM atribui à CVM a competência de regulamentar o mercado de valores mobiliários, estabelecendo expressamente no art. 27 que a Comissão poderá fixar normas sobre o exercício das atividades de consultor e analista de valores mobiliários. A LMVM, no art. 22, §1º, inciso I, ao tratar das companhias abertas, estabelece que compete à CVM expedir normas aplicáveis a natureza das informações que tais companhias devam divulgar e a periodicidade da divulgação.

Tais dispositivos demonstram que a CVM dispõe de ferramentas para que se coloque em prática o regime informacional no mercado, competência exercida de maneira bastante ativa ao criar regulamentações e meios de divulgação de informações que vinculam as companhias a determinadas condutas - conforme será demonstrado a seguir.

Em que pese a importante função da CVM para o mercado, não se pode ignorar a limitação da sua competência, pois, conforme mencionado anteriormente, esta poderá fiscalizar e sancionar os infratores das regras de direito societário, mas não poderá condená-los a reparar eventuais prejuízos causados em razão dos mesmos fatos apurados, ainda que constatado o dever de indenizar no curso do processo administrativo. As quantias arrecadadas também não são destinadas aos eventuais prejudicados ou alocadas para aparelhar melhor o regulador no aperfeiçoamento da regulação. O valor das multas vai, em sua maioria, para o Tesouro Nacional e não é usado como base para a dotação orçamentária da autarquia.⁷⁸

Por outro lado, não se pode deixar de destacar que, infelizmente, o crescimento substancial do mercado de valores mobiliários brasileiro nas últimas duas décadas, associado à falta de investimentos na CVM, evidenciou a insuficiência do órgão em exercer todas as suas

⁷⁸ PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 411.

competências legais. Ou seja, enquanto o mercado cresceu substancialmente sob diversos parâmetros⁷⁹, a CVM não expandiu proporcionalmente em capilaridade, recursos humanos ou financiamento⁸⁰. Nota-se, por exemplo, que o último concurso feito pela autarquia para contratar servidores públicos foi realizado em 2010⁸¹ e, desde então, seu orçamento também não observou crescimento significativo⁸².

Diante desse cenário, cumpre analisar de que maneira o acionista poderá tomar conhecimento da existência de arbitragem envolvendo a companhia em que investiu.

3.3 AS NORMATIVAS ESTABELECIDAS PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Para elaboração do arcabouço teórico do presente estudo, o foco será o mercado secundário de ações⁸³, por ser o local onde se transferem títulos entre investidores e/ ou

⁷⁹ A capitalização da bolsa de valores de São Paulo, por exemplo, cresceu quase 15 vezes no período de 2000 a 2020. BVMF - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Valor de Mercado**. Disponível em: <<https://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCapitalizacaoBursatil.aspx?Indice=IBOV&idioma=pt-br>>

Acesso em 18 ago 2024. Base de Dados. Ainda, sobre o crescimento do mercado de capitais brasileiro no período: ANBIMA. Mercado de capitais brasileiro aumentou quatro vezes em 25 anos. **ANBIMA**. Rio de Janeiro, 20 dez. 2022. Disponível em: < https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/mercado-de-capitais-brasileiro-aumentou-quatro-vezes-em-25-anos.htm#:~:text=Mercado%20de%20capitais%20brasileiro%20aumentou%20quatro%20vezes%20em%2025%20anos,-Nossos%20rankings%20classificam&text=As%20opera%C3%A7%C3%B5es%20no%20mercado%20de,institui%C3%A7%C3%B5es%20que%20atuam%20no%20segmento>. Acesso em: 18 ago. 2024.

Ademais, foi sancionada lei que cria incentivos para instalação da Bolsa de Valores no Rio de Janeiro. O texto prevê a redução de ISS de 5% para 2% para as atividades. Há expectativa de que a instalação da nova Bolsa possa ocorrer já em 2025. VIECELI, Leonardo. Paes sanciona lei para Bolsa de Valores no Rio e ironiza 'amigos da Faria Lima'; veja vídeo. **Folha de S. Paulo**. São Paulo, 3 jul. 2024. Disponível em: <

https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/07/paes-sanciona-lei-para-bolsa-de-valores-no-rio-e-ironiza-amigos-da-faria-lima-veja-video.shtml?utm_source=sharenativo&utm_medium=social&utm_campaign=sharenativo > Acesso em: 18 ago. 2024.

⁸⁰ SCHINCARIOL, Juliana. Enxugamento da CVM ameaça capacidade de supervisionar mercado, dizem ex-diretores. **Valor Econômico**. São Paulo, 08 fev. 2022. Disponível em: <

<https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/02/08/enxugamento-da-cvm-ameaca-capacidade-de-supervisionar-mercado-dizem-ex-diretores.ghtml> >. Acesso em: 15 jan. 2024. No mesmo sentido: SANCHES, Neuza. Mercado de capitais: CVM sucateada. **Veja** São Paulo, 20 jun. 2023. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/coluna/neuza-sanches/mercado-de-capitais-cvm-sucateada>. Acesso em: 15 jan. 2024.

⁸¹ No momento da redação deste estudo, havia previsão de realização de um concurso para ingresso de novos servidores no ano de 2024.

⁸² PRADO, Viviane Muller. **Além dos Números da CVM – Enforcement no Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo: FGV DIREITO SP, 2022. Disponível em: <<https://direitosp.fgv.br/sites/default/files/2023-04/2022-alem-dos-numeros-da-cvm-1.pdf>> Acesso em: 18 ago. 2024. Como demonstrado pelo mencionado estudo de 2022, por exemplo, a CVM iniciou o ano de 2023 com um déficit de 30% no quadro de servidores em relação a 2010, em um período em que houve crescimento expressivo do mercado de capitais brasileiro.

⁸³ O Mercado de Capitais possui um funcionamento que se divide em dois segmentos distintos: o Mercado Primário e o Mercado Secundário. O primeiro é aquele em que as empresas captam recursos dos investidores para a atividade produtiva, constituindo o chamado Mercado Primário. O segundo momento ocorre quando as ações e os títulos são negociados entre os investidores, formando o chamado Mercado Secundário. (ROCHA, Ricardo H.;

instituições. A divulgação dessas informações é regulada, tanto em relação à forma quanto à periodicidade, por instruções editadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Tal estrutura permite que um investidor acesse de forma imediata oportunidades de investimento entre as companhias abertas, adquirindo ações de empresas listadas. Possuindo negociações em mercado de bolsa, as ações das empresas apresentam valores de mercado determinados pela oferta e demanda, e por isso é possível saber em tempo real o valor de mercado das empresas listadas.

Sabe-se que, na realidade de mercado as informações não são apenas disponibilizadas pelas companhias, havendo fontes “informais” de informações, como a imprensa especializada ou até mesmo informações fornecidas pelas próprias câmaras de arbitragem, como ementários.⁸⁴ Contudo, o que se pretende analisar consiste em como as próprias companhias divulgam as informações sobre si e como este conteúdo chega ao mercado.

São múltiplos os documentos que podem ser disponibilizados pelas companhias e não há na legislação ou na regulamentação da CVM maior detalhamento a respeito de onde deveriam constar informações relativas às arbitragens de que fazem parte as companhias. Dessa forma, a busca se deu nos documentos que tratam mais genericamente dos aspectos de maior relevância das companhias: o Formulário de Referência e o Fato Relevante.

Atualmente, a RCV 80/2022 regula o documento denominado de Formulário de Referência, criado pela ICVM 480/2009. Nos termos dos arts. 15 a 20 da RCV 80/2022, as informações divulgadas devem ser:

- I – verdadeiras, completas, consistentes e não devem induzir o investidor a erro;
- II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa;
- III – de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado;
- IV – úteis à avaliação dos títulos de securitização por ela emitidos;
- V - explícitas quanto ao prazo da informação divulgada pela companhia, quando esta for válida por um prazo determinável;
- VI - diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas; e
- VII - acompanhadas da indicação de suas fontes, sempre que possível e adequado.

O formulário de referência é documento eletrônico cujo conteúdo está regulamentado pelo Anexo C à RCV 80/2022, o qual deve ser entregue anualmente, em regra, em até 5

CESTARI, Walter; PIELLUSCH, Marcos. **Mercado de capitais e bolsa de valores**. São Paulo: Editora Manole, 2023, p. 28).

⁸⁴ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 67.

(cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social⁸⁵. O foco do presente estudo está no item 4 do Anexo C, o qual regula a divulgação dos fatores de risco que envolvem a companhia. Isso porque, neles há espaço destinado às arbitragens relevantes.

4. Fatores de Risco

4.4 Descrever os processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que o emissor ou suas controladas sejam parte, discriminando entre trabalhistas, tributários, cíveis, ambientais e outros: (i) que não estejam sob sigilo, e (ii) que sejam relevantes para os negócios do emissor ou de suas controladas, indicando:

a) juízo; b) instância; c) data de instauração; d) partes no processo; e) valores, bens ou direitos envolvidos; f) principais fatos; g) resumo das decisões de mérito proferidas; h) estágio do processo; i) se a chance de perda é provável, possível ou remota; j) motivo pelo qual o processo é considerado relevante; k) análise de impacto em caso de perda do processo.

4.5 Indicar o valor provisionado, se houver, dos processos indicados no item 4.4;

4.6 Em relação aos processos sigilosos relevantes em que o emissor ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados no item 4.4, analisar o impacto em caso de perda e informar os valores envolvidos.

4.7 Descrever outras contingências relevantes não abrangidas pelos itens anteriores.

Conforme demonstrado acima, o Formulário de Referência é um documento que, via de regra, há de ser atualizado em uma periodicidade fixa. Portanto, outro documento que será objeto de análise pela presente pesquisa contempla a divulgação de informações que indiquem ato ou fato relevante a qualquer tempo: o Fato Relevante.

Os “Fatos Relevantes”, que são aqueles hábeis a transformar a vida da companhia para melhor ou para pior, pois são definidos como os acontecimentos que podem mudar, imediatamente, o julgamento dos investidores acerca de determinado ativo, alterando, por conseguinte, o seu preço⁸⁶.

O dever de informar os fatos relevantes decorre, propriamente, do art. 157, §4º da LSA, segundo o qual 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.

Por sua vez, a RCV 44/2021 define, no art. 2º, o que se entende por ato ou fato relevante:

⁸⁵Art. 25. O formulário de referência é o documento eletrônico cujo conteúdo reflete o Anexo C. §1º O emissor deve entregar o formulário de referência atualizado anualmente, em até 5 (cinco) meses contados da data de encerramento do exercício social.

⁸⁶JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 120.

Considera-se relevante, para os efeitos desta Resolução, 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; ou
- III – na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

No parágrafo único do artigo em questão são citados uma série de exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, deixando claro que se trata de um rol não taxativo. Não obstante as definições acima mereçam elogios por sua concisão, trata-se de um conceito jurídico amplo. Assim, determinar se um fato tem potencial de influência ponderável sobre a decisão de investimento é um processo que, na sua essência, requer uma análise casuística e envolve certo grau de subjetividade⁸⁷.

Dessa forma, a apuração anterior ao fato concreto do que é um Fato Relevante para a RCVM 44/2021 não foi realizada pela regulamentação, deixando para os administradores das companhias emissoras a função de definir, no momento da ocorrência do fato, se ele implicaria na divulgação obrigatória. A apuração a respeito de determinado fato ser ou não relevante para fins de divulgação obrigatória será realizada pela CVM somente após ocorrido o fato⁸⁸.

Desse modo, conforme demonstrado acima, o Formulário de Referência e o Fato Relevante são os principais documentos em que serão divulgadas as arbitragens em curso ou já finalizadas pela companhia registrada na CVM, a pretexto de que os acionistas possam, eventualmente, exercer algum direito oriundo da referida divulgação.

Tendo em vista o contexto legal acima exposto, urge analisar quais são os principais custos de transação que impedem o acesso à justiça pelos acionistas minoritários no Novo Mercado e que podem estar contribuindo, de alguma maneira, aos insatisfatórios resultados das pesquisas apresentadas ao item 2.3.1.

⁸⁷ BOECHEM, Felipe Tavares; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. Análise da Jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatos relevantes. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 5. 2014. Curitiba: Editora Fórum. p. 125.

⁸⁸ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 38.

4. OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO NO ACESSO À JUSTIÇA

4.1 O DIREITO FUNDAMENTAL DE ACESSO À JUSTIÇA

O acesso à justiça é um direito reconhecido nos mais importantes ordenamentos jurídicos mundo à fora. Assim, o art. 6º, 1, primeira parte, da Convenção Europeia de Direitos Humanos estabelece o direito a um processo equitativo, nos seguintes termos: “Qualquer pessoa tem direito a que a sua causa seja examinada, equitativa e publicamente, num prazo razoável por um tribunal independente e imparcial, estabelecido pela lei”. No mesmo sentido, a Convenção da Haia sobre o Acesso Internacional à Justiça assegura a cooperação jurídica entre os 30 países signatários, dentre os quais se encontra o Brasil.

No Brasil, o art. 5º, inciso XXXV, da Constituição da República estabelece, no rol de direitos fundamentais, que “a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito”. No mesmo sentido o art. 3º do Código de Processo Civil ressalta em seus parágrafos a importância da solução consensual dos conflitos, que deverá ser promovida pelo Estado sempre que possível, além de estimulada no curso do processo judicial.

Interpretando o texto constitucional, observamos que todos têm acesso à justiça para postular tutela jurisdicional preventiva ou reparatória relativa a um direito. O conteúdo do princípio contempla não só direitos individuais, como também os difusos e coletivos. Isso porque a Constituição achou por bem tutelar não só a lesão de direito, mas também a ameaça de lesão, englobando aí a tutela preventiva.⁸⁹

A interpretação que se dá ao acesso à justiça vêm sendo objeto de debate há anos e é nesse contexto que se insere a obra dos professores Cappelletti e Garth a respeito do tema, cujo lançamento data de 1978 e se insere no denominado Projeto de Florença, tratando-se de obra de crucial importância à compreensão do instituto.

Cappelletti e Garth⁹⁰ sustentam que nos estados liberais burgueses dos séculos dezoito e dezenove os procedimentos adotados para solução dos litígios civis refletiam a filosofia essencialmente individualista dos direitos então vigente. A postura do Estado à época afigurava-se completamente passiva, uma vez que a preservação dos direitos exigia apenas que o poder público não permitisse a sua violação.

⁸⁹ FILHO, Napoleão Casado. **Arbitragem e Acesso à Justiça**: o novo paradigma do *third party funding*. São Paulo: Grupo GEN, 2017, p. 21.

⁹⁰ CAPPELLETTI, Mauro; GARTH, Bryant. **Acesso à Justiça**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1988, p. 9-10.

Afastar a incapacidade que muitas pessoas têm de utilizar plenamente a justiça e as suas instituições não era uma preocupação do Estado. A justiça, como outros bens no sistema do *laissez-faire* só podia ser obtida por aqueles que pudessem enfrentar os seus custos; aqueles que não pudessem fazê-lo eram considerados os únicos responsáveis por sua sorte.

A partir disso, os autores diagnosticaram diversas barreiras que se apresentavam no acesso à justiça em diversos países, sendo as principais delas: i) as custas judiciais, abrangendo os prejuízos causados às pequenas causas e aos custos decorrentes da demora do processo; ii) as possibilidades das partes, reconhecendo-se que certos litigantes experimentam vantagens ou desvantagens em razão dos recursos financeiros de que dispõem, da aptidão para reconhecer um direito e postulá-lo em juízo ou da habitualidade com que litigam; e iii) aos problemas especiais dos interesses difusos, os quais envolvem a falta de tutela jurídica a certos interesses ou pela falta de alguém legitimado a buscar sua proteção, ou pelo fato de que o prêmio para aqueles que o façam é pequeno demais para incentivá-los a demandar, ou, ainda, pela dificuldade de reunir ou coordenar todos os interessados.

A ideia de que o Estado deveria assegurar o acesso a uma ordem jurídica justa a todos os seus cidadãos, independentemente da condição financeira, fomentou a consolidação das Defensorias Públicas e a universalização da gratuidade processual para aqueles que declaram não poder arcar com as custas sem prejuízo do seu próprio sustento. Tal fenômeno se deu nos Judiciários nacionais, sobretudo ao longo da segunda metade do século XX. A partir disso, inclusive, decorreu outro direito fundamental em nossa Constituição: o da assistência jurídica, previsto no inciso LXXIV da Carta Magna.⁹¹

A esse respeito, necessário ponderar que a garantia do acesso à justiça não significa que o processo deva ser necessariamente gratuito. Até mesmo porque carências na estrutura da administração judiciária são relevantes, mas incapazes de explicar a incompletude do acesso à justiça, quanto mais quando as despesas totais do Poder Judiciário correspondem a 1,6%⁹² do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro, fração superior à média dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). A propósito, estudo da OCDE⁹³ feito a

⁹¹ FILHO, Napoleão Casado. **Arbitragem e Acesso à Justiça: o novo paradigma do *third party funding***. São Paulo: Grupo GEN, 2017, p. 22.

⁹² NAKAGAWA, Fernando. Justiça do Brasil gasta 1,6% do PIB e é a mais cara do mundo. **CNN Brasil**. São Paulo, 25 jan. 2024. Disponível em: < <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/justica-do-brasil-gasta-16-do-pib-e-e-a-mais-cara-do-mundo/> > Acesso em: 07 set. 2024.

⁹³ “There is no apparent link between the budget allocated to justice and the performance of the systems in the data assembled by the OECD”. OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development. **Judicial Performance and its Determinants: A Cross-Country Perspective**. Paris: OCDE, 2013. Disponível em: < <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5k44x00md5g8-en.pdf?expires=1725732783&id=id&accname=guest&checksum=BE45E371E4B7C32DCE04DC05731D3D8A> > Acesso em: 07 set. 2024. Base de Dados.

partir de dados de diversos países apontou que não há correlação entre o orçamento alocado para o Judiciário e a sua performance. Ao contrário, a melhoria da celeridade e da qualidade da prestação jurisdicional tende a aumentar a demanda. Em realidade, o exercício de todo direito fundamental requer limites, sob pena de se inviabilizar a sua efetivação.

Por sua vez, as tentativas de soluções para os demais problemas elencados por Cappelletti e Garth consistiram na efetiva tutela dos interesses difusos, compreendendo os direitos coletivos em sentido genérico; e o denominado “novo enfoque de acesso à justiça”⁹⁴, consistente em reformas do sistema judiciário, incluindo alterações nas formas de procedimento, mudanças na estrutura dos Tribunais, criação de novos Tribunais, modificações no direito substantivo destinadas a evitar litígios ou facilitar sua solução, utilização de mecanismos privados ou informais de solução de litígios, adaptação do processo civil ao tipo de litígio, entre outros.

As considerações feitas acima dizem respeito ao postulado do acesso à justiça tal como concebido no sistema processual judicial. Contudo, quando passamos à análise do instituto da arbitragem, tema objeto do presente trabalho, a solução ao obstáculo de acesso à justiça demanda soluções diversas, adaptadas a este meio privado de solução de conflitos.

Primeiramente no que diz respeito ao fato de, na arbitragem, inexistir a possibilidade de se recorrer à gratuidade processual. Ou seja, diferentemente do sistema judicial, não há como a parte que não dispõe de recursos recorrer ao Estado para solucionar a oitiva do seu respectivo caso. Por sua vez, até o presente momento, a tutela coletiva da arbitragem não se afigura como uma alternativa viável aos acionistas que investiram em companhias do Novo Mercado, vez que não há regramento específico para tanto.

Portanto, levando em conta que o crescimento econômico de longo prazo depende de direitos de propriedade bem definidos e do respeito aos contratos, fatores que demandam a regular prestação de serviços jurídicos, passa-se agora a analisar quais são as especificidades dos custos de transação que obstam o acesso à justiça dos acionistas minoritários que adquirem ações de companhias inscritas no Novo Mercado.

Consoante será analisado a seguir, os custos suportados pelas partes para o acesso à justiça exercem papel fundamental no acesso à justiça desses investidores, os quais possuem a arbitragem como único meio para solução das controvérsias que possam surgir entre a companhia, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, oriundas, inclusive, da condição de acionistas.

⁹⁴ FUX, Luiz; BODART, Bruno. **Processo Civil e Análise Econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 27.

4.2 OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO

Antes de tratar, propriamente, dos custos de transação que obstam o acesso à justiça dos acionistas minoritários no Novo Mercado, afigura-se necessário compreender a classificação do instituto estudado.

Os custos de transação são os fatores que prejudicam a maximização da eficiência na alocação de recursos. Para Oliver E. Williamson, responsável por capitanear a Teoria da Economia dos Custos de Transação, a economia dos custos de transação coloca o problema da organização econômica como um problema de contratação. Desse modo, os custos de transação podem ser *ex ante* e *ex post*.⁹⁵

Os primeiros são os custos de elaboração, negociação e de salvaguarda de um acordo. Por sua vez, os custos *ex post* de determinada contratação podem assumir diversas formas, sobretudo: I) os custos de má adaptação, incorridos quando as transações saem do alinhamento; II) os custos de negociação incorridos se esforços bilaterais forem feitos para corrigir desalinhamentos *ex post*; III) os custos de configuração e funcionamento associados às estruturas de governança - e que muitas vezes não correspondem aos tribunais para os quais as disputas são encaminhadas; e IV) os custos de vinculação de efetuar compromissos seguros.

Na fase *ex ante*, presume-se a existência de informações que são naturalmente assimétricas, na medida em que entre os contratantes existe uma distribuição informacional diferenciada. Nesse momento as partes colhem informações reciprocamente para instruir o processo decisório e reduzir a assimetria informacional⁹⁶.

Após a celebração do contrato, inicia-se a fase *ex post*, que envolve a necessidade de monitoramento do cumprimento daquele contrato e, caso haja descumprimento, será necessário lançar mão das disposições contratuais estabelecidas pelas partes para o caso de inexecução. Nessa fase é possível que haja a judicialização⁹⁷.

A Teoria da Economia dos Custos de Transação parte do pressuposto de que nos contratos existem problemas futuros potenciais que são previstos pelos agentes que estabelecem os arranjos institucionais no presente. Todavia, em razão da incompletude contratual, as lacunas tornam-se inevitáveis. Assim, os agentes, que são potencialmente oportunistas, sentir-se-ão

⁹⁵ WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting**. New York: The Free Press, 1985, p. 20-21.

⁹⁶ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 80-81.

⁹⁷ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 80-81.

estimulados ou a romper ou adimplir os contratos, justificando-se, por isso, a existência de leis para disciplinar o preenchimento dessas lacunas⁹⁸.

Para fins do presente estudo, importa destacar que não existe uma única definição do que sejam custos de transação, mas sim vários sentidos do termo⁹⁹.

Os autores Cooter e Ulen sustentam a existência de três formas de negociação que correspondem, por sua vez, a três custos de transação: I) custos de busca; II) custos de ajuste; e III) custos da execução¹⁰⁰.

Os custos de busca relacionam-se a localização de interessados na transação econômica. Tendem a ser elevados no caso dos bens ou serviços peculiares, e baixos no caso dos bens ou serviços padronizados¹⁰¹.

Os custos do ajuste referem-se às negociações e à formalização dos instrumentos contratuais. Entende-se que, quanto maior for o acesso à informação, menos onerosa será a elaboração dos ajustes. Se as partes conhecem suficientemente os valores de ameaça e a solução cooperativa, serão capazes de calcular condições razoáveis para a cooperação.

Em regra, a informação pública, de conhecimento de todas as partes, facilita o acordo, torna as negociações mais simples e acessíveis e permite que as partes calculem condições razoáveis para a cooperação. Por outro lado, as negociações tendem a ser complicadas quando a informação é privada - aquela em que apenas uma das partes conhece os subsídios - pois nesses casos, grande parte dos dados deve se converter em informação pública antes que se possa calcular condições razoáveis para cooperação, o que implica custos¹⁰².

Conforme destacam Cooter e Ulen, há muitos escritos acerca dos jogos de negociação, que incluem experimentos para verificar o Teorema de Coase. Dentre as conclusões obtidas está a de que é maior a probabilidade de que os negociadores cooperem quando os seus direitos estão claros e é menor quando estão ambíguos¹⁰³. Ou seja, a facilidade para resolver os jogos de negociação é maior quando os valores de ameaça são de conhecimento público.

⁹⁸ JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 80-81.

⁹⁹ JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 51.

¹⁰⁰ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Porto Alegre: Brokman Companhia Editora. 5ª ed., 2010, p. 105-106.

¹⁰¹ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Porto Alegre: Brokman Companhia Editora. 5ª ed., 2010, p. 105-106.

¹⁰² COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Porto Alegre: Brokman Companhia Editora. 5ª ed., 2010, p. 105-106.

¹⁰³ JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 53.

Ainda dentro dos custos de ajuste, estão inseridos os custos da redação dos contratos, o que pode se tornar muito oneroso porque deverão ser previstas muitas contingências que podem surgir para alterar o valor da negociação. Outro obstáculo para a negociação é a dita “hostilidade”, pois é possível que as partes tenham preocupações emocionais que interfiram no acordo racional¹⁰⁴.

Por último, os custos da execução surgem quando se requer tempo para o cumprimento de um acordo. Em outras palavras, um acordo que se pode cumprir de imediato não possui custos de execução. Em caso de transações complexas, monitorar o comportamento e punir as violações do acordo pode consistir em tarefa muito onerosa. Em regra, os custos da execução serão baixos quando as violações do acordo possam observar-se facilmente e a imposição da pena seja barata¹⁰⁵. Outro aspecto a ser considerado diz respeito à quantidade de partes implicadas no conflito e a proximidade geográfica entre elas.¹⁰⁶

Cumprir destacar que, em sentido semelhante, para Pinheiro e Saddi¹⁰⁷, os custos de transação enfrentados pelas partes ao viabilizar uma negociação são subdivididos em cinco: I) busca pela informação sobre as regras de distribuição de preço e qualidade das mercadorias; sobre insumos de trabalho e a busca por potenciais compradores e vendedores e de informação relevante sobre o comportamento desses agentes e a circunstância em que operam; II) negociação; III) realização e formalização dos contratos; IV) monitoramento dos parceiros contratuais; e V) correta aplicação do contrato e cobrança de indenização por eventuais prejuízos.

Não é outra a lição de Fernando Araújo¹⁰⁸, para quem os custos de transação são todos aqueles em que se incorre na troca de utilidades, ao buscar uma contraparte, negociar com ela e ao prever e supervisionar as contingências do cumprimento do acordo firmado. Acrescenta o autor que, a essa categoria em geral podem ser somados os custos de: busca de oportunidade de troca, os custos de determinação dos preços relevantes e de identificação das partes interessadas, os custos de negociação, os custos de identificação dos direitos em jogo, os custos de elaboração e de cumprimento dos contratos, custos de coordenação nos processos de decisão coletiva e custos de motivação na aplicação de tempo escasso.

¹⁰⁴ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Porto Alegre: Brokman Companhia Editora. 5ª ed., 2010, p. 107.

¹⁰⁵ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Porto Alegre: Brokman Companhia Editora. 5ª ed., 2010, p. 107.

¹⁰⁶ PORTO, Antônio Maristrello; GAROUPA, Nuno. **Curso de Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 193.

¹⁰⁷ PINHEIRO, Armando Castelar. SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 61-62.

¹⁰⁸ ARAÚJO, Fernando. **Introdução à Economia**. 3. ed. Lisboa: Almedina, 2014, p. 533.

Verifica-se que, embora haja uma subdivisão nas definições de Pinheiro e Saddi e Fernando Araújo, são abarcados os mesmos atos e procedimentos centrais expostos por Cooter e Ulen e por Oliver E. Williamson.

Em razão disso, no presente estudo serão analisados tanto os custos *ex ante* quanto os custos *ex post* enfrentados, sobretudo, pelos acionistas minoritários, para acessar à justiça no segmento do Novo Mercado. A partir disso, passa-se a estudar quais são esses custos de transação e se a sua presença torna ineficiente o sistema de *enforcement* existente na atualidade.

4.3 OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO *EX ANTE*

Conforme mencionado acima, os custos de transação *ex ante* envolvem a busca, ou seja, o momento em que os investidores colhem informações reciprocamente para instruir o processo decisório sobre qual ação adquirir. Nesse caso, o acionista em potencial deverá efetuar a busca das informações necessárias para encontrar a companhia na qual ele queria depositar os seus recursos.

Muitos mercados vendem produtos cujas características são facilmente verificáveis e, ainda, contam com profissionais que esperam ter uma relação contínua com os seus clientes, o que os motiva a construir uma reputação honesta. Em grande parte dos mercados há remédios para que os consumidores conheçam as qualidades do produto como, por exemplo, a inspeção. A peculiaridade da busca no mercado de valores mobiliários está no fato de que o conteúdo a respeito das companhias não é tangível e facilmente verificável ao mesmo tempo em que o preço do ativo é diretamente influenciado por estas mesmas informações a respeito do emissor¹⁰⁹.

Detendo toda a informação referente a uma operação, a troca gera ganhos mutuamente satisfatórios para as partes. Porém, é frequente que haja disparidades nas informações relacionadas à troca e que uma das partes esteja mais bem informada que a outra. Em termos econômicos se fala que há, portanto, assimetrias informacionais entre partes¹¹⁰:

No momento da formação do contrato, pode ocorrer que uma das partes esteja menos bem informada do que a outra a respeito da operação. Há exemplos de assimetrias informacionais entre investidores e administradores de sociedade emissora de títulos. De regra os administradores são mais bem informados que os investidores do valor

¹⁰⁹ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 22.

¹¹⁰ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2015, p. 575.

do ativo da sociedade, do rendimento esperado dos investimentos projetados, assim como de sua honestidade e competência. Em função de tais assimetrias informacionais, os investidores enfrentam dificuldades para avaliar a qualidade da sociedade emissora.¹¹¹

A esse respeito, já se mencionou no item 2.2 do presente estudo que a adesão dos acionistas a ações de companhias inscritas no Novo Mercado decorre, principalmente, da técnica denominada *screening*. Ou seja, a escolha feita pelos acionistas é decorrente da exaltação de qualidades e de padrões de governança adotados por companhias listadas no Novo Mercado. A partir desse critério, os acionistas podem comparar as qualidades das companhias, tendência que prioriza aquelas que apresentam padrões mais elevados de práticas corporativas.

Tendo isso em vista, a concorrência entre companhias abertas acaba por não ser decorrente exclusivamente da comparação de taxas de rentabilidade, mas também com base em comparação de regras internas e estruturas de governança que deveriam, em tese, garantir os direitos desses investidores.

Embora a exaltação de qualidades positivas relacionadas à governança corporativa possa indicar uma redução nos custos de transação da busca por parte dos investidores, estes são levados a acreditar que as estruturas de governança realmente garantem os seus direitos – o que não se verifica, especialmente quando se considera os baixos índices de acesso ao procedimento arbitral indicados no item 2.3.1 deste trabalho. Tendo isso em vista, cumpre questionar se os acionistas em potencial soubessem, desde o início, da eventual impossibilidade prática de exercício desses direitos, ainda assim fariam a escolha pelo aporte?

Ora, a assimetria informacional existente na fase *ex ante* gera uma fricção na relação do investidor com a companhia que pode ser tão elevada a ponto de culminar no não exercício de um direito por parte do acionista que o detém em razão dos custos de transação *ex post*, o que representa o grau máximo de ineficiência do livre exercício de direitos assegurados pela LSA.

Nesses termos, no contexto do direito das sociedades anônimas as assimetrias informacionais representam um dos maiores custos de transação, uma vez que estão presentes tanto formação do contrato de investimento quanto na sua execução.

4.4 OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO *EX POST*

4.4.1 AS ASSIMETRIAS INFORMACIONAIS

¹¹¹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2015, p. 576.

Além de estarem presentes no momento anterior à formação do contrato de investimento, vislumbramos com maior frequência as assimetrias informacionais no momento da execução desse contrato, especialmente ao tratar das dificuldades que as partes têm ao monitorar o cumprimento do acordo firmado.

Assimetria de informação consiste no fato de os contratantes, no momento em que celebram e monitoram o cumprimento do contrato, não deterem todas as informações necessárias para o entendimento pleno da transação. Muitas vezes, apenas uma das partes conta com tais dados, criando um desequilíbrio de poder que pode levar a problemas de alocação de recursos. Exemplos deste tipo são a seleção adversa e os conflitos de agência, os quais serão tratados adiante.¹¹²

Ao tratar da fonte de informação, Mckaay e Rousseau¹¹³ classificam-na de três formas: i) adquirida diretamente pelo interessado; ii) fornecida pela outra parte e iii) obtida junto a terceiros.

Na primeira fonte, o próprio contratante interessado busca obter a informação necessária para construir o seu processo de formação para, então, decidir celebrar ou não determinado contrato. A segunda fonte é a informação proveniente da outra parte contratante. Nesse caso, é preciso estar presente a confiança na informação recebida, que tem caráter subjetivo baseado na honestidade e em conhecimentos pessoais sobre a outra parte¹¹⁴.

Finalmente, a terceira fonte da informação pode ser uma base de dados manuseada por terceiros. Em alguns casos, os próprios contratantes buscam suprir essa assimetria utilizando sistemas de sinalização, para que eles possam celebrar o contrato utilizando aquela informação parametrizada¹¹⁵.

Importa destacar que a assimetria informacional não é uma ilegalidade por si só. Ela é natural e decorre da capacidade das partes para buscar e compreender a informação, de tal forma que algumas vezes renunciamos à informação em troca da celeridade¹¹⁶.

A assimetria de informação surge em razão da necessidade de limitarmos a fase de obtenção dessa informação, que pode ser excessivamente custosa por dois motivos: a) há muita

¹¹² PORTO, Antônio Maristrello; GAROUPA, Nuno. **Curso de Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2021, p. 81.

¹¹³ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2015, p. 431-440.

¹¹⁴ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 86.

¹¹⁵ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 86-87.

¹¹⁶ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 90.

informação disponível e uma dificuldade para realizar o seu filtro e separar o que é útil e relevante; ou b) há pouca informação e o custo da sua obtenção é elevado¹¹⁷.

Se há muita informação disponível, a primeira decisão envolvida é a de saber qual é o limite da informação a ser recolhida. A segunda decisão é qual a informação que deve ser recolhida. A terceira e última é a interpretação da informação recolhida e selecionada. Por outro lado, se há pouca informação, a primeira decisão envolve saber o quanto estamos dispostos a pagar por ela. A segunda decisão envolve ponderar os custos e benefícios de ignorar essa informação, caso ela seja muito custosa.¹¹⁸ Dessa maneira, a própria assimetria informacional representa um custo de transação que deve ser ponderado pelas partes envolvidas.

Como uma maneira de solucionar a dispersão de informação em um mercado é que foi idealizada a bolsa de valores, a qual funciona como um espaço que reúne compradores e vendedores cujo regime informacional obriga a publicidade de informações relevantes ao mercado. A garantia de publicidade das informações e a organização delas em um sistema de documentos de divulgação obrigatória deveria diminuir os custos de busca pela informação.¹¹⁹

Entretanto, a publicidade da informação tem um custo: ela custará para ser divulgada pela companhia e custará para ser procurada no mercado pelo investidor.

No que toca ao custo de busca pela informação, este será reduzido quando a informação for disponibilizada de forma sucinta no mercado: mais especificamente, o custo de busca pela informação será diretamente proporcional à sua dispersão no mercado. E a quantidade ótima de busca pela informação ocorrerá quando o custo de procura for igual ao benefício marginal que essa busca trará. Ou seja, os investidores não irão realizar a busca pela informação quando os benefícios que a informação trouxer forem menores que os custos da sua procura. Desse modo, os destinatários das informações acabarão por fazer o mesmo cálculo de custo-benefício daqueles que a divulgam.¹²⁰

Por sua vez, os custos para divulgação das informações pela companhia serão compostos pelos custos diretos, como os valores necessários para a elaboração de um fato relevante, ou os indiretos, que se tratam daquilo que a companhia razoavelmente ganha ou deixa

¹¹⁷ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 86.

¹¹⁸ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 86.

¹¹⁹ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 25.

¹²⁰ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 25.

de ganhar em razão da divulgação. A companhia não irá divulgar uma informação que lhe traga mais prejuízos que benefícios.

Além do fato de que a divulgação de informação referente à arbitragem muda de companhia para companhia, a diversidade nas informações disponibilizadas a respeito de arbitragem pode se dar em razão da opção de estratégia regulatória feita pela CVM em relação ao critério de relevância, o que dificulta o monitoramento das informações fornecidas pelas companhias, conforme será aprofundado adiante.

4.4.2 A ASSIMETRIA INFORMACIONAL DECORRENTE DA ESCOLHA ENTRE REGRAS E PRINCÍPIOS

A regulamentação de qualquer matéria pode optar por seguir uma estratégia normativa pré-definida ou uma estratégia principiológica. Na primeira, o ente regulador cria uma regra que deverá ser seguida. Na segunda, cria-se um princípio ou diretriz que deverá ser observado. Tendo isso em vista, afigura-se crucial compreender quais são os incentivos provocados nos regulados por cada uma destas estratégias para, ao final, analisar o que se busca ao fazer a opção por determinada espécie de regulação.

Muitas vezes, a diferenciação entre a regulação principiológica e normativa se dá pelo momento em que a regra tem a si atribuído o conteúdo. Enquanto a regra normativa atribui o conteúdo anteriormente ao fato no qual a norma será aplicada, a regra principiológica fará isso após o fato consumado.¹²¹

Uma das questões centrais derivadas da escolha estratégica é econômica, levando-se em conta os custos que a estratégia de regulação poderá gerar. Não se pode afirmar, por si só, que a regulação principiológica ou a regulação normativa geram mais ou menos custos. Cada espécie de regulação gerará custos, de forma que o que deve ser feito é uma análise de custo-benefício para cada situação específica.

Para Louis Kaplow¹²² são dois os custos principais decorrentes das estratégias regulatórias sob o ponto de vista do regulador: os custos de criação das normas e os de sua aplicação. Usualmente os custos de criação das normas serão mais elevados no caso das regras, enquanto os custos de aplicação serão superiores no caso dos princípios. Entretanto, a

¹²¹ KAPLOW, Louis. **Rules Versus Standards: An Economic Analysis**. Durham: Duke Law Journal, v. 42, 1992, p. 557-629. Disponível em: < <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol42/iss3> > Acesso em: 18 set. 2024.

¹²² KAPLOW, Louis. **Rules Versus Standards: An Economic Analysis**. Durham: Duke Law Journal, v. 42, 1992, p. 572. Disponível em: < <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol42/iss3> > Acesso em: 18 set. 2024.

comparação entre os custos derivados das normas e dos princípios não é simples, uma vez que os custos de criação da norma sempre irão existir, enquanto os custos de sua aplicação podem ocorrer de forma recorrente ou nunca ocorrer.

Em relação ao regulado, a relação de custos diz respeito ao momento em que se busca o conhecimento da norma. No caso das regras, o regulado irá arcar com os custos de conhecer a norma antes da realização do fato concreto que poderá ter sobre si aplicada a regra. Ao arcar com os custos de compreensão antes do fato pode garantir a adequação da conduta e evitar os custos derivados da aplicação da norma posteriormente ao ato.

Por outro lado, quando tratamos da regulação principiológica, o regulado buscará compreender o conteúdo da norma após ocorrido o fato. Isso porque os princípios não são prescritivos, de forma que, mesmo compreendendo o seu conteúdo, o administrado não consegue prever exatamente como ele será aplicado pelo regulador. Assim, o administrado deve arcar com os custos de compreensão dos princípios após a realização do ato caso haja o questionamento.

Ou seja, embora a regulação pela regra tenha o custo de administração mais elevado, considerando que a elaboração de uma regra exige um maior grau de detalhamento; por outro lado, o custo para o *enforcement* da regra será menor que o do princípio, uma vez que há menos variáveis a serem analisadas, confrontando-se a situação concreta. Já a regulação por princípios exige menor custo na sua criação, considerando que será mais genérica. Contudo, o custo do *enforcement* é mais elevado considerando que há que se analisar diversos aspectos da situação concreta para concluir pela aplicação – ou não – do princípio.¹²³

O custo de administração da norma pelo regulado será superior na regulação principiológica do que na regulação normativa. Isso porque o princípio exige uma previsão de como a autoridade reguladora irá aplicá-lo, o que já estará resolvido na regra, diminuindo o custo de administração da norma.¹²⁴

Quando a frequência do ato submetido à norma for baixa, os princípios serão preferíveis. Enquanto quando a frequência for alta, deve-se preferir a criação de regras, de forma que os custos reais da regulação terão relação direta com os atos ou fatos que elas buscam regular. A conduta ocasional e sem características comuns gerará menores custos quando reguladas por

¹²³ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 46.

¹²⁴ KAPLOW, Louis. **Rules Versus Standards: An Economic Analysis**. Durham: Duke Law Journal, v. 42, 1992, p. 569. Disponível em: < <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol42/iss3> > Acesso em: 18 set. 2024.

princípios, uma vez que a regra não conseguirá abarcar todas as particularidades das situações a ela submetidas, de forma que sempre gerará um custo de *enforcement*.

Para além dos custos de administração destacados por Louis Kaplow, existe outra espécie de custos que devem ser considerados para a escolha de estratégia regulatória: os custos de comportamentos indesejados.¹²⁵

As regras, por serem criadas antes da ocorrência de determinado fato concreto, podem deixar de prever todas as particularidades de situações reais, de forma que frequentemente deixarão de incluir situações que deveriam ter sido incluídas ou incluirão situações que não deveriam ter sido incluídas. Neste caso, como mencionado anteriormente, para que se escolha entre regular por regras ou por princípios, deve-se considerar se as condutas objeto têm características comuns. Caso não tenham características comuns, os custos de incluir mais ou menos condutas do que era necessário pode tornar preferível a regulação por princípios, ainda que a conduta ocorra com frequência.¹²⁶

Os princípios também poderão incluir ou deixar de incluir situações ou sujeitos que deveriam ser seus objetos, considerando que no momento do julgamento da conduta poderá haver falhas diante das dificuldades inerentes à aplicação dos princípios. Nestes casos, a falha na aplicação do princípio poderá incentivar comportamentos indesejados ou desincentivar comportamentos desejados. Por serem genéricos e terem a si atribuídos conteúdo somente após a prática de determinada conduta, os princípios podem acarretar condutas indesejadas pela mera falta de comunicação da norma.

Portanto, sob uma perspectiva econômica, os custos gerados pela regulação considerando as diversas perspectivas poderiam ajudar na escolha de qual a melhor estratégia regulatória para determinada situação. Deverá se observar quais os incentivos que a regulação pretende alcançar para a escolha da estratégia regulatória.

A regulamentação por meio de regras é menos custosa, uma vez que se arca com o custo maior de criação da regra, contudo, os custos de *enforcement* são significativamente reduzidos. Igualmente, a determinação de regras antes do ato concreto facilita a adequação da conduta pelo administrado.

¹²⁵ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 49.

¹²⁶ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 49.

Conforme mencionado no item 3.3 deste trabalho, as informações mais relevantes sobre as companhias são divulgadas nos Formulários de Referência e nos Fatos Relevantes.

A RCVM 80/2022 detalha no Anexo C todo o conteúdo do Formulário de Referência, de forma a ficar claro ao emissor o que deve ser divulgado no documento. Em sua maior parte, a regulamentação foi feita por meio de regras. Por ser um documento atualizado anualmente, a sua apresentação reiterada tornaria menos custoso que fossem estabelecidas regras antes da apresentação do documento, reduzindo os custos de aplicação das normas pelo administrador e de compreensão da norma pelos administrados.

Contudo, ao mesmo tempo em que detalha o que deve constar no Formulário de Referência, a RCVM 80/2022 rege alguns trechos do documento de maneira principiológica. Quando trata dos fatores de risco derivados de processos judiciais, administrativos ou arbitrais, o item 4 do Anexo C da RCVM 80/2022 determina que deverão ser divulgados os processos “que sejam relevantes para os negócios do emissor ou de suas controladas”. Estabelecer que deverão ser divulgados processos relevantes é claramente uma regulamentação principiológica. O mesmo pode ser dito para os Fatos Relevantes, uma vez que a RCVM 44/2021 estabelece apenas parâmetros para qualificar um fato como relevante, optando por uma regulamentação principiológica.

Essa opção pode ter sido feita em razão das características muito diversificadas que estes processos e fatos relevantes poderão ter. Assim, por serem muito diversificados, os custos de criação da regra que abranja todas as situações possíveis, bem como o custo de incluir mais ou menos fatos do que se pretendia justificariam a opção pela regulamentação por princípios. Ainda que ocorram de forma recorrente, os fatos que poderiam ser qualificados como relevantes podem tomar infinitas formas, de maneira que a regulamentação por regras poderia ser inadequada.¹²⁷

O dever de informar parte de um juízo que deve ser feito no caso concreto, em busca da capacidade que a informação possa ter de influenciar a decisão do investidor sobre valores mobiliários emitidos pela companhia, o que mostra haver certo subjetivismo na interpretação do que é fato relevante.¹²⁸

Em segundo lugar, as regras que impõe a divulgação do fato relevante não determinam o conteúdo da divulgação. Isso faz com que, na prática, as divulgações sejam superficiais e

¹²⁷ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 52.

¹²⁸ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 156.

pouco detalhadas, apenas dando notícia sobre a instauração do litígio e sobre alguns acontecimentos do seu desenrolar, mas sem detalhes sobre o seu conteúdo e sem a disponibilização de documentos.

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

Portanto, verifica-se que o critério de relevância colocado pela regulação é eminentemente principiológico, deixando a cargo dos administradores das companhias analisar o caso concreto e se ele atingiria, ou não, tais critérios. Essa circunstância ocorre justamente porque, conforme analisado, os custos para os administradores compreenderem e aplicarem a norma quando a regulação se dá por princípios é mais elevado em razão da generalidade da norma. Assim, a regulação por princípios acaba por acarretar condutas indesejadas pela falha na comunicação da norma, o que acaba por incrementar a assimetria informacional existente entre a companhia e os acionistas.

4.4.3 A ASSIMETRIA INFORMACIONAL E A SELEÇÃO ADVERSA

A assimetria informacional poderá ser tão grave a ponto de causar o que se denomina de seleção adversa: o afastamento do mercado de produtos de qualidade e dos vendedores que pretendem vender os produtos de qualidade. Referido efeito, para o autor George A. Akerlof, denomina-se “custo de desonestidade”¹²⁹. Em um mercado em que os vendedores negociam produtos de forma honesta e desonesta, o problema do comprador será identificar a qualidade do produto. Mesmo que existam vendedores que queiram vender produtos de boa qualidade e compradores que queiram adquirir tais produtos, a existência de vendedores que mentem sobre a qualidade dos produtos e geram incertezas tendem a afastar do mercado os “vendedores honestos”.

Portanto, o custo de desonestidade não se dá somente nos preços pagos pelos consumidores e na qualidade dos produtos disponíveis, como também na exclusão dos vendedores honestos do mercado.

¹²⁹ AKERLOF, George A. The market for “lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500. Oxford: JSTOR, 1970. Disponível em: < <https://personal.utdallas.edu/~nina.baranchuk/Fin7310/papers/Akerlof1970.pdf> > Acesso em: 16 set. 2024.

Não fosse isso o suficiente, a assimetria informacional poderá ter o efeito de eliminar por completo o próprio mercado. Isso porque, uma vez que os produtos de qualidade são afastados, os consumidores estarão dispostos a pagar cada vez menos pelos produtos, o que tenderá a fazer com que a qualidade desse produto seja reduzida progressivamente, até o momento em que o vendedor não estará mais disposto a vender por um preço tão reduzido e o comprador não adquirirá bem de tão baixa qualidade, eliminando-se o mercado.

Portanto, pode-se notar que o risco de ocorrência de seleção adversa chama atenção à necessidade de minimizar a assimetria informacional no mercado de valores mobiliários, sob pena de afastar as companhias honestas e de qualidade.

Da mesma forma que a qualidade de bens negociados em um mercado diminui quando há assimetria informacional, a “qualidade” geral de companhias também reduz em um cenário em que existe falta de informação sobre ilícitos e más práticas. O segredo de informações relativas a ilícitos pode gerar uma seleção adversa, fazendo com que companhias que adotam boas práticas percam vantagens competitivas em relação às que não empregam tais práticas, pois, diante da falta de informação, os agentes tendem a penalizar genericamente todas elas, sancionando indevidamente as primeiras.¹³⁰

Nesse cenário, a própria regulação apresenta soluções para tutelar o regime informacional a ser cumprido pelas companhias. Conforme demonstrado no terceiro capítulo do presente estudo, estão previstas obrigações de divulgação de informações na LMVM, na LSA e, principalmente, na regulamentação editada pela CVM, razão pela qual, no item 4.4.5 deste estudo, será analisado se o regime informacional do mercado de capitais cumpre com os objetivos a que se propõe.

A obrigação de publicação de informações da companhia consiste em uma estratégia legal para controlar os custos de agência. São informações que permitem aos investidores (como principal) decidir em que termos eles desejam entrar adquirindo ações de uma companhia como acionistas ou sair alienando suas participações.¹³¹ Por sua vez, tendo adquirido as ações desta companhia, necessário que os participantes do mercado tenham informações adequadas sobre atos ilícitos e sobre processos em andamento em que aquela companhia, seus acionistas ou administradores estejam envolvidos, para o fim de exercer os seus direitos.

¹³⁰ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 156.

¹³¹ SILVA, Alexandre Couto. Conflitos de Interesses: Problemas de Agência. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). *Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações*. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 11.

Ocorre que, conforme será demonstrado no próximo tópico, muitas vezes a confidencialidade – característica muito presente nas arbitragens envolvendo as companhias - acaba por obstar o acesso à informação dos acionistas, o que contribui para aumentar as assimetrias informacionais existentes.

4.4.4 A CONFIDENCIALIDADE NA ARBITRAGEM

Há uma característica da arbitragem que a torna muito atrativa para as sociedades: a possibilidade de as partes optarem pelo total sigilo do procedimento, de seu conteúdo e até mesmo de sua própria existência. Em razão disso, a presente pesquisa volta o olhar para a utilização da arbitragem, de forma sigilosa, por companhias que se financiam no mercado de valores mobiliários brasileiro – o que pode ser entendido como um custo de transação *ex post* relacionado à configuração e funcionamento da estrutura de governança corporativa a que se submete o investidor.

Disciplina o art. 13, §6º da LARB que, no desempenho de sua função, o árbitro deverá proceder com discrição quanto aos atos do processo arbitral. A legislação não contém a palavra a respeito de um dever de confidencialidade dos sujeitos da relação processual, o que autoriza dizer que inexistente relação de necessariedade entre arbitragem e confidencialidade.

Apesar disso, a confidencialidade acaba por ser frequentemente apontada como uma das principais vantagens da arbitragem, conforme demonstra pesquisa de opinião realizada pelo Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAr) e pelo Instituto Ipsos em 2012¹³², em que a quinta vantagem da arbitragem mais lembrada pelos entrevistados – entre os quais estavam advogados, árbitros, membros de departamentos jurídicos e de câmaras arbitrais - foi a confidencialidade. Reforça essa constatação o fato de que, em regra, não só as convenções arbitrais como também os regulamentos dos órgãos arbitrais preveem que o processo deve se desenvolver sob sigilo.

Não em outro sentido é o que prevê o art. 9.1 do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado¹³³: “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. 9.1.1 Os terceiros que

¹³² CBAr - Comitê Brasileiro de Arbitragem; IPSOS - Institut Public de Sondage d'Opinion Secteur. **Arbitragem no Brasil**. São Paulo: CBAr, 2012. 27 p. Disponível em: < https://cbar.org.br/PDF/Pesquisa_CBAr-Ipsos-final.pdf > Acesso em: 21 set. 2024. Base de Dados.

¹³³ B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Regulamento da Câmara do Mercado**. São Paulo, SP: 2011. Disponível em < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem.html> > Acesso em 21 set. 2024.

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”.

Disso decorre que dados sobre os processos arbitrais são normalmente pouco acessíveis ou divulgados. Não apenas a íntegra dos laudos, mas a forma de condução de cada arbitragem e a dinâmica entre seus sujeitos costumam ficar restritos às partes e aos profissionais que atuam naquele caso particular. Segundo a pesquisa do Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAr) e do Instituto Ipsos¹³⁴, os envolvidos nessas arbitragens consideram importante que assim o seja, porque os dados de cada arbitragem concreta dizem respeito apenas às partes nela envolvidas, legitimamente interessadas em evitar que informações sigilosas ou comerciais estratégicas sobre si mesmas e suas disputas caiam nas mãos de concorrentes.

Ocorre que a confidencialidade acaba por acarretar dois problemas nos processos envolvendo litígios societários e de mercado de capitais: aumento da assimetria de informações e maior dificuldade na formação do direito.¹³⁵

A respeito do primeiro problema, a confidencialidade dificulta que o mercado e até mesmo os acionistas da companhia envolvida no litígio tenham informação a respeito da controvérsia. E essa falta de conhecimento pode prejudicar a tomada de decisões de modo informado e eficiente sobre comprar, vender ou manter títulos da companhia.¹³⁶ Ademais, a confidencialidade faz com que os participantes do mercado não tenham informações adequadas sobre atos ilícitos e sobre processos em andamento, o que prejudica a sua capacidade de exercício de direitos ou até mesmo o ingresso em ações coletivas iniciadas por outros investidores. Assim, o processo arbitral pode tramitar sem que todos os investidores tomem conhecimento da reparação pleiteada, e isso pode gerar uma situação de desigualdade entre eles.¹³⁷

Um dos pilares do mercado de capitais, o regime de *full disclosure* é vulnerado pela confidencialidade da arbitragem envolvendo litígios societários. O sigilo aumenta a assimetria

¹³⁴ CBAr - Comitê Brasileiro de Arbitragem; IPSOS - Institut Public de Sondage d'Opinion Secteur. **Arbitragem no Brasil**. São Paulo: CBAr, 2012. 27 p. Disponível em: < https://cbar.org.br/PDF/Pesquisa_CBAr-Ipsos-final.pdf > Acesso em: 21 set. 2024. Base de Dados.

¹³⁵ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 154.

¹³⁶ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 154.

¹³⁷ LEITE, Amanda Kalil Soares; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Confidencialidade e Transparência nas Arbitragens Coletivas Societárias. **Revista de Arbitragem e Mediação**. São Paulo: Revista dos Tribunais. vol. 69/2021, Abr - Jun/2021, p. 7.

de informações entre os agentes de mercado e até mesmo entre acionistas de uma mesma companhia e, conseqüentemente, diminui a eficiência do mercado de capitais.

Considerando que, no presente caso, as informações são de acesso privado – uma vez que uma das partes domina aquelas informações e a outra não – a transação tende a ser mais complexa. A assimetria de informações ocorre quando uma companhia aberta deixa de divulgar informações relevantes a seu respeito, uma vez que ela, no papel de emissora no mercado de capitais, terá acesso a mais informações que os investidores em potencial, os quais atuam no papel de compradores.

Outro aspecto negativo de se impor confidencialidade aos litígios societários envolvendo companhias abertas é que a aplicação do direito que ocorre nesse âmbito não é conhecida pelo público ou o é de maneira superficial, sem detalhamento a respeito da norma jurídica concreta imposta. Tais circunstâncias impedem a formação de uma jurisprudência societária e do mercado de capitais e faz com que a CVM seja o principal intérprete desses temas no Brasil. Nesse cenário, os jurisdicionados não sabem como as normas abstratas são concretizadas.¹³⁸

Segundo o modelo da transparência, a função do direito consiste em fazer com que todos os investidores tenham igual acesso à informação completa, verídica e atualizada relativamente aos emissores. De posse dessas informações, as pessoas podem tomar decisões de investimento informadas por meio de ferramentas financeiras modernas, requerer prestação de contas do emissor e detectar fraudes e malversações¹³⁹. Ou seja, a transparência aumenta o poder de barganha dos acionistas e compromete a imagem pública das sociedades, induzindo mudanças.

Uma das razões para este foco na divulgação das informações está no fato de que um dos maiores custos de transação que será encontrado no mercado de capitais é aquele de obtenção de informações a respeito dos ativos nele negociados¹⁴⁰. É tamanha a importância dada à informação que a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado de acordo com o regime informacional é considerada crime¹⁴¹, o que não vemos em outros mercados.

¹³⁸ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 158.

¹³⁹ MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2015, p. 632.

¹⁴⁰ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 22.

¹⁴¹ Art. 27-D da LMVM Utilizar informação relevante de que tenha conhecimento, ainda não divulgada ao mercado, que seja capaz de propiciar, para si ou para outrem, vantagem indevida, mediante negociação, em nome próprio ou de terceiros, de valores mobiliários: Pena – reclusão, de 1 (um) a 5 (cinco) anos, e multa de até 3 (três) vezes o montante da vantagem ilícita obtida em decorrência do crime.

No tema relativo à proteção jurídica do sócio minoritário, um dos aspectos mais relevantes diz respeito ao acesso às informações sobre a sociedade empresária de que participa. No Brasil e no exterior, a dificuldade de obter informações confiáveis, atualizadas, pertinentes, verdadeiras e claras representa um dos mais sérios obstáculos à defesa dos direitos da minoria. Sem informações, o sócio minoritário sequer conseguirá exercer os seus direitos societários.¹⁴²

O direito de voto e o de fiscalização, por exemplo, somente são exercitáveis em sua plenitude se o acionista estiver devidamente municiado de informações corretas e adequadas sobre a companhia. Aquele sócio que vota, a favor ou contra determinada proposta da administração referente à melhoria da condição financeira da sociedade, se não tiver em mãos dados substancialmente coletados e fornecidos não estará, a rigor, exercendo nenhum direito de interferir, com seu entendimento e consentimento, nos destinos da empresa.

Do mesmo modo, o sócio desprovido de informações não tem como exercer o seu direito de fiscalizar a administração da sociedade, de modo a tomar as medidas societárias e judiciais visando coibir as irregularidades de que desconfia. Similar observação caberia quanto ao direito de recesso, já que para conferir o montante do reembolso, o dissidente muitas vezes necessita de dados pertinentes ao patrimônio social e às perspectivas de rentabilidade da empresa.

Mas não somente o exercício do direito de votar, fiscalizar a administração da sociedade ou de recesso dependem do acesso a informações. Também o mais importante dos direitos essenciais titulados pelo sócio, o de participar dos resultados sociais, não se pode exercer satisfatoriamente sem que estejam disponíveis as informações aptas à conferência do valor dos dividendos declarados.

Sabendo tratar-se de aspecto das relações societárias em que avulta a vulnerabilidade do acionista minoritário, alguns controladores menos escrupulosos não hesitam em sonegar informações, ou em administrá-las com extrema parcimônia, uma vez que informação é poder também no seio da sociedade anônima. O arcabouço legal de proteção do acionista minoritário, em vista desse quadro, não poderia ignorar a importância que tem de franquear o acesso às informações sobre a sociedade e a empresa, como condição para o exercício dos direitos societários.¹⁴³

Ao regular a informação, regula-se um aspecto de extraordinária relevância da relação entre controlador e minoria, de modo que o primeiro não possa, por meios transversos, frustrar

¹⁴² COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 322.

¹⁴³ COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024, p. 322.

os direitos desta. A plena circulação de informações de interesse dos sócios é indispensável para a harmonização das relações societárias. Pode-se, em suma, falar em um direito à informação titulado pelo sócio minoritário.

4.4.5 A CONFIDENCIALIDADE E A REGULAÇÃO DO REGIME INFORMACIONAL NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Em razão do exposto acima, possível concluir que os conflitos centrais das companhias inscritas no Novo Mercado – os quais serão necessariamente resolvidos por meio da arbitragem, conforme já se analisou no presente estudo - poderão correr de forma inteiramente sigilosa. Este ponto justifica a escolha da análise da aplicação do regime informacional no mercado de valores mobiliários pela ótica das arbitragens confidenciais, uma vez que a complexidade dos litígios que poderão ser resolvidos por arbitragem presumivelmente implicará em situações relevantes que deveriam ser disponibilizadas ao mercado. Caso contrário, o acesso à justiça dos acionistas seria limitado.

Todas as fases de um processo arbitral envolvendo uma companhia aberta contêm informações relevantes ao mercado. Um pedido, uma alegação, uma prova nova, uma decisão ou recurso; todos esses elementos influenciam a probabilidade de ganho ou perda de uma causa, com consequências diretas para a negociação dos valores mobiliários emitidos pela companhia.

A partir da compreensão da importância da informação para o bom funcionamento do mercado de capitais e da regulação sobre o tema existente no Brasil, em Dissertação de Mestrado, Fernanda Farina Mansur¹⁴⁴ buscou verificar como as informações são disponibilizadas na prática pelas companhias abertas brasileiras, utilizando-se como parâmetro as arbitragens sigilosas em que as sociedades estão envolvidas.

A autora realizou estudo empírico a partir das companhias listadas no Novo Mercado para analisar se a regulação se mostra suficiente e se as companhias abertas brasileiras divulgam de maneira a efetivamente levar ao mercado as informações a respeito das arbitragens que as envolvam. O estudo proposto analisou as informações divulgadas pelas próprias companhias, ou seja, como o investidor toma conhecimento das informações relativas às arbitragens envolvendo as companhias por meio de informações unilaterais.

¹⁴⁴ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

Foi selecionado um período de cinco anos para análise, entre o dia 1º de janeiro de 2014 a 31 de dezembro de 2018, com a finalidade de observar as informações sobre arbitragem disponibilizadas pelas 144 companhias abertas listadas no Novo Mercado. Considerando inexistir na legislação ou na regulamentação da CVM maior detalhamento a respeito de onde deveriam constar as informações relativas às arbitragens de que fazem parte as companhias, a análise da autora se nos Formulários de Referência e no Fato Relevante.

Detalhadamente, foi analisada a maneira que companhias divulgam as arbitragens e quais informações a respeito delas são divulgadas. Ou seja, buscou-se compreender quão acessível a informação é ao interessado e se, quando encontrada, as informações divulgadas são suficientes para informa-lo.

Dos 678 Formulários de Referência analisados, verificou-se a indicação da existência de procedimento arbitral em 122 deles, o que significa 18% da base de dados analisada. Os Formulários de Referência em que se localizou referência à arbitragem diziam respeito a 47 companhias estudadas, consistente em 33% daquelas analisadas. Apurou-se, portanto, que pelo menos um terço das companhias listadas no Novo Mercado estão ou estiveram envolvidas em procedimentos arbitrais no período estudado. Não foi possível afirmar se são estas as únicas dentre as companhias estudadas que se envolveram em procedimentos arbitrais, e sim que são as únicas que os divulgaram em seus Formulários de Referência em razão de considera-los relevantes.

Foi observada a falta de padronização na forma em que as informações que dizem respeito à arbitragem são divulgadas na análise dos Formulários de Referência. Quando há menção expressa à arbitragem, não há uniformidade no local do Formulário de Referência em que isto é feito, dificultando o acesso à informação pelo investidor e demais interessados. De acordo com Mansur, tal falta de uniformidade pode ser atribuída à falta de clareza pela regulamentação da normativa que trata do tema.

Dentre os 122 Formulários de Referência que mencionaram a existência de arbitragem, vislumbrou-se um total de 273 arbitragens individualmente consideradas. Entretanto, destas menções, em 24 oportunidades a forma pela qual a companhia trouxe a informação a respeito da arbitragem foi feita de maneira que não é possível analisar o seu conteúdo. Na maioria destes casos, houve simplesmente a menção a existência de procedimento arbitral sem referir qualquer outra informação que se possa atribuir ao mesmo procedimento arbitral cuja existência foi divulgada.

Conforme apontado pela autora, a quantidade de casos em que o conteúdo não pode ser apurado não é insignificante, o que poderia indicar a pouca importância que as companhias dão

para a transparência no que toca à divulgação de informações relativas a arbitragens que participam, apesar da obrigatoriedade regulatória. Pondera Mansur que a regulamentação já é pouco exigente a respeito de quais informações deverão ser divulgadas e, ainda sim, foi verificado que sequer os poucos dados exigidos são fornecidos pelas companhias.

Por outro lado, tratando-se do documento dos Fatos Relevantes, a autora analisou 4.198 documentos, tendo constatado que somente 37 Fatos Relevantes tratavam de procedimentos arbitrais. As arbitragens mencionadas nos Fatos Relevantes não eram sempre o objeto principal do documento publicado pela companhia; por muitas vezes a arbitragem era mencionada de forma incidental no Fato Relevante. Este foi o caso de 19 dos 37 Fatos Relevantes que trataram de arbitragem, portanto, apenas em 18 Fatos Relevantes a arbitragem era o tema principal.

Portanto, tem-se que somente 18 dentre os 4.198 Fatos Relevantes divulgados tinham como objeto principal a arbitragem (o que configura sequer 0,5% da amostra). Levando em conta esse baixo percentual é possível concluir que as companhias, de maneira geral, não consideram a arbitragem - e seus desenvolvimentos - tema de relevância.

A simples menção ao procedimento arbitral é algo semelhante ao que se vislumbrou quando do estudo dos Formulários de Referência, como conteúdo não apurável. Ou seja, não se afigura possível ter maiores informações a respeito do procedimento senão a sua existência.

Assim, o investidor toma conhecimento de forma secundária da realização de acordo que encerra arbitragem sem antes ter ciência da existência deste procedimento. Ao que parece, se é relevante a realização de acordo que encerra a controvérsia em que a arbitragem se cingia, o procedimento arbitral que discute e possivelmente resolva esta controvérsia também deveria ser considerado relevante.

A autora localizou, em todo o intervalo pesquisado, um exemplo de Fato Relevante em que a sociedade contra a qual era movida a arbitragem manteve os investidores informados de praticamente todos os passos importantes do procedimento. Trata-se da única oportunidade em que foram fornecidas informações a respeito da instituição do procedimento, do andamento e da sua conclusão. Tendo constatado, inclusive, que as companhias preferem divulgar o Fato Relevante quando as decisões lhe são favoráveis e não o fazem quando as decisões são desfavoráveis.

Verificou-se que o mesmo procedimento arbitral pode ser tratado de maneira completamente diversa, de forma que os acionistas de uma determinada companhia poderiam estar melhor informados se consultassem informações consultando os documentos divulgados pela companhia que está litigando no lado oposto e não da companhia na qual investem.

A análise dos Formulários de Referência mostrou que ao menos 47 companhias tinham procedimento arbitral que as envolvesse no período estudado e que foi considerado relevante para divulgação naquele documento. Somente 15 delas optaram por também divulgar Fatos Relevantes tratando dos principais acontecimentos a respeito destas arbitragens, enquanto seis companhias divulgaram Fato Relevante sobre arbitragem e não as mencionaram em seus Formulários de Referência.

Portanto, o investidor que realizasse a pesquisa somente no Formulário de Referência da companhia para buscar conhecimento de uma eventual arbitragem sigilosa relevante, encontraria uma negativa absoluta no sentido da inexistência dela. A compreensão da relevância e dos possíveis impactos da arbitragem só poderão ser entendidos pela análise combinada dos Fatos Relevantes e do Formulário de Referência.

A partir disso, verifica-se a clara falta de padronização na forma com que as informações referentes às arbitragens são apresentadas aos investidores. Não há uniformidade sequer no documento em que as informações sobre arbitragens envolvendo as companhias serão divulgados, uma vez que, conforme observado, há casos em que há menção somente em Fato Relevante ou somente em Formulário de Referência.

Os resultados empíricos encontrados demonstraram que a regulamentação dos critérios de relevância das informações a respeito de arbitragens sigilosas envolvendo as companhias abertas não está adequada para garantir a uniformidade na divulgação de informações que o regime informacional do mercado de valores mobiliários exige.

4.4.5.1 A TENTATIVA DE MITIGAÇÃO DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Buscando mitigar a apresentação de informações parciais, recortadas e parafraseadas pelas partes do processo, a qual, conforme visto, pode aumentar a assimetria informacional no mercado de valores mobiliários e, também, atribuir custos desnecessários às companhias, que terão de dedicar tempo e recursos à seleção de tais informações, é que a CVM editou o Anexo I à RCVM 80/2022:

Art. 1º Este anexo se aplica às demandas societárias em que o emissor, seus acionistas ou seus administradores figurem como partes, nessa qualidade, e: I – que envolvam direitos ou interesses difusos, coletivos ou individuais homogêneos; ou II – nas quais possa ser proferida decisão cujos efeitos atinjam a esfera jurídica da companhia ou de outros titulares de valores mobiliários de emissão do emissor que não sejam partes do

processo, tais como ação de anulação de deliberação social, ação de responsabilidade de administrador e ação de responsabilidade de acionista controlador.

§ 1º Para fins deste anexo, considera-se demanda societária todo processo judicial ou arbitral cujos pedidos estejam, no todo ou em parte, baseados em legislação societária ou do mercado de valores mobiliários, ou nas normas editadas pela CVM. §

2º Obrigações decorrentes de convenções de arbitragem, de regulamentos de órgãos arbitrais institucionais ou entidades especializadas ou de qualquer outra convenção não eximem o emissor do cumprimento das obrigações de divulgação previstas neste anexo, respeitadas as hipóteses e observados os limites de sigilo decorrente de lei.

Para ilustrar o que deve ser considerado como informação relevante sobre o litígio, o art. 2º traz lista meramente exemplificativa, em que se incluem elementos como nome das partes, valores, bens e direitos envolvidos, principais fatos, pedido ou provimento almejado, decisões sobre pedidos de tutelas de urgência e evidência, decisões sobre jurisdição e competência, decisões sobre inclusão ou exclusão de partes, julgamentos de mérito ou extintivos, celebração de termo de arbitragem, decisões sobre medidas cautelares e de urgência em arbitragem, sentenças arbitrais parciais ou finais, decisões sobre jurisdição dos árbitros, entre outros. Referidas informações devem ser comunicadas no prazo de 7 dias úteis a contar do seu conhecimento pela parte.

Embora a iniciativa seja louvável e possa vir a auxiliar na mitigação dos custos de transação apontados neste trabalho, questiona-se de que maneira a Comissão de Valores Mobiliários poderá proceder à fiscalização do seu cumprimento, especialmente levando-se em conta o sigilo dos procedimentos arbitrais.

Além disso, não é possível afirmar que a Resolução nº 80/22 resolve completamente o problema da falta de informação sobre litígios societários, uma vez que a divulgação das informações indicadas na Resolução ainda é demasiado limitada. Como não são divulgadas as principais peças e documentos da arbitragem, não é possível verificar com exatidão o que se passou no processo e como ocorreu a aplicação do direito. Ademais, como já mencionado, a seleção de informações impõe custos às companhias e, a depender de como é feita, pode mais confundir o investidor do que informá-lo.¹⁴⁵

A falta de padronização aumenta os custos de busca pelas informações no mercado, o que resulta em um desincentivo a realização da procura. Inclusive, pelo custo elevado da busca pela informação, também cresce o custo de monitoramento dos administradores ou acionistas controladores pelos minoritários, levando a maior assimetria informacional. Como já visto nos

¹⁴⁵ TELLES, Carolina Mota da Silva; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Arbitragem Coletiva Societária: onde estamos e para onde vamos? In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 259.

tópicos anteriores, a assimetria informacional pode ter importantes consequências para um mercado, como a seleção adversa.

Muito embora a situação extrema de extinção do mercado de valores mobiliários por conta de um afastamento total dos compradores não seja o cenário atual, conforme se verificou dos resultados das pesquisas apontadas no item 2.3, o mercado brasileiro ainda está em desenvolvimento, sendo acessado majoritariamente por investidores não profissionais cujos investimentos tendem a ser cada vez menos expressivos. Nesse cenário, a redução dos custos da busca pela informação é essencial para que o mercado cresça e se desenvolva.

O momento de tomada de conhecimento do procedimento arbitral é extremamente relevante para que o acionista possa, eventualmente, exercer algum direito do qual faça jus. Caso queira utilizar uma forma de intervenção de terceiro ou habilitar-se no procedimento, o lapso temporal pode ser extremamente sensível para o exercício do direito pelo acionista, chegando até mesmo a obstar o acesso à justiça caso a informação não seja divulgada da maneira adequada.

A falta de uniformidade na divulgação de informações pelas companhias inscritas no Novo Mercado torna a informação disponibilizada inacessível ou, ao menos, de difícil acesso ao investidor, provoca assimetria informacional, aumenta significativamente os custos de agência na sociedade e obsta o acesso à justiça sobretudo dos acionistas minoritários, em razão do aumento dos custos de monitoramento.

4.4.6 OS CUSTOS MONETÁRIOS DA ARBITRAGEM

Litigar custa dinheiro. A utilização de um mecanismo de solução de controvérsias e a defesa das partes por um profissional habilitado têm um custo, que exige o desembolso de recursos. Há gastos com despesas processuais (taxas judiciais, honorários de advogado, remuneração da câmara de arbitragem, honorários de perito e de assistentes técnicos), despesas extraprocessuais (produção de documentos, viagens e deslocamentos) e remuneração de advogado.

Comparada com a jurisdição estatal, a arbitragem é mais custosa, em razão dos gastos com a remuneração do órgão que administra o processo (no caso de arbitragem institucional) e, sobretudo, dos árbitros, embora se argumente que, colocados na balança todos os custos de

transação que um processo judicial acarreta – demora, incerteza, insegurança – este pode acabar sendo mais custoso.¹⁴⁶

Afigura-se comum a previsão nos regulamentos das Câmaras Arbitrais estabelecendo que caberá à parte autora comprovar o recolhimento das custas iniciais quando do protocolo do requerimento de arbitragem.¹⁴⁷ Conforme demonstra a tabela abaixo, o valor das custas iniciais varia em razão do montante envolvido no litígio, devendo ser pago por mês ou fração, desde o início do procedimento até a apresentação às partes da sentença arbitral ou da decisão quanto ao pedido de esclarecimentos, se houver.¹⁴⁸ Ressalta-se que cada parte do procedimento deve pagar integralmente a taxa de administração. No caso de múltiplas partes, cada uma delas deverá arcar com a taxa de administração, salvo se representadas pelo mesmo patrono ou sociedade de advogados.

TABELA 2 – Taxa de Administração do Procedimento Arbitral na CAM

Valor da demanda (em reais)	Taxa a ser paga (em reais)
até 100.000,00	1.000,00
100.000,00 a 500.000,00	1.500,00
500.000,01 a 1.000.000,00	2.000,00
1.000.000,01 a 10.000.000,00	2.500,00
a partir de 10.000.001,00	3.000,00

Fonte: Custas e honorários da Câmara do Mercado.

Conforme exemplificam as tabelas a seguir, as elevadas taxas não são uma exclusividade da Câmara do Mercado ou do Estado de São Paulo:

TABELA 3 – Taxa de Administração do Procedimento Arbitral na ARBITAC¹⁴⁹

¹⁴⁶ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 149.

¹⁴⁷ Exemplificativamente, eis o que dispõe a Cláusula 2.1.1 do Regulamento da Câmara do Mercado: a Requerente deverá anexar ao Requerimento de Arbitragem cópia do documento que contiver a convenção de arbitragem, bem como do comprovante de recolhimento das custas iniciais, conforme a Tabela de Custas e Honorários em vigor. B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Regulamento da Câmara do Mercado**. São Paulo, SP: 2011. Disponível em < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem.html> > Acesso em 05 out. 2024.

¹⁴⁸ B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Custas e honorários**. São Paulo, SP: 2011. Disponível em < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem--custas-e-despesas.html> > Acesso em 05 out. 2024.

¹⁴⁹ ARBITAC – Câmara de Mediação e Arbitragem da Associação Comercial do Paraná. **Tabela de Custos de Arbitragem da ARBITAC**. Curitiba, PR: 2021. Disponível em <<https://arbitac.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Tabela-de-Custos-de-Arbitragem-da-ARBITAC-2.pdf>> Acesso em 20 nov. 2024. Ainda, consta da tabela que os valores de Taxa de Administração terão redução de 30% sempre que a arbitragem for integralmente regida pelas regras do Procedimento Expedito.

Valor da demanda (em reais)	Taxa a ser paga (em reais)
até 50.000,00	3.000,00
50.000,01 até 200.000,00	3.000,00 + 4% do que extrapolar 50.000,00
200.000,01 a 500.000,00	9.000,00 + 3,5% do que extrapolar 200.000,00
500.000,00 a 1.000.000,00	19.500,00 + 2,5% do que extrapolar 500.000,00
1.000.000,01 a 5.000.000,00	72.000,00 + 0,6% do que extrapolar 5.000.000,00
5.000.000,01 a 10.000.000,00	59.000,00 + 0,5% do que extrapolar 5.000.000,00
10.000.000,01 a 20.000.000,00	84.000,00 + 0,2% do que extrapolar 10.000.000,00
100.000.000,01	159.000,00 + 0,025% do que extrapolar 100.000.000,00 limitado a 300.000,00

Fonte: Tabela de Custos de Arbitragem ARBITAC.

TABELA 4 – Taxa de Administração do Procedimento Arbitral na CAMFIEP¹⁵⁰

Valor da demanda (em reais)	Taxa a ser paga (em reais)
independente	2% sobre o valor da demanda, limitada ao máximo de 70.000,00.

Fonte: Tabela de Custos de Arbitragem da CAMFIEP.

TABELA 5 – Taxa de Administração do Procedimento Arbitral no CBMA¹⁵¹

Valor da demanda (em reais)	Taxa a ser paga (em reais)
até 500.000,00	15.000,00
500.000,01 a 1.000.000,00	25.000,00
1.000.000,01 a 3.000.000,00	45.000,00
3.000.000,01 a 5.000.000,00	65.000,00
5.000.000,01 a 10.000.000,00	90.000,00

¹⁵⁰ CAMFIEP – Câmara de Mediação e Arbitragem da Federação das Indústrias do Estado do Paraná. **Tabela de Custos e Despesas de Arbitragem da CAMFIEP**. Curitiba, PR: 2024. Disponível em < [https://www.fiepr.org.br/camfiep/sobre/regulamentoecodigodeetica/uploadAddress/TABELA-DE-CUSTAS-E-DESPESAS-DE-ARBITRAGEM-CAMFIEP-2024\[108520\].pdf](https://www.fiepr.org.br/camfiep/sobre/regulamentoecodigodeetica/uploadAddress/TABELA-DE-CUSTAS-E-DESPESAS-DE-ARBITRAGEM-CAMFIEP-2024[108520].pdf) > Acesso em 20 nov. 2024. Não consta da tabela redução de custas para arbitragens expeditas.

¹⁵¹ CBMA – Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem. **Regimento de Custas**. Rio de Janeiro, RJ: 2024. Disponível em <<https://cbma.com.br/wp-content/uploads/2024/04/CBMA-Regimento-de-Custas-valido-a-partir-de-07.03.2024-1.pdf>> Acesso em 20 nov. 2024. Não consta da tabela redução de custas para arbitragens expeditas.

10.000.000,01 a 25.000.000,00	120.000,00
25.000.000,01 a 50.000.000,00	160.000,00
50.000.000,01 a 100.000.000,00	230.000,00
100.000.000,01	230.000,00 e limite a ser fixado pelo CBMA

Fonte: Regimento de Custas do Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem.

TABELA 6 – Taxa de Administração da CAMERS¹⁵²

Valor da demanda (em reais)	Taxa a ser paga (em reais)
até 1.000.000,00	20.000,00
1.000.000,01 a 2.000.000,00	30.000,00
2.000.000,01 a 3.000.000,00	40.000,00
3.000.000,01 a 4.000.000,00	50.000,00
4.000.000,01 a 5.000.000,00	60.000,00
10.000.000,0	102.500,00
50.000.000,00	302.500,00
100.000.000,00	552.500,00

Fonte: Calculadora de Custas da CAMERS

Nesse cenário, os elevados custos monetários da arbitragem podem representar um gargalo para o acesso de certos investidores, de forma a resultar na “seletividade da proteção”, eis que somente grandes investidores terão aptidão de acessar o mencionado mecanismo de resolução de conflitos, afastando os pequenos acionistas – o que, por consequência, pode gerar um distanciamento entre o instituto, as boas práticas de governança corporativa e o objetivo precípua da escolha da arbitragem: maior proteção dos investidores.¹⁵³

Ao analisar a temática do custo dos direitos, Stephen Holmes e Cass R. Sustein levantam uma série de questões, não somente acerca do quanto efetivamente custam os diversos direitos,

¹⁵² CAMERS – Câmara de Arbitragem, Mediação e Conciliação do CIERGS. **Calculadora de Custas**. Porto Alegre, RS: 2024. Disponível em <<https://sistema.camers.org.br/calculadora>> Acesso em 20 nov. 2024. Não consta da tabela redução de custas para arbitragens expeditas.

¹⁵³ PRADO, Viviane Muller; NANI, Ana Paula Ribeiro. 20 anos da Arbitragem no Mercado de Capitais: Escolha Acertada? In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**: Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis Nº 6.385 e 6.404. v.II. Coimbra: Grupo Almedina, 2021.

mas também sobre quem receberá a proteção assegurada por esses direitos em razão da escassez de recursos financeiros.¹⁵⁴

Os autores consideram o poder aquisitivo pessoal uma das fontes de desigualdade na distribuição de direitos, a qual recairá, usualmente às pessoas que tendem a precisar daquele direito e não dispõe dos recursos necessários para tanto.¹⁵⁵

Os direitos não são pretensões absolutas, mas relativas. A atenção ao custo é apenas mais um caminho, paralelo a outros trilhados de modo mais habitual, rumo a uma compreensão melhor da natureza qualificada de todos os direitos. Pode complementar de modo bastante útil outras abordagens mais conhecidas, sobretudo porque a teoria convencional dos direitos, que não leva em conta os custos, reforçou uma compreensão errônea de sua função ou objetivo social, compreensão essa que acabou por se difundir bastante. A atenção ao custo dos direitos revela em que medida a imposição ou garantia desses direitos se faz sempre através de concessões e soluções de meio-termo, inclusive do ponto de vista monetário. Isso não significa que as decisões devam ser tomadas por contadores, mas que as autoridades e os cidadãos das democracias devem levar em consideração os custos orçamentários.¹⁵⁶

Quando se trata do acesso à justiça por meio da arbitragem, verifica-se que a qualidade e a extensão da proteção dos direitos dependem majoritariamente de gastos privados e não do dinheiro público. Uma vez que os direitos impõem custos não somente ao orçamento público, mas também aos particulares, conclui-se necessariamente que valem mais para certas pessoas do que para outras. Os que possuem mais recursos para litigar na justiça obtêm, com seus direitos, mais valor do que aqueles que não os possuem.¹⁵⁷

O exercício dos direitos jurídicos muitas vezes motiva uma resposta violenta, e o custo da proteção dos detentores de direitos contra uma possível retaliação deve, sem dúvida, ser incluído no custo dos próprios direitos. Nenhuma comunidade política responsável dará direitos a seus cidadãos se não estiver disposta a arcar também com esses custos subsidiários.¹⁵⁸

A imposição de custos privados – na forma de taxas pagas pelo usuário, por exemplo – é um dos meios convencionais de conservação de recursos escassos, como é o caso do acesso a uma instituição de resolução de conflitos. Mas essa técnica de triagem só impede aqueles com poder aquisitivo menor de mover ações judiciais – os detentores de melhores condições

¹⁵⁴ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019, p. 19.

¹⁵⁵ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019, p. 170.

¹⁵⁶ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019, p. 78.

¹⁵⁷ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019, p. 10.

¹⁵⁸ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019, p. 10.

financeiras continuam fazendo isso. Não obstante, a regra geral é de que aqueles que detêm mais recursos financeiros tiram muito mais proveito dos direitos supostamente iguais para todos.¹⁵⁹

Não fosse isso o suficiente, a defesa de direitos por acionistas e investidores é dificultada pela circunstância de que o custo com a tomada da medida é, muitas vezes, maior que o benefício *pro rata* que obterão em caso de sucesso. Para analisar essa questão, importa distinguir duas situações: a de ressarcimento por dano indireto e ressarcimento por dano direto.

Quando se trata de dano indireto, o autor da demanda age como substituto processual da companhia, deduzindo um pleito em favor dela. Os custos com o litígio serão integralmente suportados pelo acionista, mas o eventual benefício será por ele aproveitado apenas indireta e proporcionalmente a sua participação no capital, na medida em que for acrescido ao patrimônio da sociedade. Por outro lado, se for vencido, suportará integralmente os ônus financeiros consistentes na imposição de verba sucumbencial, sem partilhá-los com a companhia. A alocação de riscos é desbalanceada: o acionista assume riscos no plano individual, mas, somente em caso de procedência, deve repartir o benefício com a coletividade.¹⁶⁰

Além disso, como os ganhos de uma medida em defesa da coletividade são auferidos por todos, mas os custos arcados apenas por quem tomou a iniciativa, ocorre o fenômeno que a teoria econômica nomeia de *free rider*, que leva a uma passividade dos acionistas.¹⁶¹ Ou seja, ante a ausência de incentivos, os acionistas são tentados à carona (*free rider*) com aqueles que assumem os riscos ao custear o processo arbitral.¹⁶²

Em caso de dano direto, o benefício é incorporado diretamente ao patrimônio do prejudicado e, assim, não se aplica a lógica de concentração de custos e dispersão de benefícios exposta acima. Mas, ainda assim há um obstáculo a transpor nessa hipótese: o custo com o processo pode ser superior ao prejuízo que se quer reparar.

Conforme se verificou no item 2.2 deste estudo, em que se apontou o perfil do investidor brasileiro, as sociedades anônimas listadas na bolsa possuem um crescente número de pequenos investidores, cujos decrescentes aportes são menores do que a média de valores gastos apenas

¹⁵⁹ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019, p. 169.

¹⁶⁰ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 120.

¹⁶¹ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 121.

¹⁶² MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2015, p. 71.

com os honorários iniciais dos árbitros.¹⁶³ Portanto, em caso de dano direto, sob o ponto de vista do custo financeiro, o desafio reside principalmente no estabelecimento de mecanismo de litígio agregado, que supere o valor negativo que tais interesses apresentam, para que sejam defensáveis em bloco.¹⁶⁴ Sob a perspectiva monetária, ao invés de facilitar o *enforcement* das regras societárias e do mercado de capitais brasileiro, a arbitragem o dificulta e representa um desincentivo ao exercício de direitos, sobretudo, daquela minoria que deveria ser o objeto da proteção legal.

Enquanto a arbitragem mantiver o mesmo regime financeiro que apresenta hoje e enquanto ela for o principal mecanismo de solução de controvérsias societárias envolvendo companhias abertas no Brasil, não haverá no país um regime eficiente de *enforcement* da legislação societária e do mercado de capitais.

¹⁶³ Na Câmara do Mercado, o valor devido a título de honorários arbitrais, por hora, é de R\$ 1.200,00 (mil e duzentos reais) para os procedimentos arbitrais que assinarem o Termo de Arbitragem a partir de 01 de julho de 2023. B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Custas e honorários**. São Paulo, SP: 2011. Disponível em < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem--custas-e-despesas.html> > Acesso em 05 out. 2024.

¹⁶⁴ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 121.

5. ALTERNATIVAS PARA REDUZIR OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO E ASSEGURAR A MANUTENÇÃO DO *ENFORCEMENT* NO MERCADO DE CAPITAIS

5.1 A INEFICÁCIA SUPERVENIENTE DA CLÁUSULA COMPROMISSÓRIA

Conforme analisado nos capítulos anteriores, em que pese as múltiplas vantagens da arbitragem no mercado de capitais, trata-se de um território cujo acesso pago conflita com a ideia de um mecanismo protecionista, podendo causar situações de manifesta injustiça àqueles acionistas que buscariam no procedimento uma resposta para suas pretensões, como a negativa do acesso à justiça.

Vislumbra-se, logo, um conflito entre dois princípios jurídicos essenciais: o acesso à justiça e o *pacta sunt servanda*, corolário da autonomia da vontade entre as partes.¹⁶⁵ Assim, diante da falta de recursos para custear o procedimento arbitral, poderia surgir um questionamento acerca de uma eventual causa superveniente de ineficácia da cláusula compromissória.¹⁶⁶

Para analisar essa questão, necessário compreender o tratamento que a legislação e a jurisprudência dão ao conflito existente entre uma cláusula arbitral excessivamente onerosa e o acesso à justiça - temática já enfrentada nos Tribunais de alguns países, inclusive no Brasil, tendo prevalecido a posição que preza pela manutenção da convenção de arbitragem.¹⁶⁷

¹⁶⁵ CABRAL, Thiago Dias Delfino. **A impecuniosidade na arbitragem**: um grave problema na instauração do procedimento arbitral, um novo conceito e uma proposta de solução à luz do princípio do acesso à justiça. 2019. 235 p. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

¹⁶⁶ Marco Antônio Rodrigues Jorge, em sua Dissertação de Mestrado, coloca em questionamento a questão de a falta de recursos para enfrentar os custos da arbitragem poder ser visualizada como um exemplo de ineficácia parcial superveniente da convenção de arbitragem, pois, embora existente e válida, a convenção encontraria dificuldades para produzir seus efeitos, de forma semelhante às cláusulas vazias ou patológicas. JORGE, Marco Antônio Rodrigues. **A relação entre o Poder Judiciário e o árbitro na arbitragem interna**. 2009. 160 p. Dissertação (Mestrado em Direito) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009, p. 17-31.

¹⁶⁷ A qual pode ser visualizada nos seguintes casos: **I)** TJSP – Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 0036760-07.2007.8.26.0000**. 10 jan. 2012. Relator Des. Luiz Antonio de Godoy. Disponível em: < <http://esaj.tjsp.jus.br/cpo/sg/search.do?conversationId=&paginaConsulta=1&localPesquisa.cdLocal=1&cbPesquisa=NUMPROC&tipoNuProcesso=UNIFICADO&numeroDigitoAnoUnificado=0036760-07.2007&foroNumeroUnificado=0000&dePesquisaNuUnificado=0036760-07.2007.8.26.0000&dePesquisaNuAntigo=> > Acesso em 13 out. 2024. **II)** TJRJ – Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. **Apelação Cível nº 0031966-20.2010.8.19.0209**. 10 jun. 2014. Rel. Des. Alexandre Freitas Câmara. Disponível em: <http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=0004A2BBBEF6500EC33729E418B69118230EC50314621B4F> Acesso em: 13 out. 2024. **III)** STJ – Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1598220/RN**. 01 jul. 2019. Relator Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Disponível em: < https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201601158240&dt_publicacao=01/07/2019 > Acesso em: 14 out. 2024. **IV)** TJSP - Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 1021438-95.2019.8.26.0100**. 28 fev. 2020. Relator Des. Gilberto Leme. Disponível em: < <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=13360124&cdForo=0> > Acesso em: 14 out. 2024. **V)** TJSP – Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 1002077-20.2021.8.26.0457**. 29 mar. 2022. Relator Des.

Inclusive, a esse respeito, recentemente o STJ¹⁶⁸ entendeu que a convenção de arbitragem não pode ser afastada pelo juízo estatal sob o argumento de hipossuficiência financeira da parte contratante que, naquela oportunidade, teve a sua falência decretada. De acordo com a Relatora, mesmo diante da falência de uma das signatárias da cláusula compromissória, o princípio *kompetenz-kompetenz* deveria ser respeitado, impondo ao árbitro avaliar a viabilidade ou não da instauração da arbitragem – e não a jurisdição estatal.

Não poderia ser melhor a interpretação adotada: não se pode atribuir a falta de recursos para custear o procedimento arbitral como elemento capaz de invalidar a escolha das partes pela via da arbitragem. Primeiro, por inexistir qualquer provisão legal nesse sentido no Brasil, tampouco nos principais tratados sobre o tema, como a Convenção de Nova York de 1958. Segundo, porque tal entendimento simplesmente esvaziaria por completo o instituto da arbitragem, uma vez que permitiria à parte fugir do procedimento arbitral, invocando um argumento de difícil constatação e verificação para voltar atrás na sua escolha.¹⁶⁹

A ideia de que a incapacidade financeira de uma parte de fazer face aos custos da arbitragem priva de efeitos a Convenção Arbitral acaba por ser extremamente perigosa pelo subjetivismo que a ideia de incapacidade financeira traz consigo. Afinal, dificuldade financeira é algo muito recorrente, não apenas entre pessoas físicas, mas igualmente entre grandes empresas.¹⁷⁰ Ressalte-se, ainda, que a verificação a respeito de a parte possuir, ou não, recursos é algo extremamente complexo e sujeito a disfarces contábeis.

Igualmente, não parece correto entender que uma cláusula compromissória que preveja uma arbitragem, a qual, em um segundo momento, fique por demais onerosa às partes, seja inoperante ou inexecutável. Tal entendimento, que sequer seria possível em casos mais graves, como o da falência de uma das partes, fica ainda mais frágil em situações de simples ausência de recursos.

Jorge Tosta. Disponível em: < <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=15535937&cdForo=0> > Acesso em 14 out. 2024. **VI)** TJSP – Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 1091775-75.2020.8.26.0100**. 5 abr. 2024. Relator Des. Carlos Dias Motta. Disponível em: < <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14514934&cdForo=0> > Acesso em: 14 out. 2024.

¹⁶⁸ STJ - Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.959.435**. 30 ago. 2022. Relatora Min. Nancy Andrighi. Disponível em: < https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=163409979&num_registro=202102897496&data=20220901&tipo=5&formato=PDF > Acesso em: 13 out. 2024.

¹⁶⁹ FILHO, Napoleão Casado. **Arbitragem e Acesso à Justiça: o novo paradigma do third party funding**. São Paulo: Grupo GEN, 2017, p. 24.

¹⁷⁰ FILHO, Napoleão Casado. **Arbitragem e Acesso à Justiça: o novo paradigma do third party funding**. São Paulo: Grupo GEN, 2017, p. 24.

Se essa questão financeira for alçada ao patamar de revogação da cláusula compromissória, haverá insegurança contratual injustificável e que depõe contra a ideologia de uma jurisdição estabilizada e coerente com os princípios maiores da função.

Ora, entender que a falta de recursos para enfrentar o procedimento arbitral é causa suficiente para deixar a convenção de arbitragem inoperante coloca todo o instituto da arbitragem em risco. A ausência de recursos não torna a convenção inexecutável ou inoperante, apenas dificulta sua produção de efeitos. Assim, a cláusula deve ser compreendida como válida, remetendo as partes para o procedimento arbitral e, caso não se tenha recursos naquele momento, devem ser analisadas outras soluções que permitam o acesso à prestação jurisdicional.

Entretanto, diante dos altos custos de transação já apresentados neste estudo, cumpre verificar se é, ou não, o caso de intervenção estatal nessa seara e, em caso positivo, qual seria a melhor maneira de efetivá-la.

5.2 A NECESSIDADE DE INTERVENÇÃO ANTE AS FALHAS DE MERCADO

Em obra clássica, Douglas North¹⁷¹ dispôs que, quando existe custo para transacionar, as instituições são importantes. As instituições são as restrições humanamente concebidas que estruturam a interação humana. Elas são feitas de restrições formais (regras, leis, constituições), de restrições informais (normas de comportamento, convenções e códigos de conduta autoimpostos) e de suas respectivas características impositivas. Ou seja, as instituições são os mecanismos que os indivíduos criam para estruturar e ordenar o ambiente.

Por sua vez, as organizações são conceituadas pelo autor como grupos de indivíduos unidos por um objetivo comum para atingir certas finalidades, tais como as empresas, inclusas dentre o rol não exaustivo das organizações econômicas.

Segundo sustenta North, a interação entre as instituições e organizações modela a evolução institucional de uma economia, uma vez que as organizações que existem refletem as oportunidades propiciadas pela matriz institucional. Assim, a medida em que aumenta a complexidade do ambiente são necessárias estruturas institucionais mais complexas.

São as instituições que formam a estrutura de incentivos de uma sociedade. Em consequência, as instituições políticas e econômicas são os determinantes subjacentes do

¹⁷¹ NORTH, Douglas. **Desempenho Econômico Através do Tempo**. Rio de Janeiro: Revista de Direito Administrativo, v. 255, set/dez. 2010, p. 13-30.

desempenho econômico. Portanto, para Douglas North, é a mistura de regras formais, normas informais e as características de sua implementação que modelam o desempenho econômico.

No que importa ao presente estudo, o papel das instituições ganha especial destaque no contexto da regulação do mercado de capitais. Isso porque é a partir delas que serão direcionados os comportamentos dos agentes econômicos, que devem agir conforme as regras preestabelecidas.

Para Pinheiro e Saddi, a regulação econômica pode ser conceituada como um conjunto de normas, regulamentos e procedimentos a que o Estado recorre para alterar os incentivos e restrições com que operam os agentes econômicos, com o intuito de corrigir as deficiências decorrentes das falhas de mercado.¹⁷²

Desse modo, é possível inferir, num primeiro momento, que o Estado – por meio do Poder Executivo, Legislativo e Judiciário – possui papel extremamente relevante no contexto do desenvolvimento da economia do país, na medida em que orienta o comportamento dos agentes econômicos, ao criar ou aplicar regras que direta ou indiretamente exerçam influência sobre o mercado. Por meio da adequação da lei, é possível induzir os agentes econômicos a se comportarem de modo a favorecer o sistema como um todo, limitando, assim, as consequências decorrentes da busca individualista pelo lucro, e permitindo que um número maior de pessoas seja beneficiado com o exercício da atividade econômica¹⁷³. Para sanar as ineficiências provocadas pelas falhas de mercado, portanto, possível realizar a adequação legal.

A integração econômica internacional tornou indispensável a regulamentação estatal e contratos bem elaborados. A necessidade de crescimento interno de países, para que possam competir no mundo globalizado, tem levado à crescente interação entre o direito e a economia, o que se constata pelo aumento da regulação e pelo uso mais intenso dos contratos como forma de organizar a produção, viabilizar o financiamento e distribuir os riscos.¹⁷⁴

Muitas das reformas empreendidas no Brasil a partir de 1980 demonstram a substituição de um Estado empresário por um Estado que se preocupa mais em regular o setor privado do que propriamente exercer a atividade. Essas reformas têm como pressuposto o fato de que o mercado é mais eficiente do que o Estado ao definir a alocação de recursos e produzir. Por outro

¹⁷² PINHEIRO, Armando Castelar. SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 254-255.

¹⁷³ JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 86.

¹⁷⁴ JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 83.

lado, também representam uma reação à constatação de que a excessiva intervenção estatal na economia no século XX ensejou inúmeros problemas, denominados “falhas de governo”.

Conforme verificado ao longo da presente pesquisa, todas as vantagens apontadas à arbitragem não conseguem ocultar o fato de o seu funcionamento vir acompanhado de uma série de ineficiências e injustiças cuja detecção poderá ensejar a intervenção do Estado para sanar as falhas de mercado.

Ademais, a própria teoria dos custos de transação justifica a regulação de qualquer mercado em que tais custos estejam presentes, e não somente o mercado de valores mobiliários. Tornando o olhar em específico para o mercado de valores mobiliários, a redução dos custos de transação justifica a existência da regulação.¹⁷⁵

A intervenção pode ocorrer se verificada falhas de mercado, mas, de outro lado, a própria intervenção pode gerar falhas de governo. Isso porque, nem sempre a intervenção será de boa qualidade e poderá, ao invés de solucionar o problema, agravá-lo ou gerar um novo, criando uma falha de governo.¹⁷⁶ Ou seja, não é necessário que as medidas de cumprimento forçado de normas devam ser ampliadas e intensificadas a qualquer custo. É fundamental que se tenham em mente o risco do excesso de tais ações e a preocupação com a busca de um ponto ótimo na cadeia de requisitos e incentivos para que sejam adotadas.¹⁷⁷

Para cumprir adequadamente suas funções, o Estado deve possuir uma economia estruturada, com um sistema financeiro regulado de forma transparente e devidamente fiscalizado, garantindo mais lealdade nas transações e propiciando maior segurança jurídica aos cidadãos. Trata-se de uma exigência internacional, mais do que uma vontade do legislador ou discricionariedade do administrador, em razão da natureza transnacional dos investimentos e operações financeiras. A necessidade de segurança e transparência visa igualar as oportunidades do mercado aos investidores, contribuindo para atrair capital interno e externo. O complexo normativo deve ser capaz de fornecer aos investidores posições equânimes, de modo que os riscos de ganho ou perda do capital investido sejam igualmente compartilhados por todos. Quanto maior a liberdade de acesso ao mercado de capitais, maior a necessidade de regulamentação das operações realizadas, o que significa proteger a lisura das operações,

¹⁷⁵ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 21.

¹⁷⁶ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 107.

¹⁷⁷ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 53.

inclusive por meio da criação de ilícitos e sanções administrativas e, em determinadas hipóteses, requisitando-se o auxílio extraordinário das normas penais.¹⁷⁸

O Estado pode regular os agentes econômicos por inúmeros motivos. Dentre tais motivos, os economistas interessam-se pela regulação como um instrumento que pode aumentar a eficiência econômica, frente a uma situação em que o mercado funciona sem interferência. Teoricamente, sempre será possível ao Estado utilizar a regulação com esse fim, salvo em um mundo idealizado, em que não houvesse entre os agentes econômicos interações não intencionais e de comum acordo; em que a informação fosse total e igualmente disponível a todos; e em que houvesse um número grande de empresas competindo em semelhantes condições, em cada mercado, para vender a um número também elevado de consumidores parecidos.¹⁷⁹

Quando uma dessas premissas não se verifica, o mercado deixa de ser eficiente. Nessa hipótese, a regulação emerge como um instrumento hábil a produzir uma situação de maior bem-estar social do que se deixasse o mercado funcionar sem interferência. É exatamente nesse ponto que se encontra a principal justificativa para a regulação do domínio econômico: tentar melhorar os resultados do mercado, corrigindo ou contrapondo-se aos efeitos das falhas nele constatadas. A forma e o tipo da regulação, por sua vez, dependerão do tipo de falha a ser neutralizada e da natureza da ineficiência dela decorrente.

Em suma, as relações econômicas exigem um sistema econômico bem estruturado, o que só pode ser realizado ao fazer uso da intervenção estatal. A regulação pelo Estado torna o mercado mais seguro e transparente a todos, estimulando, assim, o investimento nacional e internacional. Sabe-se que os investimentos, principalmente no âmbito do mercado de capitais, envolvem altos riscos, que se não forem ao menos minimizados, afastarão investidores, o que não só impedirá o desenvolvimento da economia do país, como também contribuirá para enfraquecê-la.

Ao estabelecer as “regras do jogo”, a regulação torna o sistema mais confiável, aumentando a segurança dos investidores, que se sentem mais incentivados a participar da compra e venda de valores mobiliários, além de reduzir os seus custos de transação e de informação. Esse incentivo acarreta, portanto, um aumento do capital circulando no mercado,

¹⁷⁸ JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 85.

¹⁷⁹ PINHEIRO, Armando Castelar. SADDI, Jairo. **Direito, Economia e Mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 254-255.

o que interfere no crescimento econômico das empresas que dele participam e, por consequência, gera benefícios à economia do país.¹⁸⁰

Conforme mencionado, outro objetivo da regulação é o de propiciar o funcionamento eficiente do mercado. Têm-se constatado que nos mercados regulados, existe, em regra, a exigência de prestação de um volume maior de informações do que os emissores apresentariam em um mercado livre de regulação, o que oportuniza, por conseguinte, que sejam tomadas decisões mais racionais, acarretando resultados benéficos para a economia. Verifica-se, portanto, a possibilidade de corrigir a assimetria informacional pela regulação da economia.

Feita essa abordagem acerca da importância da intervenção como maneira de resguardar a eficiência, passa-se a analisar qual seria a maneira mais adequada para que ocorresse a referida intervenção, com o fim de efetivamente sanar as falhas de mercado apontadas, sem gerar falhas de governo. Pretende-se verificar a forma como o Estado poderá cumprir com o seu papel de regulador, seja na prevenindo ou reprimendo as condutas praticadas no contexto do mercado de valores mobiliários, sempre visando o acesso à justiça dos acionistas.

¹⁸⁰ JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014, p. 85.

6. A EFICIÊNCIA NA INTERVENÇÃO ESTATAL

Conforme explorado no capítulo anterior, o mercado de capitais é repleto de custos de transação e, portanto, alguma regulação será necessária para o seu funcionamento eficiente. Do contrário, os custos existentes impedirão que os bens sejam alocados de forma eficiente para aqueles que mais os valorizam.

O ponto ótimo do sistema de *enforcement* do mercado de capitais ocorrerá quando a sua aplicação economizar mais custos sociais derivados do ilícito que se quer reprimir, do que criar custos decorrentes de sua aplicação. Esse ponto de equilíbrio pode ser definido, assim, como aquele em que as atividades de cumprimento forçado de normas são suficientes para dissuadir o descumprimento às regras e, ao mesmo tempo, para compensar os prejuízos sofridos por tal descumprimento.¹⁸¹

Isso porque o excesso de *enforcement* pode trazer os mesmos custos sociais que derivam da sua limitação, pois também (i) aumenta o custo de capital, em razão das ações preventivas que os agentes tomam por conta do risco de responsabilização e (ii) pode levar a uma alocação ineficiente do capital, ao fazer com que, em razão do risco de responsabilização, os agentes adotam condutas desnecessárias, como disponibilização de informações triviais e inúteis.¹⁸²

Conforme verificado anteriormente neste trabalho, no Brasil esse ponto ótimo está distante de ser alcançado, pois as medidas de *enforcement* são pouco efetivas. Daí a postura valorativa de acesso à justiça aqui defendida, a fim de que essas medidas sejam estimuladas, existindo um campo amplo para que sejam intensificadas tais ações até que a preocupação com o seu excesso se torne uma realidade.

Não por outro motivo, em junho de 2023, o Ministério da Fazenda apresentou o Projeto de Lei nº 2.925/2023 – em parte como resposta a escândalos como o da Americanas. A proposição modifica dispositivos da LMVM e da LSA, alterando alguns pontos que tratam do funcionamento do mercado de capitais no Brasil. Embora contenha uma série de previsões, um dos principais impactos das mudanças propostas se concentra na transparência em processos arbitrais e no sistema de tutela privada de direitos de investidores do mercado de valores mobiliários.

¹⁸¹ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 43.

¹⁸² PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 53.

Na exposição de motivos consta a ampliação dos mecanismos destinados a reparar danos sofridos por investidores, sobretudo acionistas minoritários, em decorrência de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários causados por acionistas controladores ou administradores, bem como a publicidade em processos arbitrais para que haja transparência nos casos que tratem de direito societário. Outro aspecto abordado diz respeito à readequação de riscos e benefícios para as partes em processos societários.¹⁸³

Pretende-se, com o Projeto de Lei, elevar os padrões de governança corporativa do mercado de capitais brasileiro e ampliar a segurança jurídica. Tendo isso em vista, cumpre analisar – ainda que sem a pretensão de esgotar o tema - se o texto construído será eficiente para alcançar tais intenções, especialmente no que toca aos custos de transação elencados nesta pesquisa.

6.1 A AMPLIAÇÃO DAS ATRIBUIÇÕES DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Conforme foi possível verificar no presente estudo, a CVM foi criada em 07 de dezembro de 1976 pela LMVM, com o objetivo de disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no Brasil. Trata-se de uma entidade autárquica, em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia. Ela possui personalidade jurídica e patrimônio próprios, é dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, bem como de autonomia financeira e orçamentária.¹⁸⁴

O Projeto de Lei nº 2.925/2023 amplia os poderes investigativos e fiscalizadores da CVM ao incluir os incisos VII, VIII, IX e X ao art. 9º da LMVM. O inciso VII possibilita a inspeção pela CVM, em locais diversos, de documentos, estoques, objetos, papéis, livros comerciais, computadores e arquivos eletrônicos de empresas investigadas. O inciso VIII, por sua vez, estipula a competência da CVM para requerer mandados de busca e apreensão, abarcando tanto bens de empresas quanto de pessoas físicas, em prol de inquéritos ou processos administrativos. Os últimos dois incisos referem-se ao acesso a inquéritos e a processos

¹⁸³ BRASIL. **Projeto de Lei nº 2.925/2023**. Altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, para dispor sobre a transparência em processos arbitrais e o sistema de tutela privada de direitos de investidores do mercado de valores mobiliários. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2024. 11p. Disponível em: < <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2367421> > Acesso em: 22 out. 2024.

¹⁸⁴ CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cuidados ao Investir**: o Papel da CVM. São Paulo: CVM, 2024. 2 p. Disponível em: < <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm> > Acesso em: 23 out. 2024. Base de Dados.

judiciais e administrativos, juntamente com o compartilhamento de dados sigilosos com autoridades monetárias e fiscais.

Para além das mudanças relacionadas à fiscalização, foi proposta a extensão da participação da CVM como *amicus curiae* no âmbito da arbitragem. A inserção do §5º ao art. 31 da LMVM acrescenta que, além de a CVM ser intimada nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída na sua competência, a autarquia será igualmente intimada pelos órgãos arbitrais para, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos.

No entanto, questiona-se a efetividade dessa medida, dado que a legislação vigente já prevê a intimação da CVM em processos judiciais e, ainda assim, ela não ocorre com frequência¹⁸⁵ – para além do fato de que o pleno exercício dessa nova atribuição exigiria mais dos recursos humanos e financeiros da autarquia, que, como visto no item 3.2 do presente estudo, já se encontram em estado crítico.

Na sequência, o Projeto de Lei também sugere a atribuição de poder à CVM para reduzir percentuais mínimos relacionados à propositura de ações de responsabilidade. O texto, pelo §4º do art. 27-H da Lei 6.385/76, propõe a discricionariedade da CVM em modificar os critérios de legitimação ativa para propositura de ação, conferindo-lhe uma considerável flexibilidade ao estabelecer “outros parâmetros que vierem a ser estabelecidos em regulamentação”. Tal poder permitiria à CVM moldar os quóruns legais conforme a realidade do mercado, evitando o engessamento de percentuais integralmente pré-estabelecidos em lei.¹⁸⁶

A CVM, na condição de organização econômica, possui papel relevantíssimo para equilibrar as relações negociais, atuando de forma a reduzir custos de transação. Isso porque a ela cabe atuar na prevenção de litígios expedindo normas com finalidade preventiva. Ocorre que, em que pese as propostas do Projeto de Lei nº 2.925/2023 busquem intensificar a atuação da autarquia, acabam por suscitar questionamentos sobre a sua exequibilidade prática e possíveis impactos no equilíbrio entre fiscalização e respeito aos direitos dos agentes do mercado de capitais.

Não basta que o Estado reprima a fraude e o uso da força, invista em infraestrutura e educação, garanta os direitos dos acionistas e supervisione o mercado de valores mobiliários. Para que esses serviços públicos sejam fornecidos de modo regular e constante, o mercado precisa do Estado. Este, às custas do contribuinte, deve fomentar a inovação, encorajar os

¹⁸⁵ PROENÇA, José Marcelo Martins. Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais: análise do PL nº 2.925/2023. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 21. 2024. Belo Horizonte: Editora Fórum, p. 130.

¹⁸⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais: análise do PL nº 2.925/2023. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 21. 2024. Belo Horizonte: Editora Fórum, p. 131.

investimentos, aumentar a produtividade dos trabalhadores, elevar padrões de produção e estimular o uso eficiente de recursos escassos. Para tanto, além de definir claramente os direitos, deve atribuí-los de forma unívoca aos seus legítimos detentores e protegê-los de forma imparcial e confiável. Essas tarefas não são fáceis e nem saem barato.¹⁸⁷

Para fazer isso, primeiro o Estado precisa coletar recursos financeiros por meio da tributação e, depois, usar esse recurso de maneira inteligente e responsável. A imposição de novos direitos pressuposta pelos mercados que funcionam bem sempre envolve tributação e gastos públicos. Desnecessário mencionar que a inevitável dependência do mercado com relação às leis, à burocracia e à formação de políticas públicas determinadas pelo poder executivo não significa que as iniciativas do governo sejam sempre sábias ou benéficas.¹⁸⁸

Assim, embora o intuito do Projeto de Lei seja o de sanar as falhas de mercado elencadas nos capítulos anteriores, a intervenção, se não for adequadamente planejada e acompanhada dos investimentos financeiros necessários, poderá levar a falhas de governo – as quais surgem quando o Estado interfere em um mercado e a própria intervenção acaba por gerar uma nova falha.¹⁸⁹ Ou seja, ao propor a ampliação das competências da CVM sem prever o direcionamento dos recursos necessários, o Estado acaba por criar ineficiências porque poderia ter resolvido o problema de maneira diversa, com a finalidade de gerar maiores benefícios líquidos.

Conforme foi possível visualizar neste item, o Projeto de Lei nº 2925/2023 busca ampliar os poderes da CVM para aumentar a segurança dos investidores no mercado de valores mobiliários. No entanto, as alterações propostas são consideradas insuficientes e, em alguns casos, sem funcionalidade, especialmente porque dependem de investimentos financeiros cuja previsão, até o presente momento, inexistente. A falta de recursos humanos e financeiros da CVM e sua dificuldade em cumprir as competências atuais levantam dúvidas sobre a eficácia de atribuir novas responsabilidades à autarquia para reforçar a fiscalização no mercado de capitais brasileiro.

6.2 A REGULAÇÃO EFICIENTE DO REGIME INFORMACIONAL DAS COMPANHIAS

¹⁸⁷ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019, p. 58-59.

¹⁸⁸ HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019, p. 58-59.

¹⁸⁹ GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020, p. 80-81.

Demonstrou-se no presente estudo que o sistema jurídico nacional apresenta lacunas em relação a mecanismos que permitam aos acionistas minoritários não apenas fiscalizar e identificar abusos, mas também buscar a responsabilização e reparação por esses danos. Além disso, há uma clara ausência de instituições com poder efetivo para garantir os deveres e responsabilidades previstos em lei, já que a arbitragem, embora seja dotada de especialização em questões societárias, não se qualifica como um meio altamente acessível para resolução dos conflitos havidos, sobretudo no segmento do Novo Mercado.

O sigilo das arbitragens em questões societárias impede a construção da jurisprudência e dificulta o acesso à informação pelo mercado, mitigando a segurança jurídica. Atualmente o sigilo das arbitragens é adotado como regra geral, circunstância que acaba por dificultar a reparação coletiva de investidores.

O sigilo das decisões proferidas em arbitragens dificulta o acesso ao entendimento dos tribunais arbitrais em matéria societária. A publicidade das decisões passadas é especialmente relevante para a definição de um *standard* de comportamento que permite que os administradores e acionistas de companhias tomem decisões informadas. A jurisprudência também permite que os interessados na propositura de ações de responsabilidade estimem suas chances de vitória em juízo e, com isso, evitem processos temerários e infundados. Esse conjunto de benefícios é esvaziado por completo quando se adota o sigilo como regra, impedindo o acesso a decisões anteriores.¹⁹⁰

Os obstáculos ao acesso dos agentes de mercado à arbitragem dificultam a reparação coletiva, o que é problemático. Conforme será visto adiante, para o sucesso das ações coletivas, é crucial que todos os interessados sejam informados sobre os atos processuais e possam participar do processo. Essa participação ativa é fundamental para legitimar os efeitos *erga omnes* da decisão judicial no contexto coletivo.

Em um mundo que idealmente fosse livre de custos de transação (como os custos de divulgação e os custos de procura pela informação) e de externalidades negativas para as companhias – como o custo social e a repercussão da informação no mercado –, as companhias e os investidores negociariam de forma que a informação estaria com aquele que mais valorizasse esse bem, alocando-a da maneira mais eficiente. Entretanto, referido mercado não

¹⁹⁰ PROENÇA, José Marcelo Martins. Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais: análise do PL nº 2.925/2023. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 21, 2024. Belo Horizonte: Editora Fórum, p. 143.

existe e o regime informacional se presta a garantir que estes custos para divulgação e busca da informação não inviabilizem o mercado de valores mobiliários.¹⁹¹

Não por outra razão é que o Projeto de Lei nº 2.925/2023 prevê a inserção do art. 27-I, § 1º, inciso III na LMVM, o qual propõe que os procedimentos arbitrais instaurados na forma do *caput* do artigo sejam públicos. Na sequência, o § 2º indica que a CVM editará a regulação sobre os limites do caráter público da arbitragem, inclusive sobre as hipóteses em que a confidencialidade será admitida.

Tal ponderação se justifica na medida em que a publicidade completa das arbitragens desvirtuaria o sentido do dispositivo legal proposto, cujo objetivo não consiste em transformar a arbitragem em justiça comum, aonde há o acesso público à íntegra dos autos. Ou seja, da maneira em que proposto, são mantidas as particularidades da arbitragem que a diferenciam do processo estatal.

Deve-se entender o inciso III, na verdade, no sentido de que a existência da arbitragem não poderá ser ocultada pelas partes ou pelo tribunal arbitral e os atos processuais relevantes – em especial sentenças e decisões interlocutórias – devem ser disponibilizados de maneira acessível aos acionistas, com a devida ocultação de informações sigilosas referentes aos negócios da companhia ou relacionadas a intimidades de terceiros, cuja publicização seria desnecessária.¹⁹²

Por sua vez, no que toca ao à regulação do regime informacional das companhias a ser editada pela CVM, importa destacar o seguinte. No item 4.4.2 deste estudo foi possível verificar que, ao mesmo tempo em que detalha o que deve constar no Formulário de Referência, a RCVM 80/2022 rege alguns trechos do documento de maneira principiológica. O mesmo pode ser dito para os Fatos Relevantes, uma vez que a RCVM 44/2021 estabelece apenas parâmetros para qualificar um fato como relevante, optando por uma regulamentação eminentemente principiológica.

As regras que impõe a divulgação das informações no formulário de referência e do fato relevante não determinam o conteúdo da divulgação. Isso faz com que, na prática, as divulgações sejam superficiais e pouco detalhadas, apenas dando notícia sobre a instauração do litígio e sobre alguns acontecimentos do seu desenrolar, mas sem detalhes sobre o seu conteúdo e sem a disponibilização de documentos.

¹⁹¹ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 25.

¹⁹² PROENÇA, José Marcelo Martins. Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais: análise do PL nº 2.925/2023. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 21. 2024. Belo Horizonte: Editora Fórum, p. 143.

Ocorre que, consoante observado anteriormente, se a forma pela qual a informação é apresentada pelas companhias não é organizada ou padronizada, gera-se uma dificuldade de acesso àquela informação e, conseqüentemente, a assimetria informacional que a regulação do mercado de capitais busca evitar.¹⁹³

De fato, não é possível estabelecer uma regra específica que delimite tudo o que será relevante a respeito de uma arbitragem; contudo, os resultados apresentados no presente trabalho mostram que a regulamentação principiológica não se mostra suficiente para que se garanta uma divulgação adequada e uniforme ao mercado.

A esse respeito, destaca Fernanda Farina Mansur que, por outro lado, a regulação por regra do critério de relevância para divulgação de informações poderá ser extremamente custosa para a administração. Ainda que eventualmente reduza os custos de aplicação da norma, o trabalho que envolveria criar uma regra que abarcasse as potenciais situações de relevância não justificaria a regulamentação por regras. Encontramo-nos naquilo que deveria ser um meio-termo entre a regulamentação por regras e por princípios.¹⁹⁴

Nesse ponto, Mansur entende que poderia haver espaço para os Pareceres de Orientação que são emitidos pela CVM. Estes poderiam direcionar as companhias a partir de regulamentação principiológica já existente no sentido de que o regulador considera relevante em relação às arbitragens, de forma a traduzir os custos de compreensão e cumprimento das normas pelas companhias por meio de uma regulação eficiente.

Vale ressaltar a importância da redução da assimetria informacional no âmbito do mercado de capitais no intuito de evitar a seleção adversa e reduzir os conflitos de agência, os quais apenas se intensificam a medida em que aumenta a dispersão do capital, ou seja, a medida em que aumenta a separação entre propriedade e controle.

Conforme apontou o resultado da pesquisa desenvolvida pela CBar e pelo Instituto IPSOS mencionado no capítulo 4 deste trabalho, a razão principal para o não fornecimento de informações está em tornar os dados das companhias públicos para os concorrentes. Assim, em que pese a proposição legal no sentido de publicizar os procedimentos arbitrais, caso a CVM não edite as regras que determinem o momento e o conteúdo que deverão ser divulgados pelas companhias, os custos para publicação das informações farão com que persista a

¹⁹³ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 25.

¹⁹⁴ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020, p. 127.

disponibilização de dados que impliquem somente em benefício privados para essas sociedades; circunstância que não solucionará a assimetria informacional existente.

6.3 A ARBITRAGEM COLETIVA

A principal inovação do Projeto de Lei nº 2.925/2023 consiste na possibilidade de os investidores estarem legitimados à propositura de ação civil coletiva de responsabilidade pelos danos decorrentes de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários. Inclusive, o art. 27-I admite que os estatutos, os regulamentos, as escrituras e os instrumentos de emissão de valores mobiliários poderão prever que essa ação de responsabilidade seja decidida por arbitragem.

Trata-se de uma inovação porque a ação civil coletiva de responsabilidade difere da ação coletiva prevista art. 5º, V, da LACP e na Lei nº 7.913/1989 ao criar um novo grupo de legitimados ativos para propositura da ação – os próprios investidores – prevendo um regramento por normas procedimentais específicas.

Outra previsão do Projeto de Lei consiste na legitimidade ativa para propositura dessa ação coletiva, a qual poderá ser ajuizada por investidores que sejam representantes de, pelo menos, 2,5% dos valores da mesma espécie ou possuam valor igual ou superior a 50 milhões de reais em valores mobiliários. Em linhas gerais, a alteração é positiva. Enquanto o inciso I do §1º do art. 27-H dá legitimidade a investidores com percentual menor que o atualmente previsto na LSA para propositura da ação social contra administradores¹⁹⁵, o inciso II cria um critério de legitimação baseado exclusivamente no valor da participação societária detida pelo acionista. A imposição desse valor fixo é importante, em especial, nas grandes companhias abertas de capital pulverizado, em que mesmo acionistas que detêm participação societária de valor econômico significativo possuem apenas uma pequena fatia do capital social.¹⁹⁶

Inclusive, a fim de não correr o risco de o valor de 50 milhões de reais ser depreciado com o passar do tempo, previu-se a atualização anual dessa quantia pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA.

Outra observação importante diz com a aferição de titularidade da participação societária. Nos termos do §2º do art. 27-H, esta há de ser feita em relação ao momento

¹⁹⁵ Por força do art. 159, §4º, da LSA, apenas acionistas que representem 5% ou mais do capital social têm legitimidade extraordinária para propositura da ação social, nos casos em que a assembleia geral delibera pela não promover a ação.

¹⁹⁶ PROENÇA, José Marcelo Martins. Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais: análise do PL nº 2.925/2023. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 21. 2024. Belo Horizonte: Editora Fórum, p. 143.

imediatamente anterior ao dano, o que evita que agentes oportunistas venham a adquirir ações posteriormente com o intuito exclusivo de litigar. Além disso, conforme o §3º do referido dispositivo, o investidor que alienasse a sua participação posteriormente não abriria mão da sua legitimidade ativa para propositura da ação.¹⁹⁷

Verifica-se, portanto, que a proposta de regulação não muda substancialmente os direitos dos acionistas. O que muda é a maneira com que o acionista pode fazer valer esses direitos. Ao criar um mecanismo que não existe na legislação atual, a ação coletiva societária, no estilo americano de *class action*, busca-se facilitar o ajuizamento de uma ação contra a administração ou contra o controlador da companhia. Assim, passa-se a demonstrar que o tratamento coletivo dos direitos societários em sede arbitral pode ser economicamente eficiente.

6.3.1 O TRATAMENTO COLETIVO DOS DIREITOS INDIVIDUAIS ASSEGURADOS AOS ACIONISTAS

De maneira geral, os processos coletivos servem à “litigação de interesse público” ou seja, servem às demandas judiciais que envolvam, para além dos interesses meramente individuais, aqueles referentes à preservação da harmonia e à realização dos objetivos constitucionais da sociedade e da comunidade. Interesses de uma parcela da comunidade constitucionalmente reconhecida, a exemplo dos consumidores, bem como dos necessitados e dos interesses minoritários, podem ser passíveis de serem veiculados como situações jurídicas coletivas merecedoras de tutela através de ações coletivas que permitam a tutela molecular de todo o grupo.¹⁹⁸

O processo é coletivo se a relação jurídica litigiosa é coletiva. Uma relação jurídica é coletiva se em um dos seus termos, como sujeito ativo ou passivo, encontra-se um grupo (comunidade, categoria, classe etc.; designa-se qualquer um deles pelo gênero *grupo*) e, se no outro termo, a relação jurídica litigiosa envolver direito (situação jurídica ativa) ou dever ou estado de sujeição (situações jurídicas passivas) de determinado grupo. Assim, presentes o grupo e a situação jurídica coletiva, existe um processo coletivo.¹⁹⁹

¹⁹⁷ Trata-se de previsão alinhada com o que dispõe o art. 109, *caput*, do CPC: A alienação da coisa ou do direito litigioso por ato entre vivos, a título particular, não altera a legitimidade das partes.

¹⁹⁸ DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvim, 2017, p. 36.

¹⁹⁹ DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvim, 2017, p. 31.

Fala-se em minorias, mas cumpre pontuar que essas minorias não são quantitativas, não há interesses “minoritários”, mas sim interesses e direitos “marginalizados”, já que muitas vezes estes estão representados em número de pessoas infinitamente superior aos interesses ditos “majoritários” na sociedade, embora não tenham voz, nem vez.²⁰⁰

Nos Estados Unidos da América, o regime jurídico das *class actions* encontra-se disciplinado nas *Federal Rules of Civil Procedure*, mais precisamente na *Rule 23*.²⁰¹ A referida regra permite que uma ou mais partes – intitulada de *class representative* – apresente pleitos representando os interesses de outros membros da mesma classe que não se encontram efetivamente no polo ativo da demanda, denominados de *unnamed parties* ou *absent parties*.

Referida modalidade de exercício de direito coletivo tem como principal objetivo desobrigar os interessados a ajuizar ações individuais separadas e idênticas, além de propiciar a pulverização de custos do processo. Ademais, se enfrentados direta e individualmente, tais pleitos tendem a trazer desafios temporais, sem contar o indesejado acúmulo de processos no Judiciário e a possibilidade de decisões díspares para o mesmo caso até que tribunais superiores estabeleçam o precedente (*stare decisis*), segundo a ótica do sistema da Common Law.²⁰²

No Brasil, enquanto o CPC exerce papel relevantíssimo no sistema normativo de tutela jurisdicional coletiva, o CDC leva em consideração as modernas preocupações com efetividade e com a facilitação do acesso à Justiça pelo consumidor. A disciplina comum das ações coletivas no Brasil encontra-se, portanto, estabelecida no Título III do CDC, que representa, por ora, o “Código Brasileiro de Processos Coletivos”.²⁰³

Denominam-se direitos coletivos *lato sensu* os direitos coletivos entendidos como gênero, dos quais são espécies: os direitos difusos, os direitos coletivos *stricto sensu* e os direitos individuais homogêneos.²⁰⁴ Tal é a subdivisão realizada pelo art. 81, parágrafo único, do Código de Defesa do Consumidor: I - interesses ou direitos difusos; II - interesses ou direitos coletivos; e III - interesses ou direitos individuais homogêneos.

²⁰⁰ DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvim, 2017, p. 37.

²⁰¹ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Federal Rules of Civil Procedure**. The purpose of the Federal Rules of Civil Procedure is "to secure the just, speedy, and inexpensive determination of every action and proceeding." Washington, DC: The Committee on the Judiciary House of Representatives, 2023. 140p. Disponível em: < https://www.uscourts.gov/sites/default/files/civil_federal_rules_pamphlet_dec_1_2023.pdf > Acesso em: 03 nov. 2024.

²⁰² ALVES, André Cordelli; DOS SANTOS, Maurício Gomm Ferreira. Class Arbitration nos Estados Unidos da América. In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 75.

²⁰³ DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvim, 2017, p. 54.

²⁰⁴ DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvim, 2017, p. 66.

Reputam-se direitos difusos aqueles transindividuais (metaindividuais, supraindividuais), de natureza indivisível (só podem ser considerados como um todo), titularizado por um grupo composto por pessoas indeterminadas (ou seja, indeterminabilidade dos sujeitos, não havendo individuação) ligadas por circunstâncias de fato.

Entre os componentes do grupo não existe um vínculo comum de natureza jurídica, tal como ocorre com a publicidade enganosa, veiculada pela imprensa falada, escrita ou televisionada, a afetar número incalculável de pessoas, sem que entre elas exista uma relação jurídica base.²⁰⁵

Por outro lado, os direitos coletivos *stricto sensu* foram classificados como direitos transindividuais, de natureza indivisível, de que seja titular grupo, categoria ou classe de pessoas indeterminadas, mas determináveis, ligadas entre si, ou com a parte contrária, por uma relação jurídica base. Cabe ressaltar que a relação-base necessita ser anterior à lesão (caráter de anterioridade).²⁰⁶

O elemento diferenciador entre o direito difuso e o direito coletivo é, portanto, a determinabilidade e a decorrente coesão como grupo, categoria ou classe anterior à lesão, fenômeno que se verifica nos direitos coletivos *strictu sensu* e não ocorre nos direitos difusos. Assim, para fins de tutela jurisdicional, o que importa é a possibilidade de identificar um grupo, categoria ou classe, vez que a tutela se revela indivisível e a ação coletiva não está “à disposição” dos indivíduos que serão beneficiados.

Por fim, os direitos individuais homogêneos são individuais, divisíveis e com titulares determinados. Há homogeneidade por conta da origem comum desse direito, o que justifica a sua defesa coletiva em juízo.

Nas ações coletivas de que trata o código, a sentença fará coisa julgada *erga omnes*, exceto se o pedido for julgado improcedente por insuficiência de provas, hipótese em que qualquer legitimado poderá intentar outra ação, com idêntico fundamento valendo-se de nova prova, na hipótese de direitos difusos. Por sua vez, tampouco haverá adiantamento de custas, emolumentos, honorários periciais e quaisquer outras despesas, nem condenação da associação autora, salvo comprovada má-fé, em honorários de advogado, custas e despesas processuais.

O estímulo à formação de poupanças e sua aplicação em valores mobiliários, a promoção da expansão e do funcionamento regular e eficiente do mercado de ações e a proteção

²⁰⁵ DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvim, 2017, p. 74.

²⁰⁶ DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvim, 2017, p. 74.

dos investidores contra emissões irregulares, atos ilegais de administradores e acionistas controladores de companhias abertas, uso de informação relevante não divulgada e outras fraudes de mercado – objetivos da regulação da CVM²⁰⁷ – podem ser enquadrados como direitos difusos ao mercado e à economia nacional. Referem-se, assim, a uma coletividade de sujeitos indeterminados, sem que seja possível individualizá-los, e o direito é indivisível entre os integrantes dessa coletividade, pertencendo, ao mesmo tempo, a todos e a ninguém.²⁰⁸

Ocorre que, o mesmo ato ilegal pode provocar danos difusos ao mercado de capitais e prejudicar direitos individuais dos investidores, autorizando a concomitância da ação civil pública e de demanda individual ou coletiva para salvaguardar interesses individuais ou individuais homogêneos dos acionistas.²⁰⁹ No âmbito do mercado de capitais, portanto, os investidores também possuem direitos individuais – os quais, exercidos coletivamente, passam a ser direitos individuais homogêneos – passíveis de tutela coletiva, ao passo que os direitos difusos, devido a sua titularidade indeterminada, não podem ser exercidos pelos acionistas (ainda que coletivamente), uma vez que só serão cabíveis aos legitimados via ação específica.

Não seria impossível se pensar na defesa de direitos difusos e coletivos em uma arbitragem coletiva societária (como, por exemplo, a defesa da higidez do mercado de capitais ou na defesa de direitos de uma determinada classe de investidores), mas, como apenas direitos patrimoniais disponíveis podem ser tutelados em arbitragem, via de regra, são submetidos à arbitragem coletiva societária direitos individuais homogêneos. É o caso dos direitos de investidores que buscam reparação pelo mesmo ato ilícito: são direitos que, embora individuais, exigem tratamento unitário por conta da homogeneidade e origem comum.²¹⁰

A arbitragem coletiva, ao conjugar os atributos do processo coletivo com a flexibilidade, celeridade e qualidade técnica nas decisões na via arbitral fornece o potencial de promoção de um mecanismo capaz de melhor satisfazer e proteger os direitos dos investidores.²¹¹

²⁰⁷ Conforme disciplinado no art. 4º da LMVM.

²⁰⁸ GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FUCKNER, Mariana Hofmann. A Abrangência da Cláusula Compromissória na Regulamentação da Legitimidade Ativa dos Minoritários: o Agente Fiduciário. In: FILHO, Osny da Silva; ADAMEK, Marcelo Von; MARINO, Francisco. **Cláusulas Contratuais**. Coimbra: Grupo Almedina, 2024.

²⁰⁹ Contudo, já tendo sido proposta a ação civil pública, resta inviabilizado o ajuizamento de demanda individual pelos prejudicados, considerando que o valor de indenização será revertido aos acionistas que não podem receber duas vezes pelo mesmo fato.

²¹⁰ TELLES, Carolina Mota da Silva; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Arbitragem Coletiva Societária: onde estamos e para onde vamos? In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 257.

²¹¹ PRADO, Viviane Muller; GABBAY, Daniela Monteiro; NANI, Ana Paula Ribeiro. Acesso à Justiça e Proteção de Investidores: Por que precisamos da Arbitragem Coletiva no Mercado de Ações? São Paulo: **Revista de Arbitragem e Mediação**. vol. 80/2024, Jan- Mar/ 2024, p. 269.

Entretanto, ainda que se tenha conhecimento de autores que sustentem a impossibilidade desse tipo de arbitragem no Brasil²¹², há vasta produção acadêmico-científica²¹³ que examina profundamente a plausibilidade da utilização da arbitragem de natureza coletiva. Não suficiente, conforme comprovam dados da Câmara do Mercado²¹⁴, a utilização de tal método de resolução de conflitos já é uma realidade no Brasil, o que somente justifica a necessidade de tutela adequada do tema.

O Projeto de Lei nº 2.925/2023, ao prever expressamente a arbitragem coletiva na ação civil de responsabilidade pelos danos decorrentes de infrações à legislação ou à regulamentação do mercado de valores mobiliários, dirime quaisquer dúvidas sobre a sua utilização e coloca o Brasil em uma posição de destaque frente a países como Alemanha, Espanha, Estados Unidos, França, Israel, Itália, Portugal, Reino Unido e Singapura – os quais não utilizam a arbitragem para solução de disputas coletivas societárias e de mercado de capitais.

Os Estados Unidos têm, de fato, arbitragens coletivas, conhecidas como *class arbitration* – mecanismo de resolução de disputas que une a arbitragem aos procedimentos das *class actions*. Trata-se de um fenômeno relativamente recente, cuja gênese e desenvolvimento desencadeou-se essencialmente nos Estados Unidos. Os primeiros passos ocorreram na década de 1980, quando alguns tribunais estaduais passaram a acolher arbitragens que seriam conduzidas sob a lógica de classe. Entretanto, tais arbitragens coletivas estão geralmente associadas a litígios de consumo.²¹⁵

²¹² Trazendo uma visão contrária à arbitragem coletiva YARSHELL, Flavio Luiz. Processo Arbitral Coletivo: breve reflexão sob a ética da segurança e da confiança. In: Monteiro, Andre Luís; Pereira, Guilhermee Setoguti J. e Beneduzzi, Renato (Coord.). **Arbitragem coletiva societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 173-196. Acerca dos desafios na fase de liquidação de sentença arbitral coletiva no mercado de capitais ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Reflexões sobre a liquidação de sentença em arbitragem coletiva no mercado de capitais. In: MONTEIRO, Andre Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. e BENEDUZI, Renato (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 397-416.

²¹³ ZUFELATO, Camilo. A Admissibilidade da Arbitragem Coletiva no Brasil: uma Análise a Partir do Contexto dos Direitos dos Investidores no Mercado Mobiliário. **Revista Brasileira de Arbitragem**. v. 70. São Paulo: Comitê Brasileiro de Arbitragem e Kluwer Law International, 2021, p. 20-46; WATANABE, Kazuo; GABBAY, Daniela Monteiro. Admissibilidade e adequação da arbitragem coletiva como um mecanismo de acesso à justiça no mercado de capitais e seus aspectos procedimentais. **Revista Brasileira de Arbitragem**. v. 68. São Paulo: Comitê Brasileiro de Arbitragem e Kluwer Law International, 2020, p. 67-94; NERY, Ana Luiza. **Arbitragem coletiva**. São Paulo: Ed. RT, 2016; MARIANI, Rômulo Greff. **Arbitragens coletivas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2015; ROQUE, Andre Vasconcelos. **Arbitragem de direitos coletivos no Brasil: admissibilidade, finalidade e estrutura**. 2014. Tese. (Doutorado em Direito). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

²¹⁴ Conforme consta do Relatório de Estatísticas de 2022, até dezembro daquele ano a CAM contava com 04 (quatro) arbitragens coletivas em curso. CAM - Câmara de Arbitragem do Mercado. **Estatísticas**. São Paulo: CAM, 2024. Disponível em: < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-BR/sobre--estatisticas.html> > Acesso em: 27 ago. 2024. Base de Dados.

²¹⁵ ALVES, André Cordelli; DOS SANTOS, Maurício Gomm Ferreira. Class Arbitration nos Estados Unidos da América. In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 75.

Inclusive, a *class arbitration* ganhou certa aceitação e crescente popularidade nos Estados Unidos não tanto debaixo da premissa segundo a qual tais conflitos seriam mais bem conhecidos e julgados por árbitros especialistas, mas, sobretudo, pela possibilidade de se retirar do *juri trial* os julgamentos relacionados às *class actions*.²¹⁶

Como um todo, as ações coletivas garantem três objetivos: proporcionar a economia processual, acesso à justiça e a aplicação voluntária e autoritativa do direito material²¹⁷. Nessa linha, o Banco Mundial preceitua que a melhoria, facilitação e expansão do acesso individual e coletivo ao direito e à justiça fundamentam o desenvolvimento social e econômico.²¹⁸

Especialmente no que diz respeito ao segmento do Novo Mercado, conforme demonstrado no presente estudo, os mecanismos processuais de aglutinação de interesses em arbitragem são necessários porque as perdas sofridas por investidores não têm, individualmente, valor que justifique a propositura de demandas individuais, pois as custas para sustentar o procedimento podem suplantar o benefício buscado. Tais demandas têm “valor negativo”, e se perderão se não forem agregadas em um veículo processual único. Assim, para expressar esse conflito em juízo é necessário reunir as pretensões individuais para julgamento conjunto.²¹⁹

Além disso, é ineficiente e antieconômico discutir em diversos processos a mesma questão, isto é, indagar e concluir, repetidas vezes, se o ato ilícito foi ou não praticado e qual a extensão do dano. As pretensões de valor reduzido são as mais prejudicadas pela barreira dos custos. A defesa coordenada dos interesses individuais homogêneos atende aos ditames da economia processual, desafoga o Poder Judiciário, observa o princípio da isonomia e assegura o acesso à justiça, especialmente para litígios de baixo valor individual.²²⁰

E mais: além de importar em indevido dispêndio de recursos do Estado e dos agentes econômicos, a multiplicação de demandas com o mesmo objeto também traz o risco da prolação de decisões contraditórias, repudiado pelo sistema. O tratamento coletivo de pretensões que,

²¹⁶ ALVES, André Cordelli; DOS SANTOS, Maurício Gomm Ferreira. *Class Arbitration nos Estados Unidos da América*. In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 75.

²¹⁷ DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvím, 2017, p. 77.

²¹⁸ FUX, Luiz; BODART, Bruno. **Processo Civil e Análise Econômica**. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021, p. 27.

²¹⁹ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 57.

²²⁰ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 58.

embora individuais, são homogêneas e têm origem comum, afasta o risco de decisões conflitantes e uniformiza orientações.²²¹

O acesso efetivo à solução de controvérsias de pequeno valor estimula a aplicação voluntária do direito material. Se não houver mecanismos de aglutinação de tais interesses, eles só serão tutelados quando os prejudicados pelo ato ilícito forem titulares de participação acionária em volume elevado, o que é um grande incentivo ao desrespeito à lei. É essencial para um sistema de responsabilidade civil moderno que se consiga reunir prejudicados, pois, caso contrário, serão dados incentivos para que sejam adotados comportamentos ineficientes, como cartéis e fraudes de mercado.²²²

A maneira mais eficiente de proteger os direitos dos acionistas minoritários no segmento do Novo Mercado é aglutinando-os. Daí a necessidade de conferir legitimidade ativa aos investidores e de se ofertar a tutela coletiva em arbitragens para o fim de proteger tais grupos, para que ilícitos que individualmente são de valor reduzido não fiquem impunes e o grupo desguarnecido.

6.3.2 A INTERVENÇÃO DE TERCEIROS NA ARBITRAGEM COLETIVA

Na sequência, prevê o §5º do art. 27-H do Projeto de Lei nº 2.925/2023 que, proposta a ação, os autores deverão comunicar o emissor para que este divulgue o fato ao mercado, na forma estabelecida na regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários. Assim, o §6º do art. 27-H prevê que os investidores legitimados poderiam intervir como litisconsortes nas ações civis coletivas propostas por outros investidores, desde que dentro do prazo de trinta dias da propositura da ação.

Não há dúvidas de que o litisconsórcio seja um aspecto positivo no processo coletivo, especialmente ao fomentar a participação e o ressarcimento de investidores de menor poder econômico, que comumente carecem dos recursos necessários para a propositura de ação individual.

Ocorre que, ao prever que a divulgação de informações sobre essas ações ocorra na forma estabelecida na regulamentação editada pela CVM, desagua-se no quanto já analisado ao item 4.4.6 deste trabalho. Ou seja, em que pese exista uma regulamentação editada pela CVM

²²¹ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 58.

²²² PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 58.

prevendo a maneira que as companhias devem divulgar as informações, há falta de uniformidade nesta divulgação, o que a torna inacessível ou, ao menos, de difícil acesso ao investidor, provoca assimetria informacional, aumenta significativamente os custos de agência na sociedade e obsta o acesso à justiça sobretudo dos acionistas minoritários, em razão do aumento dos custos de monitoramento.

Um aspecto fundamental de um sistema de processo coletivo é que os interessados devem ser mantidos informados sobre o início e o desenvolvimento do processo. A transmissão de informações aos interessados é a única forma possível de legitimar o processo, de viabilizar a intervenção de terceiros e estender a coisa julgada formada na sentença a terceiros (efeito *erga omnes*). Isso é especialmente verdadeiro em litígios envolvendo companhias abertas, em que as informações interessam a todo o mercado.²²³

A confidencialidade é uma barreira à intervenção de terceiros. Se o terceiro não tem acesso a detalhes do litígio, ou sequer tem conhecimento sobre a sua existência, não pode tomar decisão informada de intervir na arbitragem. Portanto, é inútil que sejam estabelecidas regras para intervenção de terceiros sem que haja a possibilidade de divulgação de informações adequadas, que permitam que o terceiro tenha conhecimento do processo e tome uma decisão sobre a intervenção.²²⁴

Todas as fases de um processo arbitral envolvendo companhias abertas contêm informações relevantes ao mercado, sobretudo quando se trata de uma demanda coletiva. Por tal motivo, afigura-se necessário prever um regime de não confidencialidade ou de confidencialidade atenuada às arbitragens coletivas societárias.

A questão de como o acionista poderá optar por exercer determinado direito se sequer tem conhecimento da sua existência é bastante complexa, uma vez que diz respeito a qual a informação deverá chegar ao conhecimento do acionista e em qual momento. Por exemplo, se o acionista tomar conhecimento da arbitragem apenas quando da sentença arbitral, será afastada dele a oportunidade de exercer o direito de intervir no procedimento arbitral.²²⁵

²²³ TELLES, Carolina Mota da Silva; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Arbitragem Coletiva Societária: onde estamos e para onde vamos? In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 257.

²²⁴ TELLES, Carolina Mota da Silva; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Arbitragem Coletiva Societária: onde estamos e para onde vamos? In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 259.

²²⁵ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

A esse respeito, a experiência estrangeira mostra ser possível encontrar disposições a respeito da confidencialidade e transmissão de informações a terceiros possivelmente interessados no litígio.

No Anexo 5 do Regulamento do ²²⁶ German Arbitration Institute (DIS) está previsto que devem ser informados todos os possíveis interessados a respeito do protocolo do requerimento de arbitragem, momento em que serão convidados a informar se têm interesse em ingressar na arbitragem. Ainda que os terceiros interessados não ingressem na arbitragem, devem ser continuamente informados a respeito do processo, tomando conhecimento de petições das partes e de decisões dos árbitros, a não ser que tenham expressamente renunciado a esse direito.

Nos Estados Unidos, conforme previsão da Section 9 das normas da American Arbitration Association - AAA²²⁷, a presunção de confidencialidade nas arbitragens não se aplica em arbitragens coletivas. Para garantir o cumprimento dessa norma, a AAA disponibiliza informações sobre as arbitragens coletivas, com cópias das petições, identificação das partes, dos árbitros e dos advogados, e cópias das decisões, de modo que é possível afirmar que não há confidencialidade nas arbitragens administradas pela AAA.

As normas do Judicial Arbitration and Mediation Services - JAMS²²⁸, na Rule 4, preveem que possíveis membros de uma classe envolvida na arbitragem coletiva, identificados a partir dos melhores esforços do árbitro, devem receber uma comunicação resumida sobre a demanda, incluindo informações essenciais, como natureza do litígio, definição da classe afetada, pedidos e explicação sobre o efeito vinculante da decisão para os membros da classe, a fim de oportunizar o seu ingresso no procedimento.

Portanto, em que pese a importância da previsão do litisconsórcio, sobretudo nas arbitragens coletivas, para que tal previsão possa ser eficiente, afigura-se essencial disciplinar um regime de não confidencialidade ou de confidencialidade atenuada das arbitragens em curso no intuito de reduzir a assimetria de informações, possibilitar a formação do direito e atenuar as barreiras à reparação coletiva.

²²⁶ DIS - German Arbitration Institute. **DIS Arbitration Rules. Annex 5.** Alemanha: DIS, 2018. Disponível em: < https://www.disarb.org/fileadmin/user_upload/Werkzeuge_und_Tools/2018_DIS-Arbitration-Rules.pdf > Acesso em: 02 nov. 2024.

²²⁷ AAA - American Arbitration Association. **Commercial Arbitration Rules and Mediation Procedures.** New York City: AAA, 2022. 51 p. Disponível em: < https://www.adr.org/sites/default/files/CommercialRules_Web_1.pdf > Acesso em: 02 nov. 2024.

²²⁸ JAMS - Judicial Arbitration and Mediation Services Inc. **JAMS ADR. Rules.** New York City: JAMS, 2009. Disponível em: < <https://www.jamsadr.com/rules-class-action-procedures/> > Acesso em: 03 nov. 2024.

6.3.3 CUSTOS E BENEFÍCIOS AOS ACIONISTAS NA AÇÃO CIVIL COLETIVA DE RESPONSABILIDADE

Quando falamos dos altos custos monetários para o acesso à arbitragem, a estrutura de incentivos econômicos para a tomada de medidas assume grande importância. Não por outro motivo, o art. 27-H, §11, III do Projeto de Lei nº 2.925/2023 prevê prêmio de 20% do valor da indenização a ser pago aos autores em caso de procedência do pedido, descontados os honorários de sucumbência. Ao mesmo tempo, o §10 do mesmo artigo determina que, em caso de improcedência, os honorários sucumbenciais serão calculados não sobre o valor da causa, mas sobre o valor do prêmio pleiteado, diminuindo o revés em caso de derrota.

Com isso, cria-se uma dinâmica de incentivos à propositura da ação, uma vez que o valor a receber em caso de procedência é sempre consideravelmente maior que o valor a perder em caso de improcedência.²²⁹

Ao que tudo indica, o Projeto de Lei nº 2.925/2023 manteve o sistema instituído pela prática das câmaras de arbitragem, composto por um ônus de adiantar despesas processuais e um dever de pagá-las ou reembolsá-las ao final do processo. Essa é a regra geral do direito processual civil e que se aplica também às demandas societárias e envolvendo o mercado de capitais.²³⁰

A situação é diferente no processo coletivo, pois os arts. 18 da LACP e 87 do CDC estabelecem que nos processos coletivos não devem ser adiantados “custas, emolumentos, honorários periciais e quaisquer outras despesas”, bem como que não haverá “condenação da associação autora, salvo comprovada má-fé, em honorários de advogado, custas e despesas processuais”. Comprovada a litigância de má-fé, a associação autora e os seus representantes responsáveis pela propositura da demanda devem ser condenados ao pagamento de honorários advocatícios e ao décuplo das custas, sem prejuízo da responsabilidade por perdas e danos (art. 17 da LACP). É o mesmo regime estabelecido para a ação popular, que isenta o autor das verbas sucumbenciais, salvo quando comprovada a má-fé.

No microssistema dos processos coletivos existe, portanto, um maior incentivo financeiro à propositura de demandas, cuja finalidade é evitar que a carência de recursos impeça o ente legitimado de ajuizar e conduzir adequadamente a ação coletiva. Sob a perspectiva dos

²²⁹ PROENÇA, José Marcelo Martins. Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais: análise do PL nº 2.925/2023. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 21, 2024. Belo Horizonte: Editora Fórum, p. 131.

²³⁰ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 120.

honorários advocatícios de sucumbência essa lógica também se aplica: o advogado do ente legitimado tem direito ao recebimento de honorários advocatícios se esse ente for o vencedor, mas ele não é o condenado ao pagamento da verba se isso não ocorrer, a não ser se houver comprovada má-fé. Há, assim, um duplo incentivo à tomada dessas medidas: irresponsabilidade pela verba sucumbencial em caso de improcedência e recebimento de honorários em caso de procedência. Como os honorários sucumbenciais podem ser objeto de avença entre a parte e o advogado, é possível que revertam, parcialmente, para a parte, ou pelo menos componham os honorários contratuais pactuados.²³¹

Ocorre que, o custo com despesas processuais e honorários advocatícios não é o único fator a explicar o reduzido número de demandas envolvendo o mercado de capitais. O Ministério Público, as associações e outros legitimados ao ajuizamento de ações coletivas (inclusive autarquias, como a CVM) não se sujeitam ao ônus de adiantar despesas processuais e também não são condenados ao pagamento de honorários advocatícios, mas mesmo assim é reduzido o número de ações coletivas ajuizadas por esses entes.²³²

Portanto, afigura-se positiva a previsão de pagamento de um prêmio aos que tomarem a iniciativa de propor a ação, sendo este um dos elos da cadeia de incentivos à adoção de medidas em defesa do interesse social. Inclusive, a previsão de um prêmio poderá funcionar como um incentivo ao aumento do financiamento de arbitragens por terceiros, tema ainda bastante incipiente no Brasil, mas que vem se tornando um método conhecido e adotado para superar o problema dos custos e despesas na arbitragem mundo à fora.

Para que esses instrumentos sejam efetivos, mas não sejam empregados abusivamente, deve haver um equilíbrio entre os incentivos e os requisitos para o exercício do direito de ação²³³, o que justifica a manutenção das custas, as quais são necessárias, justamente para assegurar a qualidade, assertividade e celeridade que se espera dos procedimentos arbitrais.

A fim de que as custas não representem um completo empecilho ao acesso à justiça dos acionistas que não possuem os recursos necessários para dar início ao procedimento arbitral, vêm alcançando certa notoriedade o denominado financiamento ou suporte de litígios por terceiros: uma das mais relevantes e atuais formas de investimento nas chamadas *Special*

²³¹ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 311.

²³² PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 135.

²³³ PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 74.

Situations, conceito bastante utilizado no meio das gestoras de investimentos em ativos alternativos.²³⁴

Segundo estudo divulgado pelo Parlamento Europeu²³⁵, o setor de *litigation finance* cresceu na União Europeia a uma taxa de 3,5% a.a. entre 2008 e 2019, quando alcançou um valor de mercado estimado em €39 bilhões, representando cerca de 15% do tamanho do mercado mundial, tendo como principais financiadores as sociedades *Buford, Omni Bridgeway, Harbour, Therium, Longford, Parabellum, Augusta e Woodsford*.

Se mantido esse ritmo de crescimento, o estudo sugere que esse valor pode chegar a €48 bilhões em 2025 na União Europeia. Ainda, a referida análise estima que o mercado de *litigation finance* nos Estados Unidos representa 50% do tamanho do mercado mundial.

O financiamento de disputas por terceiros começou em países como Austrália, Reino Unido, Canadá e África do Sul e tem se tornado cada vez mais popular²³⁶⁻²³⁷. Em que pese ser um método bastante incipiente no Brasil – ainda mais em razão da escassez de informações provocada pela hesitação dos pioneiros em divulgar suas estratégias e resultados²³⁸ - vem se tornando uma alternativa conhecida e que pode ser adotada para superar o problema dos altos custos na arbitragem mundo à fora pelo que, futuramente, poderá ser uma alternativa na redução dos custos dos procedimentos arbitrais nacionais.

Portanto, de maneira geral o Projeto de Lei nº 2.925/2023 é benéfico ao: (i) admitir expressamente a possibilidade de instauração de arbitragens coletivas societárias, dirimindo quaisquer dúvidas sobre a sua utilização; e (ii) instituir balizas genéricas sobre as garantias processuais a serem respeitadas nesse tipo de litígio, referentes a questões como confidencialidade e informação ao mercado. Já aos centros de arbitragem e à CVM caberia

²³⁴ MOTA, Pedro Renato de Souza; RODRIGUES, João Gabriel Volasco. Third Pary Funding: a Hora de Desmistificar o Instituto. In: PEREIRA, Guilherme Julio Setoguti (Coord.). **Litigation finance**: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 53-75.

²³⁵ EPRS - European Parliamentary Research Service. **Responsible private funding of litigation**. Brussels: EPRS, 2021. Disponível em: <
[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/662612/EPRS_STU\(2021\)662612_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/662612/EPRS_STU(2021)662612_EN.pdf)>
Acesso em: 25 out. 2024.

²³⁶ TELLES, Carolina Mota da Silva; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Arbitragem Coletiva Societária: onde estamos e para onde vamos? In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 263.

²³⁷ SABINO, Alex. Advogados de Vítimas de Mariana buscam Dinheiro no Mercado para Financiar Briga com Samarco. **Folha de S. Paulo**. São Paulo, 6. Jul. 2024. Disponível em: <
https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/07/advogados-de-vitimas-de-mariana-buscam-dinheiro-no-mercado-para-financiar-briga-com-samarco.shtml?utm_source=whatsapp&utm_medium=social&utm_campaign=compwa> Acesso em: 05 de set. 2024.

²³⁸ COSTA, Isaac. **Como Comprar uma Briga**: Variáveis Econômicas e Arranjos Jurídicos para Projetos de Litigation Finance no Brasil. In: PEREIRA, Guilherme Julio Setoguti (Coord.). **Litigation finance**: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023, p. 77.

instituir regras específicas a partir das balizas legais, como regras relativas à intervenção de terceiros, formação do tribunal arbitral, custos do processo arbitral e formas de acesso à informação, privilegiando um regime de confidencialidade atenuada às arbitragens coletivas, na linha do que admite a experiência estrangeira.

A proposição legal, ao abarcar as previsões dispostas acima, justifica o processo de intervenção do Estado na economia, uma vez que os critérios previstos preservam os agentes econômicos regulados e preveem incentivos ao incremento do acesso à justiça dos acionistas minoritários.

7. CONCLUSÃO

A criação do segmento do Novo Mercado se deu com o objetivo de propiciar um ambiente em que as empresas, contribuindo para a maior transparência de informações, fornecessem maior segurança aos investidores e amenizassem seus custos de transação na captação de recursos.

Havia falta de transparência na gestão e ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias, o que interferia na percepção dos riscos e, por conseguinte, aumentava os custos de transação.

Os dados apresentados na presente pesquisa não obscurecem o fato de que as práticas governança corporativa melhoraram drasticamente no Brasil na última década. A B3 provavelmente não teria avançado tão dramaticamente se não fosse por uma grande mudança na atitude em relação à governança corporativa.

Sem a regulação que temos atualmente, a divulgação das informações estaria completamente à mercê da relação de custo benefício das companhias e sem a padronização que as normas pretendem trazer, os custos da busca pela informação poderiam inviabilizar por completo a realização de investimento no mercado de valores mobiliários.

Ocorre que a legislação e a regulamentação da CVM não são suficientes, vez que abordam escassas definições a respeito de quais informações deverão ser fornecidas pelas companhias a respeito de arbitragens sigilosas, de forma que não se sabe o que esperar exatamente das divulgações realizadas.

Tendo isso em vista, verificou-se que o instituto da arbitragem apresenta limitações naturais que o impedem de oferecer resposta amplamente satisfatória a todos os problemas que decorrem dos conflitos no mercado de capitais. Portanto, atualmente, a arbitragem não constitui mecanismo capaz de substituir funcionalmente, de modo completo, a ineficiência da jurisdição estatal.

Para assegurar que a arbitragem exerça a relevante função que lhe é atribuída no mercado de capitais brasileiro, é importante que obstáculos remanescentes sejam superados.

Com a presente pesquisa foi possível identificar que um dos maiores custos de transação existente no acesso à justiça dos acionistas minoritários no segmento do Novo Mercado consiste na manifestação das assimetrias informacionais, uma vez que estão presentes tanto na formação do contrato de investimento quanto na sua execução. Inclusive, o referido custo de transação tende a se agravar em razão do recente movimento brasileiro na direção da dispersão acionária, o que traz à luz importantes questões referentes às minorias acionárias.

Demonstrou-se no presente trabalho que a assimetria informacional há de ser combatida pela regulação, sob pena de causar diversas falhas importantes de mercado, como a seleção adversa, errônea precificação dos ativos e, principalmente, o impedimento do exercício de direitos pelos investidores. Isso porque, o crescimento econômico de longo prazo depende de direitos de propriedade bem definidos e do respeito aos contratos, fatores que demandam a regular prestação de serviços jurídicos.

Sabe-se que os investimentos, principalmente no âmbito do mercado de capitais, envolvem altos riscos que, se não forem ao menos minimizados, afastarão investidores, o que não só impedirá o desenvolvimento da economia do país, como também contribuirá para enfraquecê-la.

Diante do cenário apresentado, verificou-se que o mercado, por si só, não consegue atingir o máximo de eficiência, razão pela qual necessita da intervenção estatal no domínio econômico. Uma das soluções encontradas para corrigir as falhas de mercado consiste no aperfeiçoamento do marco regulatório vigente – em uma iniciativa tal qual a promovida pelo Projeto de Lei nº 2.925/2023, que pretendeu contribuir para o aumento do grau de segurança e previsibilidade no mercado de capitais e, por conseguinte, para a redução dos custos de transação, facilitando as contratações.

A análise do Projeto de Lei decorreu do fato de que a existência de instituições fortes e respeitadas representam um fator essencial para o desenvolvimento econômico, na medida em que exercem papel fundamental na organização da atividade econômica.

De maneira geral, as alterações legislativas propostas no Projeto de Lei são positivas e endereçam as principais falhas de *enforcement* existentes no mercado de capitais e nas companhias brasileiras. Contudo, o Projeto merece revisões e um aprofundamento em algumas das questões analisadas.

No que tange à CVM, instituição responsável pela regulação do mercado de capitais, verificou-se que a implementação de novas funções sem o devido investimento no órgão administrativo e a própria redação excessivamente genérica desses novos dispositivos são considerados empecilhos para sua aplicação efetiva.

Ou seja, prever novas competências à CVM sem que haja o adequado respaldo financeiro poderá, ao invés de sanar as falhas de mercado apontadas, criar uma falha de governo decorrente de uma legislação incompleta.

Por outro lado, alocar competência exclusivamente à Comissão de Valores Mobiliários não se afigura completamente exitoso, especialmente quando há investidores que podem pleitear os seus interesses de maneira mais eficiente. Não há razão para alocar uma grande parte

do custo de litigância na estrutura estatal quando há interesses econômicos bastante definidos que poderiam ser pleiteados de maneira direta.

Nesse sentido, afigura-se mais interessante aperfeiçoar a via do *enforcement* privado do que apostar na forte atuação da Comissão de Valores Mobiliários – ou de qualquer outra entidade estatal, como o Ministério Público – na defesa da lisura do mercado de capitais.

O aumento das informações disponíveis também é um essencial mecanismo de combate às falhas de mercado. Entretanto, prever apenas a publicidade dos procedimentos arbitrais e não padronizar a maneira com que isso será realizado se afigura insuficiente para sanar as assimetrias informacionais elencadas.

A inexistência de maior especificação na regulamentação a respeito de como e o que deverá ser divulgado sobre as arbitragens envolvendo as companhias torna incerto para o investidor o que será divulgado por estas sociedades, circunstância que, na realidade, apenas agrava a assimetria informacional.

Apesar de aumentar a confiança no mercado e a efetividade na solução de litígios, o sucesso das alterações do Projeto de Lei nº 2.925/2023 depende de uma interpretação que não seja simplista ao ponto de transformar a arbitragem em Justiça comum, com publicidade irrestrita dos atos praticados em juízo; nem insuficiente, a ponto de não assegurar a uniformidade na divulgação de informações que o regime informacional no mercado de valores mobiliários exige.

Portanto, afigura-se urgente disciplinar a adequada divulgação e padronização de informações pelas companhias. Isso porque, com a escassez desse recurso, dificulta-se o acesso dos acionistas e do próprio mercado ao que está contido nas controvérsias. E, conforme visto no decorrer deste estudo, essa falta de conhecimento pode prejudicar a tomada de decisões de modo informado e eficiente sobre comprar, vender ou manter títulos da companhia. Ademais, sem a disciplina legal adequada, os participantes do mercado continuarão sendo privados de informações sobre atos ilícitos e sobre processos em andamento, o que prejudica a sua capacidade de exercício de direitos ou até mesmo o ingresso em ações coletivas iniciadas por outros investidores.

Não há dúvidas quanto a adequação da arbitragem coletiva quando a lesão no mercado de capitais atingir uma infinidade de investidores. Considerando que a busca pela indenização pela via individual a arbitragem se mostra como um instrumento possível, mas pouco provável se o montante pleiteado não justificar os custos com a instauração da arbitragem, a previsão da arbitragem coletiva é eficiente. Isso porque, um dos problemas verificados no âmbito da busca de reparação por danos sofridos por investidores do mercado de capitais é que, de uma forma

geral, a reparação buscada por indivíduos prejudicados por agentes do mercado equivale a uma quantia insignificante, o que acaba por inviabilizar as iniciativas individuais.

Todavia, sem as informações necessárias, o processo arbitral pode tramitar sem que todos os investidores tomem conhecimento da reparação pleiteada, e isso gerará uma situação de desigualdade entre eles, o que poderá inviabilizar por completo a eficácia de uma arbitragem coletiva.

Assim, ainda que não se descarte a existência de mudanças fundamentais contidas no Projeto de Lei nº 2.925/2023, é clara sua insuficiência para minimizar os custos de transação que abalam a confiança no mercado de valores mobiliários nacional. No que toca à temática abordada no presente trabalho, há controvérsias e entraves práticos que foram negligenciados pelo projeto de lei e merecem discussão aprofundada para que se chegue à redação definitiva do texto legal. Por fim, a mera alteração textual da LSA e da LMVM, desvinculada dos investimentos necessários nas entidades responsáveis por garantir o *enforcement* no mercado de capitais, resulta em um projeto de lei que, não obstante seus aspectos positivos, deve ter baixa efetividade caso seja aprovado.

Somente reconhecendo, protegendo e financiando direitos é que a coletividade promove aqueles que muitos consideram os interesses mais profundos dos seus membros. Os direitos de propriedade bem definidos encorajam os indivíduos a investirem e confiarem mais no mercado de capitais, pois permitem que as pessoas colham os benefícios desses investimentos e, caso sintam-se insatisfeitas, possam ter acesso aos meios legalmente cabíveis.

Trata-se de um arranjo social criado para fins sociais: tem um efeito positivo perceptível sobre os investimentos da população e do mercado de valores mobiliários do Brasil. Outros direitos aparentemente individuais são, do mesmo modo, conferidos, moldados, remoldados, interpretados, ajustados e impostos pela comunidade para promover interesses que, na visão de muitos, são coletivos. Daí a importância de ser adequadamente estruturada a arbitragem coletiva no Brasil: trata-se de direito que ajuda a assegurar o bem não somente dos indivíduos que o afirmam pessoalmente num dado momento, mas também o de muitos outros, capazes de fortalecer a confiança no mercado de capitais brasileiro.

REFERÊNCIAS

AAA - American Arbitration Association. **Commercial Arbitration Rules and Mediation Procedures**. New York City: AAA, 2022. 51 p. Disponível em: < https://www.adr.org/sites/default/files/CommercialRules_Web_1.pdf > Acesso em: 02 nov. 2024.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Reflexões sobre a liquidação de sentença em arbitragem coletiva no mercado de capitais. In: MONTEIRO, Andre Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. e BENEDUZI, Renato (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 397-416.

AKERLOF, George A. The market for “lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488-500. Oxford: JSTOR, 1970. Disponível em: < <https://personal.utdallas.edu/~nina.baranchuk/Fin7310/papers/Akerlof1970.pdf> > Acesso em: 16 set. 2024.

ALVES, André Cordelli; DOS SANTOS, Maurício Gomm Ferreira. Class Arbitration nos Estados Unidos da América. In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 69-105.

ANBIMA. Mercado de capitais brasileiro aumentou quatro vezes em 25 anos. **ANBIMA**. Rio de Janeiro, 20 dez. 2022. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/mercado-de-capitais-brasileiro-aumentou-quatro-vezes-em-25-anos.htm#:~:text=Mercado%20de%20capitais%20brasileiro%20aumentou%20quatro%20vezes%20em%2025%20anos,-Nossos%20rankings%20classificam&text=As%20opera%C3%A7%C3%B5es%20no%20mercado%20de,institui%C3%A7%C3%B5es%20que%20atuam%20no%20segmento. Acesso em: 18 ago. 2024.

ARAÚJO, Fernando. **Introdução à Economia**. 3. ed. Lisboa: Almedina, 2014.

ARBITAC – Câmara de Mediação e Arbitragem da Associação Comercial do Paraná. **Tabela de Custos de Arbitragem da ARBITAC**. Curitiba, PR: 2021. Disponível em <<https://arbitac.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Tabela-de-Custos-de-Arbitragem-da-ARBITAC-2.pdf>> Acesso em 20 nov. 2024.

AZEVEDO, Luís André N. de Moura. Ativismo dos Investidores Institucionais e Poder de Controle nas Companhias Abertas de Capital Pulverizado Brasileiras. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.) **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 218-258.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Regulamento da Câmara do Mercado**. São Paulo, SP: 2011. Disponível em < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem.html> > Acesso em 10 jul. 2024.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Regulamento do Novo Mercado**. São Paulo, SP: 2017. 45 p. Disponível em: < <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf> >. Acesso em: 17 jun. 2024.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Relatório sobre Pessoa Física CVM - 1º Trimestre de 2023**. São Paulo: B3, 2023. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/marketdata/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/ >. Acesso em 16 jun. 2023. Base de Dados.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Relatório sobre Pessoa Física CVM - 1º Trimestre de 2024**. São Paulo: B3, 2024. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/marketdata/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/ >. Acesso em 21 jul. 2024. Base de Dados.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Uma Análise da Evolução dos Investidores Pessoas Físicas na B3**. São Paulo: B3, 2020. 16 p. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/marketdata/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/ >. Acesso em 21 jul. 2024. Base de Dados.

BCB – Banco Central do Brasil. **Taxas de juros básicas – Histórico**. Brasília: BCB, 2024. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros> > Acesso em 03 ago. 2024. Base de Dados.

BRASIL. **Projeto de Lei nº 2.925/2023**. Altera a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, para dispor sobre a transparência em processos arbitrais e o sistema de tutela privada de direitos de investidores do mercado de valores mobiliários. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2024. 11p. Disponível em: < <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=2367421> > Acesso em: 22 out. 2024.

BERLE, Adolf Augustus; MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Getzville: William S. Hein & Co Inc, 1982.

BITTENCOURT, Mauricio Vaz Lobo. O princípio da eficiência. In: RIBEIRO, Marcia Carla Pereira; KLEIN, Vinicius (org). **Análise econômica do Direito**: uma introdução. Belo Horizonte: Editora Fórum, 2011.

BOECHEM, Felipe Tavares; RIOS, Alexandre Carvalho Pinto. Análise da Jurisprudência da CVM sobre o dever de divulgação de fatos relevantes. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 5. 2014. Belo Horizonte: Editora Fórum. p. 123 - 151.

Bundesgerichtshof, 14 set. 2000, III ZR 33/00, **Case 404**. Também disponível no DIS – Online Database on Arbitration Law: <<http://www.dis-arb.de>>. Acesso em 12 out. 2024.

BVMF - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros. **Valor de Mercado**. Disponível em: <<https://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoCapitalizacaoBursatil.aspx?Indice=IBOV&idioma=pt-br>> Acesso em 18 ago 2024. Base de Dados.

CABRAL, Thiago Dias Delfino. **A impecuniosidade na arbitragem**: um grave problema na instauração do procedimento arbitral, um novo conceito e uma proposta de solução à luz do princípio do acesso à justiça. 2019. 235 p. Dissertação (Mestrado em Direito Civil Constitucional) - Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2019.

CAM - Câmara de Arbitragem do Mercado. **Estatísticas**. São Paulo: CAM, 2024. Disponível em: < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-BR/sobre--estatisticas.html> > Acesso em: 27 ago. 2024. Base de Dados.

CAMERS – Câmara de Arbitragem, Mediação e Conciliação do CIERGS. **Calculadora de Custas**. Porto Alegre, RS: 2024. Disponível em <<https://sistema.camers.org.br/calculadora> > Acesso em 20 nov. 2024.

CAMFIEP – Câmara de Mediação e Arbitragem da Federação das Indústrias do Estado do Paraná. **Tabela de Custos e Despesas de Arbitragem da CAMFIEP**. Curitiba, PR: 2024. Disponível em <[https://www.fiepr.org.br/camfiep/sobre/regulamentoecodigodeetica/uploadAddress/TABELA-DE-CUSTAS-E-DESPESAS-DE-ARBITRAGEM-CAMFIEP-2024\[108520\].pdf](https://www.fiepr.org.br/camfiep/sobre/regulamentoecodigodeetica/uploadAddress/TABELA-DE-CUSTAS-E-DESPESAS-DE-ARBITRAGEM-CAMFIEP-2024[108520].pdf) > Acesso em 20 nov. 2024.

CAMPINHO, Sergio. **Curso de direito comercial**: sociedade anônima. São Paulo: Editora Saraiva, 2023.

CAPPELLETTI, Mauro; GARTH, Bryant. **Acesso à Justiça**. Porto Alegre: Sergio Antonio Fabris Editor, 1988.

CARTER, James H. Class arbitration in the United States: life after death? In: HANOTIAU, Bernard; SCHWARTZ, Eric. **Class and Group Actions in Arbitration**. Haia: Kluwer Law International and International Chamber of Commerce, 2016.

CASS - Cour de Cassation de Paris. **Cass. Civ 1er, March 28, 2013, n. 392 (11-27.770)**. Disponível em: < <https://www.dalloz-actualite.fr/sites/dalloz-actualite.fr/files/resources/2013/04/fl0204xd2803-392.pdf> > Acesso em: 13 out. 2024.

CBAr - Comitê Brasileiro de Arbitragem; IPSOS - Institut Public de Sondage d'Opinion Secteur. **Arbitragem no Brasil**. São Paulo: CBAr, 2012. 27 p. Disponível em: < https://cbar.org.br/PDF/Pesquisa_CBAr-Ipsos-final.pdf > Acesso em: 21 set. 2024. Base de Dados.

CBMA – Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem. **Regimento de Custas**. Rio de Janeiro, RJ: 2024. Disponível em <<https://cbma.com.br/wp-content/uploads/2024/04/CBMA-Regimento-de-Custas-valido-a-partir-de-07.03.2024-1.pdf> > Acesso em 20 nov. 2024.

CNJ - Conselho Nacional de Justiça. **Justiça em Números 2024**. Brasília: CNJ, 2024. Disponível em: < <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2024/05/justica-em-numeros-2024.pdf> > Acesso em: 31 ago. 2024. Base de dados.

COASE, Ronald. **O Problema do Custo Social**. *The Latin American and Caribbean Journal of Legal Studies*, volume 3, issue 1, 2008, article 9.

COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre os Acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.) **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 46-52.

COELHO, Fábio Ulhoa; FRAZÃO, Ana; MENEZES, Mauricio Moreira; CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; CAMPINHO, Sérgio. **Lei das Sociedades Anônimas Comentada**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2024.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito e Economia**. Porto Alegre: Brokman Companhia Editora. 5ª ed., 2010.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. **O acionista minoritário no direito brasileiro**. Rio de Janeiro: Forense, 1994, p. 29. Disponível em: <<https://obcl.com.br/wp-content/uploads/2022/01/5-O-ACIONISTA-MINORITARIO-NO-DIREITO-BRASILEIRO.pdf>> Acesso em: 10 ago. 2024.

COSTA, Isaac. Como Comprar uma Briga: Variáveis Econômicas e Arranjos Jurídicos para Projetos de *Litigation Finance* no Brasil. In: PEREIRA, Guilherme Julio Setoguti (Coord.). **Litigation finance**: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Cuidados ao Investir**: o Papel da CVM. São Paulo: CVM, 2024. 2 p. Disponível em: < <https://www.gov.br/investidor/pt-br/investir/cuidados-ao-investir/o-papel-da-cvm> > Acesso em: 23 out. 2024. Base de Dados.

DIDIER Jr., Fredie. ZANETI Jr., Hermes. **Curso de Direito Processual Civil: processo coletivo**. 11. Ed. Salvador: Editora JusPodvim, 2017.

DIS - German Arbitration Institute. **DIS Arbitration Rules. Annex 5**. Alemanha: DIS, 2018. Disponível em: <
https://www.disarb.org/fileadmin/user_upload/Werkzeuge_und_Tools/2018_DIS-Arbitration-Rules.pdf > Acesso em: 02 nov. 2024.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. I. artigo 68.

EPRS - European Parliamentary Research Service. **Responsible private funding of litigation**. Brussels: EPRS, 2021. Disponível em: <
[https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/662612/EPRS_STU\(2021\)6626_12_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/662612/EPRS_STU(2021)6626_12_EN.pdf) > Acesso em: 25 out. 2024

ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. **Federal Rules of Civil Procedure**. The purpose of the Federal Rules of Civil Procedure is "to secure the just, speedy, and inexpensive determination of every action and proceeding." Washington, DC: The Committee on the Judiciary House of Representatives, 2023. 140p. Disponível em: <

https://www.uscourts.gov/sites/default/files/civil_federal_rules_pamphlet_dec_1_2023.pdf >
Acesso em: 03 nov. 2024.

FILHO, Calixto Salomão. **O novo direito societário**. São Paulo: Grupo GEN, 2019.

FILHO, Napoleão Casado. **Arbitragem e Acesso à Justiça: o novo paradigma do *third party funding***. São Paulo: Grupo GEN, 2017.

FRANZONI, Diego. Adequação da Arbitragem em Matéria Societária. In: WAMBIER, Teresa Arruda Alvim; TALAMINI, Eduardo (Coord.). **Arbitragem Societária**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

FUX, Luiz; BODART, Bruno. **Processo Civil e Análise Econômica**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis; FUCKNER, Mariana Hofmann. A Abrangência da Cláusula Compromissória na Regulamentação da Legitimidade Ativa dos Minoritários: o Agente Fiduciário. In: FILHO, Osny da Silva; ADAMEK, Marcelo Von; MARINO, Francisco. **Cláusulas Contratuais**. Coimbra: Grupo Almedina, 2024.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Lições de Direito Societário: Sociedade Anônima**. São Paulo: Editora Juarez de Oliveira, 2005.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. **Direito de Empresa: comentários aos artigos 966 a 1.195 do Código Civil**. 11 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020.

GORGA, Érica. **Direito Societário Atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. Tradução Marcelo Brandão Cipolla. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019.

IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros, jan/mar 2007, v. 145.

JAKOBI, Karin Bergit.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais**. São Paulo: Grupo GEN, 2014.

JAMS - Judicial Arbitration and Mediation Services Inc. **JAMS ADR. Rules**. New York City: JAMS, 2009. Disponível em: < <https://www.jamsadr.com/rules-class-action-procedures/> >
Acesso em: 03 nov. 2024.

JORGE, Marco Antônio Rodrigues. **A relação entre o Poder Judiciário e o árbitro na arbitragem interna**. 2009. 160 p. Dissertação (Mestrado em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009.

KAPLOW, Louis. **Rules Versus Standards: An Economic Analysis**. Durham: Duke Law Journal, v. 42, 1992, p. 557-629. Disponível em: < <https://scholarship.law.duke.edu/dlj/vol42/iss3> > Acesso em: 18 set. 2024.

KELSEN, Hans. **General Theory of Law and State**. Nova York: Russell & Russell, 1973.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **Mercado de capitais & insider trading**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1982.

LEITE, Amanda Kalil Soares; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Confidencialidade e Transparência nas Arbitragens Coletivas Societárias. **Revista de Arbitragem e Mediação**. São Paulo: Revista dos Tribunais. vol. 69/2021, Abr - Jun/2021, p. 145 - 167.

MACKAAY, Ejan; ROUSSEAU, Stéphane. **Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2015.

MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

MARIANI, Rômulo Greff. **Arbitragens coletivas no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2015.

MENEZES, Isabella Simão. Aquisição do Controle de Companhias Abertas: Estudo Sobre a Oferta Pública de Aquisição de Ações. São Paulo: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 76/2017, p. 97 - 121, 2017.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A Importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem. In: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). **Processo Societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

MOTA, Pedro Renato de Souza; RODRIGUES, João Gabriel Volasco. *Third Pary Funding: a Hora de Desmistificar o Instituto*. In: PEREIRA, Guilherme Julio Setoguti (Coord.). **Litigation finance: financiamento de litígios, aquisição de direitos creditórios e outras operações**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso. Governança Corporativa à brasileira. In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários: Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis Nº 6.385 e 6.404**. v.II. Coimbra: Grupo Almedina, 2021.

NAKAGAWA, Fernando. Justiça do Brasil gasta 1,6% do PIB e é a mais cara do mundo. **CNN Brasil**. São Paulo, 25 jan. 2024. Disponível em: < <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/macroeconomia/justica-do-brasil-gasta-16-do-pib-e-e-a-mais-cara-do-mundo/> > Acesso em: 07 set. 2024.

NERY, Ana Luiza NERY. **Arbitragem coletiva**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2017.

NORTH, Douglas. **Desempenho Econômico Através do Tempo**. Rio de Janeiro: Revista de Direito Administrativo, v. 255, set/dez. 2010, p. 13-30.

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development. **Judicial Performance and its Determinants: A Cross-Country Perspective**. Paris: OCDE, 2013. Disponível em: < <https://www.oecd-ilibrary.org/docserver/5k44x00md5g8-en.pdf?expires=1725732783&id=id&accname=guest&checksum=BE45E371E4B7C32DCE04DC05731D3D8A> > Acesso em: 07 set. 2024. Base de Dados.

OECD - Organisation for Economic Co-operation and Development. **Private Enforcement of Shareholder Rights: A Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil**. Paris: OCDE, 2020. Disponível em: < [OECD temporahttps://web.archive.org/temp/2022-03-25/570141-shareholder-rights-brazil.htm](https://web.archive.org/temp/2022-03-25/570141-shareholder-rights-brazil.htm) > Acesso em: 04 ago. 2024. Base de Dados.

OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na lei das sociedades anônimas**. 2013. 252 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas**. Coleção IDSA de Direito Societário e Mercado de Capitais. V. 1. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual do governo das sociedades**. Coimbra: Almedina, 2017.

PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Mueller; BARBOSA JR., Alberto. Cláusulas Arbitrais no Mercado de Capitais Brasileiro: alguns dados empíricos. **Revista de Arbitragem e Mediação**. vol. 40/2014. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014, p. 105 - 111.

PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. **Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PICCOLI, Maria Eduarda Ferreira; GONÇALVES, Oksandro Osdival. A Limitação de Responsabilidade nas Companhias: Uma Análise Sob a Perspectiva dos Conflitos de Agência. In: GARCIA, Denise; RODRIGUES, Horácio Wanderlei; THOMÉ, Romeu (Coord.). **Direito, economia e desenvolvimento econômico sustentável II**. Florianópolis: CONPEDI, 2022, p. 28-46.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PORTO, Antônio Maristrello; GAROUPA, Nuno. **Curso de Análise Econômica do Direito**. São Paulo: Grupo GEN, 2021.

PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do Poder de Controle e Poison Pills: Evolução no Mercado de Capitais Brasileiro. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PRADO, Viviane Muller. **Além dos Números da CVM – Enforcement no Mercado de Capitais Brasileiro**. São Paulo: FGV DIREITO SP, 2022. Disponível em: <<https://direitosp.fgv.br/sites/default/files/2023-04/2022-alem-dos-numeros-da-cvm-1.pdf>> Acesso em: 18 ago. 2024.

PRADO, Viviane Muller; GABBAY, Daniela Monteiro; NANI, Ana Paula Ribeiro. Acesso à Justiça e Proteção de Investidores: Por que precisamos da Arbitragem Coletiva no Mercado de Ações? **Revista de Arbitragem e Mediação**. vol. 80/2024. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2024, p. 263- 280.

PRADO, Viviane Muller; NANI, Ana Paula Ribeiro. 20 anos da Arbitragem no Mercado de Capitais: Escolha Acertada? In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. **Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários**: Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis Nº 6.385 e 6.404.v. II. Coimbra: Grupo Almedina, 2021.

PRADO, Viviane Muller. Os Desafios para o Ressarcimento de Investidores. In: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo. **A Responsabilidade Civil da Empresa Perante os Investidores**: Contribuição à Modernização e Moralização do Mercado de Capitais. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 367-427.

PROENÇA, José Marcelo Martins. Proteção aos investidores e eticidade no mercado de capitais: análise do PL nº 2.925/2023. **Revista de Direito Empresarial**. vol. 21. 2024. Belo Horizonte: Editora Fórum. p. 119 - 148.

ROCHA, Ricardo H.; CESTARI, Walter; PIELLUSCH, Marcos. **Mercado de capitais e bolsa de valores**. São Paulo: Editora Manole, 2023.

RODRIGUES, Ana Carolina. **A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro**. 2011. 173 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011.

ROQUE, Andre Vasconcelos. **Arbitragem de direitos coletivos no Brasil**: admissibilidade, finalidade e estrutura. 2014. Tese. (Doutorado em Direito). Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2014.

SABINO, Alex. Advogados de Vítimas de Mariana buscam Dinheiro no Mercado para Financiar Briga com Samarco. **Folha de S. Paulo**. São Paulo, 6. Jul. 2024. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/07/advogados-de-vitimas-de-mariana-buscam-dinheiro-no-mercado-para-financiar-briga-com-samarco.shtml?utm_source=whatsapp&utm_medium=social&utm_campaign=compwa> Acesso em: 05 de set. 2024.

SADDI, Jairo. Notas sobre a Responsabilidade Social Corporativa. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (Coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

SANCHES, Neuza. Mercado de capitais: CVM sucateada. **Veja**. São Paulo, 20 jun. 2023. Disponível em: < <https://veja.abril.com.br/coluna/neuza-sanches/mercado-de-capitais-cvm-sucateada> >. Acesso em: 15 jan. 2024.

SALAMA, Bruno; PRADO, Viviane Mueller. **Legal Protection of Minority Shareholders of Listed Corporations in Brazil: Brief History, Legal Structure and Empirical Evidence**. Baton Rouge: *Journal of Civil Law Studies*, v. 4, 2011. Disponível em: < https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1856634 > Acesso em: 25 ago. 2024.

SCHINCARIOL, Juliana. Enxugamento da CVM ameaça capacidade de supervisionar mercado, dizem ex-diretores. **Valor Econômico**. São Paulo, 08 fev. 2022. Disponível em: < <https://valor.globo.com/financas/noticia/2022/02/08/enxugamento-da-cvm-ameaca-capacidade-de-supervisionar-mercado-dizem-ex-diretores.ghml> >. Acesso em: 15 jan. 2024.

SEN, Amartya. **A Ideia de Justiça**. Tradução Denise Bottmann e Ricardo Doninelli Mendes. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

SEN, Amartya. **Desenvolvimento como Liberdade**. Tradução Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

SESTER, Peter. **A necessidade de um subsistema de arbitragem societária**. São Paulo: Revista de Arbitragem e Mediação, vol. 62/2019, Jul-Set 2019.

SESTER, Peter. O efeito *erga omnes* da arbitragem coletiva. In: CUEVA, Ricardo Villas Bôas; GUIMARÃES, Márcio Souza (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

SILVA, Alexandre Couto. Conflitos de Interesses: Problemas de Agência. In: SILVA, Alexandre Couto (Coord.). **Direito societário: estudos sobre a lei de sociedades por ações**. São Paulo: Editora Saraiva, 2012, p. 11-33.

STJ – Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.598.220**. 01 jul. 2019. Relator Min. Paulo de Tarso Sanseverino. Disponível em: < https://processo.stj.jus.br/SCON/GetInteiroTeorDoAcordao?num_registro=201601158240&dt_publicacao=01/07/2019 > Acesso em: 14 out. 2024.

STJ - Superior Tribunal de Justiça. **Recurso Especial nº 1.959.435**. 30 ago. 2022. Relatora Min. Nancy Andrighi. Disponível em: < https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ATC&sequencial=163409979&num_registro=202102897496&data=20220901&tipo=5&formato=PDF > Acesso em: 13 out. 2024.

TELLES, Carolina Mota da Silva; PEREIRA, Guilherme Setoguti Julio. Arbitragem Coletiva Societária: onde estamos e para onde vamos? In: NERY, Ana Luiza; MARIANI, Rômulo Greff (Coord.) **Arbitragem e Processo Coletivo**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 253-274.

TJPR - Tribunal de Justiça do Estado do Paraná. **Recurso de Apelação nº 1431047-5**. 11 mai. 2016. Relator Sigurd Roberto Bengtsson. Disponível em: <

<https://portal.tjpr.jus.br/jurisprudencia/j/12156139/Ac%C3%B3rd%C3%A3o-> > Acesso em: 13 out. 2024.

TJSP – Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 0036760-07.2007.8.26.0000**. 10 jan. 2012. Relator Des. Luiz Antonio de Godoy. Disponível em: < <http://esaj.tjsp.jus.br/cpo/sg/search.do?conversationId=&paginaConsulta=1&localPesquisa.cdLocal=1&cbPesquisa=NUMPROC&tipoNuProcesso=UNIFICADO&numeroDigitoAnoUnificado=0036760-07.2007&foroNumeroUnificado=0000&dePesquisaNuUnificado=0036760-07.2007.8.26.0000&dePesquisaNuAntigo=> > Acesso em 13 out. 2024.

TJSP - Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 1021438- 95.2019.8.26.0100**. 28 fev. 2020. Relator Des. Gilberto Leme. Disponível em: < <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=13360124&cdForo=0> > Acesso em: 14 out. 2024.

TJSP – Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 1091775-75.2020.8.26.0100**. 5 abr. 2024. Relator Des. Carlos Dias Motta. Disponível em: < <https://esaj.tjsp.jus.br/cjsg/getArquivo.do?cdAcordao=14514934&cdForo=0> > Acesso em: 14 out. 2024

TJSP – Tribunal de Justiça de São Paulo. **Apelação Cível nº 9247433-87.2005.8.26.0000**. 23 nov. 2011. Relatora Des. Christine Santini. Disponível em: < <https://www.conjur.com.br/wp-content/uploads/2023/09/condenacao-abn-amro-minoritarios-banco.pdf> > Acesso em: 11 out. 2024.

TJRJ – Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro. **Apelação Cível nº 0031966-20.2010.8.19.0209**. 10 jun. 2014. Rel. Des. Alexandre Freitas Câmara. Disponível em: <http://www1.tjrj.jus.br/gedcacheweb/default.aspx?UZIP=1&GEDID=0004A2BBBEF6500EC33729E418B69118230EC50314621B4F> Acesso em: 13 out. 2024.

TRF 3 – Tribunal Regional Federal da 3ª Região. **Apelação Cível nº 0015278-16.2004.4.03**. 31 mai. 2016. Relator Des. Nelson dos Santos.

U. S. Supreme Court. **Green Tree Financial Corp.-Ala. v. Randolph**, 531 U.S. 79 (2000). 11 dez. 2000. Disponível em: < <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/531/79/> > Acesso em 13. out. 2024.

VALADARES, Silvia Mourthé; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Ownership and Control Structure of Brazilian Companies**. New York: Social Science Research Network, 2000. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=213409>>. Acesso em 11 jul. 2023.

VIECELI, Leonardo. Paes sanciona lei para Bolsa de Valores no Rio e ironiza 'amigos da Faria Lima'; veja vídeo. **Folha de S. Paulo**. São Paulo, 3 jul. 2024. Disponível em: < https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2024/07/paes-sanciona-lei-para-bolsa-de-valores-no-rio-e-ironiza-amigos-da-faria-lima-veja-video.shtml?utm_source=sharenativo&utm_medium=social&utm_campaign=sharenativo > Acesso em: 18 ago. 2024.

WALD, Arnaldo. A arbitragem de classe no direito societário. *In*: CARMONA, Carlos Alberto; FERREIRA LEMES, Selma; BATISTA MARTINS, Pedro (Coord.). **20 Anos da Lei de Arbitragem: homenagem a Petrônio Muniz**. São Paulo: Atlas, 2017. p. 847-870.

WATANABE, Kazuo. Acesso à justiça e admissibilidade da arbitragem coletiva societária. *In*: CUEVA, Ricardo Villas Bôas; GUIMARÃES, Márcio Souza (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Quartier Latin, 2023.

WATANABE, Kazuo; GABBAY, Daniela Monteiro. Admissibilidade e adequação da arbitragem coletiva como um mecanismo de acesso à justiça no mercado de capitais e seus aspectos procedimentais. **Revista Brasileira de Arbitragem**. v. 68. São Paulo: Comitê Brasileiro de Arbitragem e Kluwer Law International, 2020, p. 67-94.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting**. New York: The Free Press, 1985.

YARSHELL, Flavio Luiz. Processo Arbitral Coletivo: breve reflexão sob a ética da segurança e da confiança. *In*: Monteiro, Andre Luís; Pereira, Guilhermee Setoguti J. e Beneduzi, Renato (Coord.). **Arbitragem coletiva societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 173-196.

ZUFELATO, Camilo. A Admissibilidade da Arbitragem Coletiva no Brasil: uma Análise a Partir do Contexto dos Direitos dos Investidores no Mercado Mobiliário. **Revista Brasileira de Arbitragem**. v. 70. São Paulo: Comitê Brasileiro de Arbitragem e Kluwer Law International, 2021, p. 20-46.