

**UNIVERSIDADE DO VALE DO RIO DOS SINOS (UNISINOS)
MESTRADO EM DIREITO**

THIAGO VOLPI DE ARAÚJO

**O DEVER DE TRANSPARÊNCIA NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES E A
CONFIDENCIALIDADE NA ARBITRAGEM SOCIETÁRIA DE COMPANHIAS
ABERTAS:
proposta de compatibilização**

**Porto Alegre
2025**

THIAGO VOLPI DE ARAÚJO

**O DEVER DE TRANSPARÊNCIA NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES E A
CONFIDENCIALIDADE NA ARBITRAGEM SOCIETÁRIA DE COMPANHIAS
ABERTAS:
proposta de compatibilização**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, pelo Programa de Pós-Graduação em Direito da Empresa e dos Negócios da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Orientador: Prof. Dr. Manoel Gustavo Neubarth Trindade

Porto Alegre

2025

A663d Araújo, Thiago Volpi de.
O dever de transparência na divulgação de informações e a confidencialidade na arbitragem societária de companhias abertas : proposta de compatibilização / Thiago Volpi de Araújo. – 2025.
117 f. : il. ; 30 cm.

Dissertação (mestrado) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, Programa de Pós-Graduação em Direito, 2025.

“Orientador: Prof. Dr. Manoel Gustavo Neubarth Trindade”

1. Análise econômica do direito. 2. Comissão de valores mobiliários. 3. Direito societário. 4. Mercado de capitais. I. Título.

CDU 34

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Bibliotecária: Silvana Dornelles Studzinski – CRB 10/2524)

THIAGO VOLPI DE ARAÚJO

**O DEVER DE TRANSPARÊNCIA NA DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES E A
CONFIDENCIALIDADE NA ARBITRAGEM SOCIETÁRIA DE COMPANHIAS
ABERTAS:
proposta de compatibilização**

Dissertação apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, pelo Programa de Pós-Graduação em Mestrado Profissional em Direito da Empresa e dos Negócios da Universidade do Vale do Rio dos Sinos (UNISINOS).

Aprovado em 19 de fevereiro de 2025

BANCA EXAMINADORA

Orientador Prof. Dr. Manoel Gustavo Neubarth Trindade – Unisinos

Componente da Banca Examinadora – Instituição a que pertence

Componente da Banca Examinadora – Instituição a que pertence

Aos meus pais, Ricardo e Silvia, por todo o apoio
prestado.

AGRADECIMENTOS

Sem o apoio de minha família, jamais teria sido possível a realização deste trabalho. Assim, gostaria de iniciar agradecendo a eles, especificamente na figura de meus pais, meu irmão, minha tia e minha avó materna, que sempre me apoiaram e me ajudaram quando necessário.

Destaque especial aos meus pais, que desde sempre desempenharam uma figura paterna e materna preocupados em erigir em seus filhos valores de trabalho, estudo e família.

Gostaria também de agradecer à minha namorada Manuela Bussmann Bazzan que, também estudante de direito, em diversas situações se dispôs a me apoiar na análise do trabalho e que forneceu importante apoio para desenvolvê-lo.

Além disso, gostaria de agradecer ao meu orientador Manoel Gustavo Neubarth Trindade, que muito apoiou no desenvolvimento do trabalho. Especialmente graças ao professor Manoel que foi um dos responsáveis, ainda na minha graduação, a fazer despertar em mim o gosto pelo estudo da economia.

Não poderia, também, deixar de agradecer aos professores Fabiano Koff Coulon e Wilson Engelmann, que sempre se mostraram solícitos e disponíveis a ajudar com o trabalho.

“Não é suficiente requerer mais e mais divulgação de informações sem considerar de forma mais cuidadosa como a informação é usada por investidores, analistas, corretores, árbitros e outros participantes do mercado”.¹

¹ Traduzido pelo autor. Texto original: “It is not enough to require more and more disclosure without more carefully considering how the information is used by investors, analysts, brokers, arbitrageurs, and other market participants.” *In*: PAREDES, Troy A. Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation. **Washington University Law Quarterly**, Washington, v. 81, n. 2, p. 01 jan. 2003, p. 417-485. Disponível em: <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/issue/1768/info/>. Acesso em: 11 mar. 2025.

RESUMO

O presente trabalho analisa a dicotomia existente entre o dever de confidencialidade e o dever de transparência existente nas arbitragens societárias que envolvam companhias abertas. Ao passo que a arbitragem no Brasil em regra exija a confidencialidade, ainda que tal dever não decorra da legislação, mas dos regulamentos arbitrais e das cláusulas compromissórias dos estatutos sociais das companhias abertas, o mercado de capitais exige a transparência para que os investidores possam analisar os ativos objeto de seus investimentos. A partir do problema referido, o trabalho busca estudar a forma de melhor convergir os interesses da companhia aberta, do investidor e do mercado como um todo. Para atingir este objetivo e responder à pergunta de “qual é a forma mais eficiente de divulgar as informações acerca de arbitragem societária”, o presente trabalho estuda as teorias econômicas que dão suporte ao dever de divulgação das informações no âmbito do mercado de capitais, bem como o desenvolvimento histórico deste dever nos Estados Unidos – país cujo mercado de capitais é um dos mais desenvolvidos do planeta – e no Brasil. Posteriormente, estudam-se os ditames da confidencialidade arbitral e busca-se uma convergência entre a confidencialidade e o dever de divulgação das informações, almejando-se encontrar uma solução que seja eficiente em termos de Kaldor-Hicks. O último capítulo do desenvolvimento efetua uma análise de mais de 40 companhias abertas e mais de 1.000 documentos divulgados ao mercado entre março de 2022 e junho de 2024 (o período de tempo entre a emissão da resolução da Comissão de Valores Mobiliários que prevê o dever de divulgar procedimentos societários e a data em que foi efetuada a pesquisa de tais documentos), para que seja possível sugerir um documento padrão para a divulgação das demandas societárias no apêndice do presente trabalho. O resultado localizado, por conseguinte, é que a forma de tornar mais eficiente as divulgações envolvendo demandas societárias é por meio da padronização da documentação, facilitando tanto a elaboração do documento pela companhia, quanto a análise pelos acionistas e pelo mercado em geral.

Palavras-chave: mercado de capitais; arbitragem; análise econômica do direito; direito societário; Comissão de Valores Mobiliários.

ABSTRACT

This work assesses the dichotomy between the corporate law arbitration confidentiality in Brazil and the securities market transparency. Whereas in Brazil the arbitrations are confidential, even though not from the law itself, but from the arbitration courts regulations and the arbitration clauses on companies bylaws, the securities market requires transparency so that the investors are able to value the equities in which they invest. From the referred problem, the essay seeks to comprehend the best way to converge the interests among the public company, the investors and the market as a whole. To achieve this goal and to answer the following question “which is the most efficient way to disclose the information concerning corporate arbitration?”, the dissertation studies the economic theories that justifies the duty to disclose on securities market, as well as the historic development of this duty in the United States of America – country where the securities market is one of the most developed in the planet – and in Brazil. Then, it is studied the dictates of arbitration confidentiality and seek a convergence between confidentiality and the duty to disclose information, aspiring to find a solution which is efficient in Kaldor-Hicks terms. The last chapter of the essay before the conclusion, is an analysis of more than 40 public companies and more than 1.000 documents disclosed by those companies to the market between march 2022 and june 2024 (the time lapse between the Comissão de Valores Mobiliários’ regulation that implies the disclosure of corporate arbitrations and the date of the research of the documents) so that it is possible to suggest on the appendix to this essay a standard form to disclose the information concerning the corporate arbitrations. The result found, therefore, is that the most efficient way of disclosing the information concerning the corporate arbitrations is through a standardization of the documents, facilitating both the elaboration of the document by the company and its analysis by the both the shareholders and the market as a whole.

Key-words: securities market; arbitration; law and economics; corporate law; Comissão de Valores Mobiliários.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Cotações históricas das ações de 1920 a 1960.....	33
Figura 2 - Índice de preço sobre o lucro desde 1880	34

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Quantidade de processos arbitrais e judiciais	88
Gráfico 2 - Quantidade de FR divulgados	92
Gráfico 3 - Quantidade de FR divulgados por assunto.....	93
Gráfico 4 - Quantidade de processos por câmara de arbitragem.....	94
Gráfico 5 - Quantidade de FRE com referência a arbitragem societária	97
Gráfico 6 - Quantidade de cada tema divulgado em arbitragens societárias	98

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Principais câmaras arbitrais no Brasil.....	62
Quadro 2 – Regimento interno das câmaras de arbitragem.....	63
Quadro 3 – Empresas que possuem cláusula compromissória nos estatutos sociais	68
Quadro 4 – Lista das 40 maiores companhias listadas no Novo Mercado.....	83
Quadro 5 - Companhias que arquivaram documentos.....	85

LISTA DE SIGLAS

AED	Análise Econômica do Direito
CAESP	Conselho Arbitral do Estado de São Paulo
CAM	Câmara de Arbitragem do Mercado
CBMA	Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem
CCAF	Câmara de Arbitragem da Administração Federal
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CF	Constituição da República Federativa do Brasil de 1988
CMO	<i>Collateralized Mortgage Obligation</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FR	Fato Relevante
FRE	Formulário de Referência
LAB	Lei de Arbitragem
LMVM	Lei do Mercado de Valores Mobiliários
LSA	Lei das S.A.
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PL	Projeto de Lei
RI	Relação(ões) com Investidor(es)
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
Unece	United Nations Economic Commission for Europe

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	16
2 O DEVER DE INFORMAR NO MERCADO DE CAPITAIS.....	20
2.1. As teorias econômicas que sustentam o dever de informação	21
2.1.1. Racionalidade <i>versus</i> racionalidade limitada.....	22
2.1.2. Assimetria informacional	25
2.1.3. Custos de transação.....	29
2.2. A história do dever de informar	31
2.2.1. A crise de 1929.....	32
2.3. O dever de informar no Brasil	37
2.3.1. O dever de informar dos administradores da companhia aberta.....	38
2.3.2. O dever de informar dos acionistas controladores ou com participação relevante.....	41
2.3.3. O dever de informar da companhia aberta	42
3 A CONFIDENCIALIDADE ARBITRAL	48
3.1. Confidencialidade e privacidade.....	51
3.2. A confidencialidade nas leis estrangeiras, na Lei nº 9.307/96 e no Projeto de Lei nº 2.925/2023.....	55
3.2.1. A confidencialidade arbitral no direito comparado	56
3.2.2. A confidencialidade arbitral no Brasil.....	58
3.3. Os regimentos internos das câmaras arbitrais.....	62
3.4. Os estatutos sociais das companhias abertas	67
4 DIÁLOGO ENTRE CONFIDENCIALIDADE E TRANSPARÊNCIA	71
4.1. Benefícios privados do controle e o mercado acionário no Brasil.....	72
4.2. Custos de transação e assimetria informacional	75
4.2.1. Custos de transação.....	76
4.2.2. Assimetria informacional	78
4.3. Eficiência de Pareto e de Kaldor-Hicks	79
4.4. Confidencialidade e transparência: em busca do diálogo	81
5 A DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES NA PRÁTICA	83
5.1. Comunicação sobre demandas societárias	85
5.2. Fato relevante (FR).....	90
5.3. Formulário de Referência (FRE).....	96

5.4. Conclusão sobre as publicações.....	100
6 CONCLUSÃO	101
REFERÊNCIAS.....	105
APÊNDICE A - SUGESTÃO DE MODELO PARA COMUNICAÇÃO SOBRE DEMANDA SOCIETÁRIA – INSTAURAÇÃO DO PROCEDIMENTO	115
APÊNDICE B - SUGESTÃO DE MODELO PARA COMUNICAÇÃO SOBRE DEMANDA SOCIETÁRIA – DESFECHOS POSTERIORES	116
APÊNDICE C - SUGESTÃO DE MODELO PARA DIVULGAÇÃO DE ARBITRAGEM SOCIETÁRIA EM FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA	117

1 INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é um ambiente necessário ao desenvolvimento da sociedade capitalista. Pilar da livre iniciativa, fundamento constitucional da República Federativa do Brasil², a geração de empregos por ele é amplificada; sonhos de empreendedores são em boa medida nele depositados; aposentadoria de indivíduos dele depende. Em suma, o mercado de capitais é um pilar sobre o qual se encontram ambições, ideias, sonhos e empregos.

Seu funcionamento, em essência, não é complexo. A ideia base é a captação de recursos provenientes de diferentes indivíduos (sejam estes pessoas físicas ou jurídicas) destinados a um empreendimento específico, no qual os indivíduos acreditam que vai lhes trazer prósperos retornos, garantindo-lhes um futuro mais confortável. Tais empreendimentos são organizados, no Brasil, sob a estrutura de sociedades por ações (ou companhias), regidos pelas Leis nº 6.385/76 e nº 6.404/76. Cada fatia do empreendimento é chamada de ação. Ao possibilitar que diferentes pessoas participem de seu capital por meio do mercado de ações, a companhia está diluindo o risco: vários indivíduos compartilham o risco do insucesso do negócio, o que faz com que este risco, ainda que existente, seja individualmente pequeno, se comparado ao risco que haveria se um indivíduo assumisse o empreendimento sozinho. Capitalizadas, as empresas podem gerar empregos, consumo, desenvolver tecnologias e melhorar a qualidade de vida da sociedade. Há outras formas de investimento em empresas, como, por exemplo, debêntures, que são títulos de dívida da empresa, nos quais o investidor adquire com expectativa de obter a devolução do principal somada a juros futuramente. Na presente dissertação, o foco principal serão as ações das companhias, sem prejuízo de eventualmente haver referência ao termo debênture no decorrer do trabalho.

Hoje, no Brasil, a pessoa que deseja investir no mercado de capitais possui mais de 400 empresas diferentes para escolher. Assim, para selecionar aquela que coaduna aos seus interesses e mais lhe agrada, o indivíduo deve buscar informações do empreendimento, objetivando estudar e calcular o retorno futuro que

² Conforme art. 1º da Constituição Federal: “A República Federativa do Brasil, formada pela união indissolúvel dos Estados e Municípios e do Distrito Federal, constitui-se em Estado Democrático de Direito [...]” In: BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 08 ago. 2024.

lhe será possibilitado a partir do investimento na empresa. Por conseguinte, um dos princípios do mercado de capitais é a transparência (ou *disclosure*, em inglês). Os dados sobre os quais deve haver divulgação pelas companhias são os mais variados, podendo ser desde informações financeiras, estruturais da empresa, jurídicas e demais questões específicas ao negócio. Dentre as informações jurídicas, há diferentes categorias de fatos que devem ser divulgados para que os investidores possam analisar. Um deles é sobre processos judiciais, administrativos ou arbitrais que envolvam a empresa-alvo da análise. Recentemente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) emitiu a Resolução nº 80/2022 (RCVM nº 80/22), que prevê o dever de divulgação pelas companhias de demandas societárias. O documento, intitulado de comunicação sobre demandas societárias e previsto no Anexo I à RCVM 80/22, deve ser divulgado ao mercado e publicado nos sistemas da CVM.

O objeto de estudo da presente dissertação é justamente os procedimentos arbitrais quando o tema envolver direito societário de companhia aberta em bolsa de valores. Por versar sobre direitos dos acionistas, o direito societário deve ser tratado com transparência no âmbito do mercado de capitais, objetivando que os investidores não tenham seus direitos cerceados em virtude da falta de conhecimento sobre eles. O problema é que, quando processados na via arbitral, os procedimentos são sigilosos, protegidos tanto por cláusulas compromissórias, quanto por regulamentos arbitrais das respectivas câmaras. Por conseguinte, considerando a dispersão acionária das companhias com capital aberto em bolsa de valores, boa parte dos investidores sequer toma conhecimento das arbitragens societárias, não lhes sendo oportunizada a participação no procedimento e, conseqüentemente, a defesa de seus interesses no âmbito do procedimento arbitral. Além disso, há aqueles investidores que, embora tenham conhecimento do procedimento, não estão dispostos a arcar com os altos custos que envolvem um procedimento arbitral.

Para abordar o tema, o trabalho está dividido em quatro capítulos de desenvolvimento, além desta introdução e da conclusão. A metodologia utilizada no presente trabalho é a revisão da literatura sobre o tema (abrangendo autores nacionais e internacionais), a legislação concernente ao tema (incluindo, neste sentido, tanto a legislação brasileira, quanto, em alguns casos, a estrangeiras; ademais, dentre as leis brasileiras, não se analisam apenas as já promulgadas, mas também os projetos de lei), os regulamentos arbitrais, os estatutos sociais das

companhias abertas, bem como a análise sobre como são divulgadas as informações acerca das arbitragens societárias. Além disso, será elaborada uma entrega prática, cujo objetivo é sugerir à CVM uma padronização na forma de divulgação das informações de arbitragens societárias de companhias abertas. Logo, o trabalho utiliza a metodologia do *design science research*. O objetivo do trabalho é responder às seguintes perguntas: a forma de divulgação das informações atualmente praticada no mercado, quando envolva arbitragem societária, é eficiente economicamente? Há alguma forma de torná-la (mais) eficiente? Como?

Para responder aos questionamentos, o trabalho está dividido da forma a seguir descrita. No segundo capítulo, estudar-se-á o dever de informar no mercado de capitais. Para compreender a relevância da transparência, será necessário verificar quais teorias econômicas dão suporte a tal dever. Além disso, será analisada a evolução deste dever no âmbito do mercado de capitais norte-americano, que é o local onde surgiram as principais legislações sobre o tema, tendo, inclusive, influenciado o Brasil. Ainda, no segundo capítulo, será discorrido sobre a evolução do assunto no Brasil.

No terceiro capítulo, verificar-se-á um tema que, supostamente, é contraposto ao dever de informar: a confidencialidade arbitral. Para isto, será primeiramente discorrido sobre as diferenças entre confidencialidade e privacidade na arbitragem. Posteriormente, serão analisadas algumas legislações estrangeiras sobre o tema, bem como a brasileira. Ainda, serão analisados os estatutos das câmaras de arbitragem no Brasil, a fim de apurar qual é a prática mercadológica sobre a confidencialidade. Por fim, estudar-se-ão os estatutos sociais das companhias abertas.

O quarto capítulo buscará fazer um diálogo entre a confidencialidade da arbitragem societária envolvendo companhias com capital aberto em bolsa de valores e a transparência do mercado de capitais. Para tal, serão revisadas algumas teorias econômicas e jurídicas (como, por exemplo, os benefícios que os controladores internalizam a si justamente por obter o controle das companhias), almejando-se buscar um diálogo que possa trazer maior eficiência em termos de Kaldor-Hicks à divulgação das arbitragens societárias ao mercado.

O penúltimo capítulo do trabalho estuda a divulgação das informações sobre arbitragens societárias na prática: serão realizadas pesquisas sobre as publicações

nos sites de RI das empresas selecionadas à análise conforme o corte realizado (40 maiores empresas listadas no Novo Mercado da B3 e todas as empresas que divulgaram comunicação sobre demanda societária) e no sistema ENET da CVM, com o intuito de trazer ao trabalho uma análise empírica que baseie a resposta ao questionamento objeto desta dissertação. O último capítulo, evidentemente, é a conclusão.

Por fim, o trabalho ainda contempla uma entrega prática, localizada no apêndice. Trata-se, em suma, de uma sugestão de modelo-padrão a ser implementado pela CVM como documento que devem as companhias divulgar quando houver arbitragem societária.

2 O DEVER DE INFORMAR NO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais tem como principal objetivo o impulsionamento da atividade econômica. Em seu cerne há diversos agentes, mas dois destacam-se: os emissores de valores mobiliários, que são as sociedades anônimas que emitem ações para negociação em bolsa de valores, e os investidores, que direcionam suas economias às empresas com capital aberto.

Os investidores, que podem ser tanto pessoas físicas, quanto jurídicas, ao decidirem direcionar parte de seu patrimônio a uma sociedade anônima com capital aberto, buscam obter retornos financeiros de longo prazo que os deixem em melhor situação econômica no futuro. Há, também, os *traders*, que buscam obter lucros com ações realizando movimentos de compra e venda de curto prazo. Fato é que, independente da metodologia ou da estratégia adotada, todos buscam o mesmo objetivo: retorno financeiro. Neste contexto, a informação guarda especial importância, à medida que o objetivo de obter o retorno só pode ser alcançado se as pessoas tiverem as informações necessárias para pautar suas atitudes no mercado.

Dessa forma, o dever de informar é uma das garantias mais relevantes não só aos acionistas, mas também ao mercado. Não à toa, Arnoldo Wald o referenciou como “a pedra angular da regulação normativa das companhias abertas”³. Por conseguinte, a legislação do mercado de capitais enfoca a transparência, objetivando “estimular o investimento, aumentar a credibilidade do mercado (e do ambiente institucional onde se realizam os negócios) e a promoção do desenvolvimento econômico”⁴.

Outra finalidade relevante do dever de divulgação das informações é a redução da assimetria informacional entre os *insiders* da companhia e o mercado. Não só o dever de *disclosure* possibilita que a decisão tomada pelos agentes do

³ WALD, Arnoldo; TORRE, Riccardo Giuliano Figueroa. O dever de informar e o full disclosure no direito societário. In: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (coords.). **Arbitragem coletiva societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 59.

⁴ COSTA, Isac Silveira da. Luz em águas turvas: transparência no mercado de capitais, confidencialidade da arbitragem e o comunicado sobre demandas societárias para companhias abertas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo**, v. 93, p. 31-60, jul./set. 2021. p. 34.

mercado seja baseada em amplo leque de informações, como também mitiga o risco de haver eventual prática de *insider trading*⁵.

Assim, para compreender a lógica econômica e as implicações jurídicas do dever de informar, o presente capítulo é separado em três subcapítulos. No primeiro, será discutido sobre a teoria econômica que explica o dever de informação. No segundo, falar-se-á sobre a história deste dever. Por fim, como é aplicado no direito brasileiro.

2.1. As teorias econômicas que sustentam o dever de informação

Há três teorias econômicas que justificam satisfatoriamente a necessidade do *disclosure* no âmbito do mercado de capitais: a racionalidade limitada, a assimetria informacional e os custos de transação. Para explicar como surgiu a teoria da racionalidade limitada, será abordada a evolução do tema na academia desde os estudos de Eugene Fama e suas conclusões da eficiência do mercado, até os estudos mais recentes que demonstram a racionalidade limitada do mercado. Destaca-se, assim, que o foco da análise das teorias acerca da racionalidade do ser humano é efetivamente a forma como as informações são interpretadas.

Em segundo ponto, será verificada a assimetria informacional e a razão pela qual a sua existência é prejudicial ao mercado. Como será visto, a assimetria de informações é classificada como falha de mercado, capaz de gerar ineficiências ou incentivos a atitudes oportunistas.

Por fim, este primeiro subcapítulo finalizará a análise com os custos de transação, demonstrando a sua importância ao mercado de capitais e por qual motivo a redução de tais custos é desejável.

⁵ O termo *insider trading* é utilizado para os casos em que alguém, munido de informações privilegiadas e não disponíveis (ainda) ao público, realiza movimentação com os valores mobiliários de emissão da empresa, objetivando (a) obter lucro ou (b) evitar prejuízos, à custa de pessoas que não detenham tais informações, transferindo os danos a terceiros que não conhecem os fatos. Francisco Mussnich define bem o termo: “Com o *insider trading*, o participante do mercado negocia com base em informações ainda não divulgadas, com intenção de obter para si ou para terceiro uma vantagem indevida. Em um mercado que tem como objetivo a disseminação simétrica, perfeita de informação, o *insider trading* é um dos maiores ilícitos a serem combatidos.” *In*: MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider trading no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 19.

2.1.1. Racionalidade *versus* racionalidade limitada

A teoria microeconômica tradicional defende que o ser humano age objetivando maximizar a sua utilidade⁶. Ou seja, as atitudes das pessoas são direcionadas da forma como maior lhes trará utilidade. Assim, munidas das informações necessárias para alcançar os objetivos almejados, as pessoas irão escolher, dentre as alternativas disponíveis, aquela que melhor coadune com os seus interesses. Conseqüentemente, em todos os campos da vida cotidiana a informação faz-se necessária: no mercado de trabalho, o candidato à vaga de emprego deve ter informações sobre o cargo; no varejo, os consumidores devem ter informações sobre os produtos disponibilizados; nos esportes, os atletas necessitam ter conhecimento sobre a execução correta dos movimentos para evitar lesões. No mercado de capitais não é diferente: os investidores precisam ter os dados acerca das empresas às quais desejam direcionar seus investimentos.

Um dos maiores estudiosos das conseqüências da divulgação de informações ao mercado é Eugene Fama. Em artigo datado de 1969, Fama *et al.* concluem, por meio de análise de 940 desdobramentos de ações entre janeiro de 1927 e dezembro de 1959, que há eficiência no mercado de capitais por conta de o preço das ações se ajustar às informações divulgadas⁷ sobre os desdobramentos das ações⁸.

Os autores, em síntese, encontraram relação de causalidade entre o anúncio dos desdobramentos das ações das 940 companhias analisadas e a subsequente elevação do preço das referidas ações. Tal constatação é decorrência de que, quanto maior a informação possuída pelo investidor, melhor, em tese, será sua tomada de decisão. Assim, os autores compreendem que o mercado é plenamente eficiente⁹ – e o ser humano, racional – à medida que o preço das ações reflete as informações sobre a respectiva empresa disponíveis ao mercado.

⁶ PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. **Microeconomia**. 8. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2013. p. 77.

⁷ Tradução do autor. Texto original: “The results of the study lend considerably support to the conclusion that the stock market is ‘efficient’ in the sense that stock prices adjust very rapidly to new information.” *In*: FAMA, Eugene F. *et al.* The adjustment of stock prices to new information. **International Economic Review**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-21, feb. 1969. p. 20.

⁸ FAMA, Eugene F. *et al.* The adjustment of stock prices to new information. **International Economic Review**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-21, feb. 1969. p. 20.

⁹ O termo eficiência empregado acima não tem o mesmo significado de eficiência de Pareto ou de Kaldor-Hicks. A ideia dos defensores da eficiência do mercado é que o preço das ações é o valor intrínseco do ativo.

Este estudo coaduna com a teoria clássica da microeconomia, de que o ser humano toma decisões baseadas na razão. Cooter e Ulen aduzem ser comum entre os economistas a sustentação de que “os modelos que supõem o comportamento maximizador funcionam porque a maioria das pessoas são racionais, e a racionalidade exige a maximização”¹⁰. Dessa forma, de acordo com a teoria da racionalidade, o ser humano, sendo plenamente racional, não age em desacordo com os seus interesses.

Contraopondo Eugene Fama e a teoria da escolha racional, há a teoria comportamental. Dentre seus defensores, Robert Shiller entende que o mercado é irracional e pode não reagir eficientemente às informações tornadas públicas¹¹. Neste sentido, em sua obra *Irrational Exuberance*¹², Robert Shiller compreende que o momento do mercado pode ser mais relevante à formação dos preços das ações devido aos sentimentos dos investidores.

Em que pese haja discordância entre Shiller e Fama, eles concordam na relevância das informações prestadas ao mercado. Eugene Fama frisa que a informação é fator determinante à formação dos preços; Robert Shiller, por sua vez, enfatiza a importância da psicologia do ser humano na formação dos preços e na interpretação das informações divulgadas.

Assim, enquanto parte da academia econômica defende a eficiência do mercado e parte defende sua ineficiência, é interessante notar que o dever de informar é inerente ao tema, à medida que a tomada de decisão dos investidores depende, invariavelmente, das informações as quais dispõem e de sua interpretação.

Dessa forma, para os defensores da racionalidade limitada, a irracionalidade do mercado ocorre pois os investidores são seres humanos e, conseqüentemente, também estão propensos a erros, podendo tais erros ser decorrentes de vieses cognitivos ou de análises equivocadas¹³. É por isto que algumas informações podem gerar retornos especulativos sobre os investidores, contribuindo para uma

¹⁰ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito & Economia**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010. p. 36.

¹¹ Tanto Eugene Fama, quanto Robert Shiller, foram laureados com o Prêmio Nobel de Economia em 2013, em que pese a discordância entre os dois economistas.

¹² SCHILLER, Robert. **Irrational exuberance**. Nova York: Broadway Business, 2006. p. 23.

¹³ Esta é, aliás, a corrente acadêmica com a qual o autor deste trabalho se identifica.

formação de preço artificial¹⁴. Andy Hira refere como as informações no mercado de capitais não necessariamente ocasionarão resultados eficientes:

Ademais, a hipótese do mercado eficiente, que formou a base para muitos dos novos modelos financeiros, presumia que as oportunidades de mercado são anomalias, fechadas imediatamente pela abundância de profit seekers. De acordo com a hipótese, o preço de mercado da ação de uma companhia reflete todas as informações sobre a respectiva companhia e sua competitividade, o que dificilmente é o caso, como qualquer um que já leu uma análise financeira sabe.¹⁵

Corroborando com a racionalidade limitada do mercado, Frank Partnoy lembra que as crises financeiras que ocorreram – desde a bolha das tulipas na Holanda, no século XVII, até a crise do *subprime* – se deram por conta do comportamento de manada ou em virtude do erro na análise da relação risco-retorno¹⁶.

Dessa forma, independentemente da teoria econômica adotada à análise dos investimentos – se da escolha racional ou da racionalidade limitada –, ambas destacam a importância da informação aos investidores. Cada uma com suas particularidades: ou para que a decisão tomada seja a que represente exatamente o valor intrínseco do investimento (teoria da racionalidade), ou para que a escolha represente o mais próximo possível, dentro dos vieses cognitivos sofridos pelo ser humano, do preço justo (teoria da racionalidade limitada) – ainda que, por vezes, ocorra uma discrepância entre o preço justo da ação e o preço negociado a mercado.

¹⁴ Charles R. Morris, referindo-se aos antecedentes à crise do *subprime*, enfatiza que o *Collateralized Mortgage Obligation* (CMO), uma espécie de valor mobiliário de renda fixa norte-americana, havia se tornado tão complexo nos anos 1990, que “no one could possibly understand”, dando a ideia de que, independentemente da quantidade de informações, era extremamente improvável a compreensão sistêmica do que estava ocorrendo. In: MORRIS, Charles R. **The two trillion dollar meltdown**. 1. ed. Nova York: PublicAffairs, 2008. p. 41.

¹⁵ Traduzido pelo Autor. Texto original: “Thus, the efficient market hypothesis, which formed the basis of many of the new financial models, assumed that market opportunities were anomalies, closed off immediately by a plethora of profit seekers. According to the hypothesis, a company’s stock market price reflected the full information about the company and its competitive position, which is hardly the case, as anyone who has read a financial statement knows.” In: HIRA, Andy. *Irrational exuberance: an evolutionary perspective on the underlying causes of the financial crisis*. **Intereconomics**, [s. l.], v. 48, n. 2, p. 116-123, 2013. p. 119.

¹⁶ PARTNOY, Frank. Financial systems, crises and regulation. In: MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer (orgs.). **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 100.

2.1.2. Assimetria informacional

Em qualquer forma de relação interpessoal, pressupõe-se a existência de assimetria informacional. A relação contratual não é uma exceção. Esta discrepância de informações é dividida em duas fases: pré-contratual, quando se fala na informação oculta; e contratual, quando se fala na ação oculta. Dessa maneira, a assimetria de informações tem efeitos no âmbito do mercado de capitais: na fase pré-contratual, os investidores devem buscar munir-se com a maior quantidade possível de informações acerca da companhia destinatária de seus recursos; na fase contratual, devem os investidores possuir as informações necessárias para fiscalizar os administradores, os acionistas controladores e a gestão empresarial como um todo. A partir disso, surgem os deveres de informação, desempenhando papel crucial para reduzir os prejuízos oriundos da assimetria informacional.

As companhias com capital aberto em bolsa de valores (por meio de negociação de suas ações ou emissão de debêntures), logicamente, tentam passar a melhor impressão possível ao mercado. Partnoy ensina que é inerente ao mercado de capitais que uma parte tenha maior conhecimento sobre os ativos do que outra¹⁷.

É neste sentido que Trindade destacou que “nem sempre as soluções de livre mercado, obtidas em circunstâncias nas quais não haja nenhuma ou pouquíssima intervenção ou regulação estatal, sejam estritamente eficientes”¹⁸. Ou seja, ausente as regulações estatais acerca da divulgação das informações, com as respectivas sanções às companhias e administradores, haveria poucos incentivos à emissão de comunicados e fatos relevantes ao mercado. A necessidade de mitigar a assimetria informacional está presente à medida que esta falha de mercado¹⁹ pode gerar dois efeitos diversos: o primeiro é a seleção adversa; o segundo, o risco moral.

¹⁷ PARTNOY, Frank. Financial systems, crises and regulation. *In*: MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer (orgs.). **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 104.

¹⁸ TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. **Análise Econômica do Direito dos Contratos**: uma nova abordagem do direito contratual como redutor das falhas de mercado. Londrina: Thoth, 2021. p. 93.

¹⁹ Conforme referido em sua obra, Manoel Trindade classifica a assimetria informacional como falha de mercado. *In*: TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. **Análise Econômica do Direito dos Contratos**: uma nova abordagem do direito contratual como redutor das falhas de mercado. Londrina: Thoth, 2021. p. 96.

Em relação ao primeiro efeito, suas facetas são mais visíveis. No casamento, a mulher pode não conhecer por completo o marido e vice-versa; na compra de um carro usado, como percebido por George Akerlof, o comprador sabe menos sobre o carro do que o vendedor; na contratação de um funcionário, o entrevistador sabe mais sobre a empresa do que o entrevistado; este, por sua vez, apenas expõe suas virtudes para causar a melhor impressão possível ao recrutador. No âmbito do mercado de capitais não é diferente.

A seleção adversa foi teorizada por George Akerlof, no seminal artigo *The Market for Lemons*, publicado em 1970. Na introdução do texto, o economista já expõe o seguinte:

Há muitos mercados nos quais os compradores utilizam algumas estatísticas de mercado para julgar a qualidade prospectiva das compras. Nestes casos, há incentivo para as pessoas venderem mercadorias de má qualidade, à medida que os retornos pela boa qualidade são aproveitados por todo o grupo no qual a estatística é afetada, e não ao vendedor individual.²⁰

No artigo, Akerlof exemplifica a ideia com o mercado de carros usados. Inexistindo dever de informar acerca dos defeitos dos automóveis, os carros ruins (ou, no termo utilizado em inglês, os *lemons*) são vendidos pelo mesmo preço dos carros bons. Consequentemente, os proprietários de veículos de qualidade superior não terão incentivos a vender os automóveis, ocasionando a queda da qualidade média dos carros disponíveis no mercado.

O mesmo ocorre no mercado de capitais. Na ausência de divulgação de informações sobre as empresas listadas, o investidor direcionará os investimentos sem ter o conhecimento adequado sobre a saúde financeira do emissor das ações. Por conseguinte, empresas com resultados financeiros inadequados e sem projeção de melhora em sua condição econômica serão incentivadas a ingressar no mercado de capitais, emitindo ações com precificação desproporcionalmente superior à qualidade do negócio. Por outro lado, empresas com fluxo de caixa positivo e apresentando alta lucratividade não terão incentivos para ingressar no

²⁰ Traduzido pelo Autor. Texto original: "There are many markets in which buyers use some market statistic to judge the quality of prospective purchases. In this case there is incentive for sellers to market poor quality merchandise, since the returns for good quality accrue mainly to the entire group whose statistic is affected rather than to the individual seller". In: AKERLOF, George. *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*. **Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970. p. 488.

mercado, à medida que suas ações serão precificadas a um patamar inferior ao que efetivamente valem ou deveriam valer.

Os problemas decorrentes da seleção adversa podem ser tão severos que é possível, em virtude de sua presença, que determinados mercados sejam até mesmo eliminados. Neste sentido, Fernanda Mansur refere que a extinção de determinado mercado pode ocorrer à medida que os consumidores, ao não estarem dispostos a arcar com preços altos para produtos de qualidade baixa, sentem-se dispostos a pagar um valor menor e, à medida que o ciclo avança, “o vendedor não estará disposto a vender por um preço tão baixo e o comprador não irá adquirir bem de tão baixa qualidade, eliminando-se o mercado”²¹. Assim, os efeitos da seleção adversa podem ser perversos, de maneira que é desejável a busca de qualquer solução que seja apta à sua mitigação.

Outro problema decorrente da assimetria informacional é o risco moral (*moral hazard*). Este ocorre quando é excessivamente oneroso a uma das partes monitorar o desempenho das atividades da outra após a contratação²². Pode-se pensar quando um investidor pequeno, que direciona parte de seu salário aos investimentos, compra uma ação. Para ele, monitorar a veracidade dos resultados expostos acerca do desempenho econômico da companhia é praticamente impossível²³. Dessa forma, surge a possibilidade de os administradores ou acionistas controladores da companhia agirem de forma oculta (*hidden action*), escondendo dos minoritários os resultados econômicos verdadeiros e inflando o preço da ação no mercado de capitais. Dessa maneira, o risco moral “decorre da

²¹ MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e arbitragem confidencial no Mercado de Capitais**: um estudo sobre as divulgações das arbitragens sigilosas envolvendo companhias abertas brasileiras. São Paulo: Dialética, 2023. p. 407. E-book. Disponível em: https://ler.amazon.com.br/?asin=B0CQ5KC512&ref_=kwl_kr_iv_rec_1. Acesso em: 20 jun. 2024.

²² Os custos de transação, que serão verificados abaixo, são outra razão econômica para a existência do dever de informar. Assim, a assimetria informacional é decorrente dos custos de monitoramento, à medida que a inexistência de tais custos implicaria em informação perfeitamente simétrica entre as partes.

²³ Os casos da Americanas e da Enron corroboram o afirmado. A Americanas apresentou inconsistências contábeis por anos, sem que profissionais do mercado financeiro sequer suspeitassem. O mesmo aconteceu com a Enron que, durante os anos 90, praticou diversas fraudes contábeis. Em que pese cientes disto, os administradores da empresa recomendavam aos funcionários a compra das ações. A fraude começou a ser exposta ao público apenas em março de 2001, no artigo *Is Enron Overpriced?*, escrito pela jornalista Bethany McLean. Dessa forma, se nem auditores notavam as inconsistências ou fraudes (no caso da Americanas) e as fraudes (no caso da Enron), quem dirá o pequeno investidor?

dificuldade ou mesmo da impossibilidade de uma das partes verificar ou monitorar o comportamento (conduta) da outra”²⁴.

Diferentemente da informação oculta, que é o problema inerente à seleção adversa, a ação oculta ocorre após as partes terem estabelecido o negócio jurídico. Por conseguinte, quando há uma situação em que o principal (ou contratante) contrata alguém para agir em seu nome (agente ou contratado), o contratado pode agir em interesse próprio, não buscando os resultados que gerem os melhores benefícios ao contratante. Este, conseqüentemente, sofre prejuízos às custas daquele.

A ação oculta, por conseguinte, gera o problema de agência. Os acionistas minoritários, ao adquirirem uma determinada ação, estão passíveis de ter parte dos valores de seus investimentos expurgados pelos administradores da companhia investida. Os administradores pautam suas atitudes imbuídos dos incentivos que lhes são apresentados. Assim, não havendo incentivos suficientes para agir no melhor interesse dos acionistas minoritários, os agentes irão atuar em desacordo com os principais. O mesmo pode ocorrer entre acionistas controladores e acionistas minoritários, quando os controladores votam e direcionam suas ações frente à companhia buscando maximizar o valor a si, não aos acionistas como um todo²⁵.

O mercado de ações é suscetível à ocorrência tanto da seleção adversa, quanto do risco moral. Com o desenvolvimento do mercado de capitais ao longo do tempo, percebeu-se que a transparência, ao buscar mitigar os efeitos da assimetria informacional, possibilitou que o investidor se conscientizasse da qualidade do ativo no qual irá investir²⁶. À vista disso, é importante compreender o processo pelo qual paulatinamente percebeu-se o crescimento do dever de informar, tema sobre o qual versará o subcapítulo 2.2.

²⁴ TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. **Análise Econômica do Direito dos Contratos**: uma nova abordagem do direito contratual como redutor das falhas de mercado. Londrina: Thoth, 2021. p. 99.

²⁵ Embora haja parte da doutrina que defenda não se tratar de problema de agência, mas de problemas envolvendo relação principal-principal, para fins deste trabalho, utiliza-se o conflito entre controladores e minoritários como sinônimo do conflito de agência.

²⁶ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 623.

2.1.3. Custos de transação

Outra teoria econômica que justifica a presença do dever de informar são os custos de transação. Assim como toda a relação contratual possui certo grau de assimetria de informações, também possui custos de transação. Os custos de transação são os gastos nos quais as partes incorrem para encontrar o futuro parceiro, negociar com tal parceiro, firmar o acordo e acompanhar o cumprimento daquilo que foi combinado. Ocorre que tais custos funcionam, como referido por Manoel Trindade²⁷, como uma espécie de barreira entre a oferta e a demanda, podendo até impossibilitar que o acordo seja firmado²⁸.

A teoria dos custos de transação surgiu em 1937, com o trabalho de Ronald Coase, publicado na revista *Economica*²⁹. No texto, o economista aborda a temática sobre os custos de acessar o sistema de mercado. O autor questiona a razão pela qual existem as empresas³⁰ se, pela teoria econômica clássica, o mercado é regulado pelo sistema de preços. Assim, Coase encontra a resposta chegando à conclusão de que a razão da existência de uma empresa é para a redução dos custos de transação. Quando se organiza uma atividade econômica, os gastos serão inferiores em comparação à utilização do sistema de mercado se houver, dentro de uma única estrutura, um regime que regule diversas transações sem a necessidade de acessar o mercado:

A principal razão pela qual é lucrativo estabelecer uma empresa parece ser que há um custo em acessar o sistema de mercado. O custo mais óbvio de “organizar” a produção por meio do sistema de mercado é descobrir quais são os preços relevantes. [...] Os custos de negociar e assinar separados contratos para cada transação no mercado também devem ser sopesados.³¹

²⁷ TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. **Análise Econômica do Direito dos Contratos**: uma nova abordagem do direito contratual como redutor das falhas de mercado. Londrina: Thoth, 2021. p. 175.

²⁸ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito & Economia**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010. p. 231.

²⁹ COASE, Ronald H. The Nature of the Firm. **Economica**, Londres, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937. p. 35.

³⁰ Não há tradução literal para o termo *firm* utilizado por Coase. No entanto, de maneira genérica e para cumprir com as finalidades do presente trabalho, utiliza-se a palavra “empresa”.

³¹ Traduzido pelo autor. Texto original: “The main reason why it is profitable to establish a firm would seem to be that there is a cost of using the price mechanism. The most obvious cost of “organising” production through the price mechanism is that of discovering what the relevant prices are. [...] The costs of negotiating and concluding a separate contract for each exchange transaction which takes

Assim, para Coase, a empresa organiza uma atividade econômica para poder reduzir os custos de transação. Com esta redução, há o desenvolvimento das organizações e a expansão da economia de forma geral, à medida que, possibilitando a organização de determinada atividade com custos inferiores à utilização do mercado, a estrutura empresarial proporciona maior eficiência, com maior produtividade e com menos dispêndios financeiros. Posteriormente, em 1960, Coase publicou outro relevante texto para a teoria dos custos de transação: *The Problem of Social Cost*.

No texto, Coase expõe que, na ausência dos custos de transação, os bens são alocados da maneira mais eficiente possível, pelo seu preço justo e a quem mais os valoriza³². Assim, de acordo com Coase, para que determinada transação ocorra, seus custos devem ser inferiores ao benefício que a troca irá proporcionar³³. Daí decorre a necessidade de redução dos custos de transação, sobretudo ao pequeno investidor, para o mercado de capitais. Se os custos de adquirir informações sobre a companhia na qual o indivíduo deseja destinar seus recursos forem superiores ao lucro almejado, evidentemente que a poupança popular não direcionará seu patrimônio ao mercado acionário.

Dessa forma, é necessário que os custos para o investidor não sejam relevantes a ponto de tornar ineficiente o investimento em ações, sob pena de impossibilitar o desenvolvimento empresarial no país. Assim, os custos de transação existentes, de acordo com classificação elaborada por Manoel Trindade, são os custos de pesquisa, os custos de negociação e os custos de monitoramento e implementação³⁴. No mercado de capitais, com o advento do *home broker*, os custos de negociação foram praticamente zerados. Assim, os custos que permanecem altos são os de pesquisa e os de implementação.

A divulgação de informações, embora imponha custos às empresas com capital aberto, possibilita que os custos de pesquisa sejam reduzidos. Dessa forma, os investidores no mercado podem estimar o valor da ação que julgam adequado e

Place on a market must also be taken into account". In: COASE, Ronald H. *The Nature of the Firm*. **Economica**, Londres, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937. p. 390-391.

³² COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 3, p. 1-44, 1960. p. 22.

³³ COASE, Ronald H. *The Problem of Social Cost*. In: **The Journal of Law and Economics**, Chicago, Estados Unidos da América, v. 3, p. 1-44, 1960. p. 35.

³⁴ TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. **Análise Econômica do Direito dos Contratos: uma nova abordagem do direito contratual como redutor das falhas de mercado**. Londrina: Thoth, 2021. p. 178-179.

comparar ao preço em que está sendo negociada no mercado, uma vez que têm acesso aos dados das empresas, conforme divulgado em seus informativos trimestrais.

Além disso, a divulgação possibilita que os acionistas minoritários monitorem o desempenho da atividade dos administradores (que, como visto acima, são os agentes na relação com os acionistas). Dessa forma, podem avaliar se o desempenho da companhia está de acordo com o esperado ou aquém daquilo que almejam os investidores. Assim, é possível, também, ao divulgar dados acerca de arbitragens societárias, que os investidores avaliem o desempenho ético dos administradores ou acionistas controladores das companhias frente aos seus deveres fiduciários. Nestas hipóteses, podem decidir acerca da manutenção do investimento em determinada empresa ou não e, inclusive, ingressar nas demandas societárias almejando receber indenização pelos danos que lhe foram gerados pela empresa, desde que tais danos não sejam parte do risco do negócio.

Verificadas as razões pelas quais a informação e os custos de transação são importantes no âmbito do mercado de capitais, é relevante compreender como se desenvolveu o dever de informar, perpassando pelas principais legislações que foram, aos poucos, consolidando o tema no arcabouço jurídico tanto internacional, quanto brasileiro.

2.2. A história do dever de informar

O mercado financeiro é caracterizado por ciclos. Períodos de bonança (ou, no jargão mercadológico, *bull market*), comumente precedem ou sucedem crises econômicas ou quedas das bolsas de valores (períodos de *bear market*)³⁵. Acadêmicos e profissionais do mercado estudam os ciclos para compreender como melhor adaptar-se às crises que invariavelmente ocorrem ao longo do tempo³⁶. É comum verificar o desenvolvimento de leis e regulamentos como respostas a crises econômicas, com o intuito de mitigar seus efeitos. Assim ocorreu, por exemplo,

³⁵ MARKS, Howard. **Dominando o Ciclo de Mercado**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020. p. 26-27.

³⁶ Diversas obras famosas abordam o tema acerca do ciclo do mercado. *Mastering the Market Cycle*, de Howard Marks, estuda formas de compreender os ciclos do mercado; *Antifrágil*, de Nassim Nicholas Taleb, aborda como não só superar situações de caos, mas também sair fortalecido delas.

com a crise de 1929 e com a queda do mercado acionário nos Estados Unidos, no início dos anos 2000.

Neste subcapítulo, será analisada a história do dever de informar tomando por base a legislação norte-americana, que serviu de inspiração à brasileira. Assim, o estudo neste subcapítulo será focado em analisar o caso dos Estados Unidos, perpassando a crise de 1929 e a subsequente resposta regulatória abarcando a *Securities Act* e a *Securities and Exchange Act*. Após a análise das legislações emanadas do *New Deal*, será estudado como a regulamentação se desenvolveu no Brasil, desde a sanção da Lei das S.A. e da Lei do Mercado de Valores Mobiliários, até o desenvolvimento do segmento de listagem do Novo Mercado.

2.2.1. A crise de 1929

A crise de 1929 é uma das mais relevantes já ocorrida na história moderna, trazendo respostas regulatórias que até hoje reverberam no direito norte-americano e, (in)diretamente³⁷, no direito brasileiro. O período prévio à eclosão da crise era marcado por um otimismo irracional dos norte-americanos em relação à economia. O presidente norte-americano da época, Calvin Coolidge, em discurso perante o Congresso, no dia 04 de dezembro de 1928, referiu que “nenhum Congresso dos Estados Unidos da América jamais constituído, em serviço da União, foi presenteado com um prospecto mais gentil que o que se apresenta no momento”³⁸. Este discurso coincidiu com as informações que eram divulgadas sobre o mercado à época, bem como com o sentimento do indivíduo norte-americano daquele período (como se viu, a teoria da racionalidade limitada refere que o ser humano sofre de vieses e um deles é o comportamento de manada, que foi uma das causas da crise de 1929). Praticamente todos acreditavam que o prospecto era positivo.

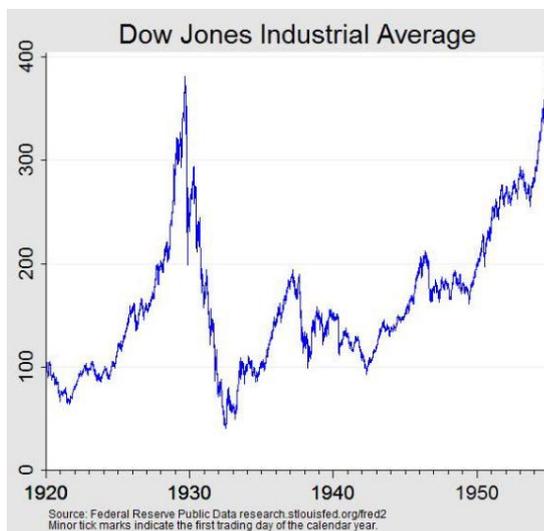
Veja-se, por exemplo, o gráfico abaixo. Entre 1920 e 1929, o índice industrial Dow Jones elevou-se dos cerca de 100 pontos para mais de 350. No entanto, entre

³⁷ (In)diretamente, pois a legislação que regula a CVM teve, por base, a resposta regulatória norte-americana à crise de 1929.

³⁸ Traduzido pelo autor. Texto original: “No Congress of the United States ever assembled, on surveying the state of the Union, has met with a more pleasing prospect than that which appears at the present time”. In: GALBRAITH, John Kenneth. **The Great Crash: 1929**. Nova York: Mifflin Harcourt Publishing Company, 2009. p. 199. *E-book*. Disponível em: https://ler.amazon.com.br/sample/B003ZSIT1Q?f=1&r=a62be6c0&sid=142-1880251-8376739&rid=&cid=A2RWLZVR6S724&clientId=kfw&l=pt_BR&asin=B003ZSIT1Q&revisionId=a62be6c0&format=1&depth=1. Acesso em: 20 jun. 2024.

setembro de 1929 e julho de 1932, o índice recuou de 381 a 41 pontos. A pontuação de 381 não viria a ser atingida até 1954, conforme apresenta a Figura 1.

Figura 1 - Cotações históricas das ações de 1920 a 1960



Fonte: Federal Reserve History³⁹.

Entre 1921, até a *Black Monday* (28 de outubro de 1929), os Estados Unidos viveram um ciclo de alta no mercado. Uma das alegadas razões para o ciclo positivo à economia foi o desenvolvimento da indústria nos anos 1920 nos Estados Unidos:

A bonança financeira ocorreu durante um momento de otimismo. As famílias prosperaram. Automóveis, telefones e outras invenções proliferaram. O homem e mulher ordinários investiam em crescentes somas de ações e títulos. Uma nova indústria de corretoras, fundos de investimentos e empréstimos possibilitaram às pessoas comuns comprarem ativos corporativos com fundos emprestados.^{40,41}

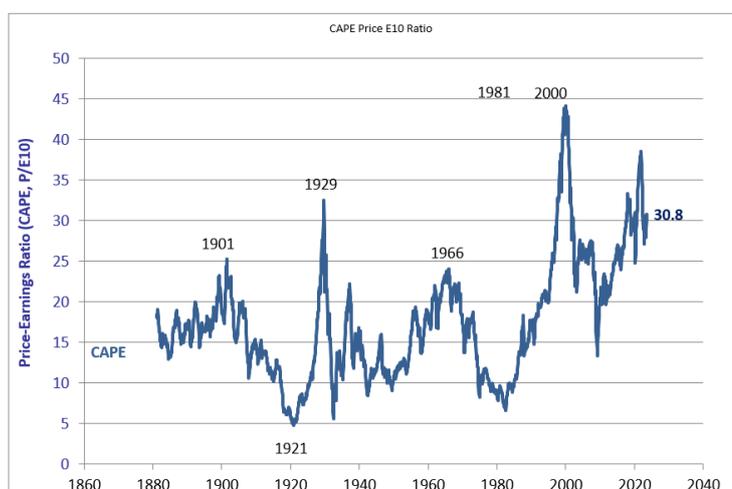
³⁹ FEDERAL RESERVE (FED). **Stock Market Crash of 1929**. Washington: FED, [2023?]. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/stock-market-crash-of-1929>. Acesso em: 23 jul. 2023.

⁴⁰ O termo “fundos” foi utilizado em itálico à medida que o termo do texto original é “investments trusts”, que não possui tradução literal ao português.

⁴¹ Traduzido pelo autor. Texto original: “The financial boom occurred during an era of optimism. Families prospered. Automobiles, telephones, and other new technologies proliferated. Ordinary men and women invested growing sums in stocks and bonds. A new industry of brokerage houses, investment trusts, and margin accounts enabled ordinary people to purchase corporate equities with borrowed funds”. In: FEDERAL RESERVE (FED). **Stock Market Crash of 1929**. Washington: FED, [2023?]. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/stock-market-crash-of-1929>. Acesso em: 23 jul. 2023.

Os economistas não chegaram a um consenso acerca das causas da crise de 1929⁴². Entretanto, é possível afirmar que a especulação no mercado de ações era excessiva à época. Veja-se, por exemplo, gráfico disponibilizado por Robert Shiller, professor de economia da universidade de Yale, que demonstra que as ações, durante o ano de 1929, estavam sendo negociadas, em média, em preços cerca de 33x maior que seus lucros:

Figura 2 - Índice de preço sobre o lucro desde 1880



Fonte: Yale University⁴³.

Veja-se que as ações apenas foram negociadas a múltiplos tão altos na história em momentos de crise, ou seja, na bolha das empresas de tecnologia no início dos anos 2000 (também chamada de *dot com bubble* pelos americanos) e na pandemia do coronavírus. Coincidentemente ou não, pouco tempo após as ações serem negociadas a este múltiplo, o preço das ações despencou, havendo uma correção no mercado.

John Kenneth Galbraith, em sua obra *The Great Crash of 1929*⁴⁴, expõe que uma das principais causas da crise foi a especulação. Os poucos que sabiam que estavam diante de uma bolha financeira viam-se em uma situação delicada, visto que possuíam receio em alertar sobre os riscos da especulação à medida que os efeitos econômicos da quebra da bolsa de valores seriam nefastos à economia, ou estavam ganhando dinheiro e, conseqüentemente, não tinham interesse que os

⁴² KLEIN, Maury. The stock market crash of 1929: a review article. **The Business History Review**, Boston, v. 75, n. 2, p. 325-331, 2001. p. 325.

⁴³ YALE UNIVERSITY. **Online Data Robert Shiller**. New Haven: YALE, [2023?]. Disponível em: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>. Acesso em: 10 ago. 2023.

⁴⁴ GALBRAITH, John Kenneth. **The Great Crash 1929**. Nova York: Mariner Books, 2009. p. 35.

ativos parassem de valorizar⁴⁵. Dessa forma, à época, a ganância sobrepôs-se à racionalidade econômica, gerando buscas incessantes de enriquecimento sem base econômica para sustentar preços tão elevados.

Ocorre que a alta dos referidos preços era decorrente, em boa medida, da ausência de conhecimento dos investidores sobre economia, contabilidade e educação financeira. Assim, não estando munidos dos conhecimentos necessários, os investidores não souberam agir quando a crise econômica eclodiu. Assim, movidos pelo comportamento de manada, houve uma corrida aos bancos e a venda desenfreada de ações e títulos. Assim, as leis da oferta e demanda – em seu mais puro estado – geraram a quebra da bolsa de valores em 1929 e a subsequente recessão econômica aos Estados Unidos.

Diante deste cenário, o governo norte-americano não permaneceu inerte e, em 1933, foi promulgada a *Securities Act*, legislação que cria deveres de prestação de informações pelas companhias com capital aberto em bolsa de valores. Trata-se de uma das primeiras legislações no âmbito do *New Deal*⁴⁶ e que até hoje influencia as bolsas de valores globais.

O preâmbulo da *Securities Act* de 1933 expõe que a norma visa a “providenciar completa e justa divulgação de informações sobre o comércio interestadual e estrangeiro de valores mobiliários”^{47,48}. Dessa maneira, com o objetivo de reduzir a assimetria informacional entre os emissores e os investidores, a norma possibilita que estes analisem os dados financeiros daqueles, podendo pautar suas decisões em maior aparato informacional e, ao menos em tese, melhorando a qualidade dos investimentos realizados.

Para atingir o objetivo, “o ato estabelece padrões uniformes de divulgação das informações financeiras pertinentes pelos emissores e seus agentes, e determina remédios jurídicos, bem como fixa penalidades contra quem

⁴⁵ GALBRAITH, John Kenneth. **The Great Crash 1929**. Nova York: Mariner Books, 2009. p. 35.

⁴⁶ Previamente a 1929 já havia deveres de divulgação de informações pelas companhias nos Estados Unidos. Estes deveres eram garantidos por meio das Blue Sky Laws, legislações estaduais que visavam a proteger os investidores. Em 1933, com a promulgação da *Securities Act*, o tema foi unificado em âmbito nacional.

⁴⁷ “[...] provide full and fair disclosure of the character of securities sold in interstate and foreign commerce [...]”. In: UNITED STATES. **Securities Act of 1933**. Washington: USA, 1933. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em 12 ago. 2023.

⁴⁸ É interessante notar que o termo ‘interestadual’ foi incluído no preâmbulo em virtude de que anteriormente à legislação, cada estado dos Estados Unidos da América possuía (ou não) sua própria norma acerca da divulgação de informações. Dessa forma, esta legislação também buscou unificar o entendimento no país sobre o dever de *disclosure*.

descumprir⁴⁹. As exigências trazidas pela norma contemplam documentos obrigatórios para o registro do valor mobiliário (por exemplo demonstrativos contábeis) e a previsão de um “período de espera” (*waiting period*), em que os valores só podem ser comercializados 20 dias após a data de peticionamento do pedido⁵⁰, concedendo aos investidores acesso às informações, bem como tempo para que analisem o prospecto da companhia.

Em 1934, foi promulgada a *Securities and Exchange Act*, que instituiu a *Securities and Exchange Commission* (SEC). A SEC passou a ser o órgão governamental competente para fiscalizar a atividade do mercado de capitais nos Estados Unidos⁵¹. Neste sentido, a SEC, que influenciou a criação da CVM no Brasil, tem como competências, principalmente, a regulação e o monitoramento do mercado de capitais nos Estados Unidos.

Dessa forma, as duas legislações referidas foram respostas regulatórias à crise iniciada em 1929. Alguns autores, simplificando a legislação, referem que, enquanto a *Securities Act* de 1933 “regula distribuições iniciais de valores mobiliários”⁵², a *Securities Exchange Act* regula “dentre outras coisas, as negociações pós distribuição inicial”⁵³. Ao que interessa ao presente trabalho, uma das legislações define padrões mínimos de divulgação de informações, ao passo que a outra cria o órgão responsável pela fiscalização e aplicação de sanções no âmbito do mercado de capitais norte-americano⁵⁴. Estas leis serviram, posteriormente, de inspiração ao Brasil. Dessa maneira, o tópico seguinte versará sobre o dever de informar no Brasil.

⁴⁹ “The Act established uniform standards for the presell disclosure of pertinent financial information by issuers and their agents, and set forth legal remedies and fixed penalties against parties failing to make full disclosure”. In: SIMON, Carol J. The effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performances of New Issues. **American Economic Association**, [s. l.], v. 79, n. 3, p. 195-318, 1989. p. 296.

⁵⁰ SIMON, Carol J. The effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performances of New Issues. **American Economic Association**, [s. l.], v. 79, n. 3, p. 195-318, 1989. p. 297.

⁵¹ EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais: regime jurídico**. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 66.

⁵² PARTNOY, Frank. Financial Systems, Crises, and Regulation. In: MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer (orgs.). **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 106.

⁵³ PARTNOY, Frank. Financial Systems, Crises, and Regulation. In: MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer (orgs.). **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 106.

⁵⁴ Importante referir que estas normas foram utilizadas de base para a criação da Comissão de Valores Mobiliários no Brasil (CVM).

2.3. O dever de informar no Brasil

O mercado brasileiro, nos anos prévios a 1976, vivia um cenário de escasso crescimento do setor privado em comparação com o setor público. A situação causava tanta preocupação aos governantes que, em 1975, “o governo chegou até a proibir temporariamente as empresas estatais mais destacadas de novas ofertas públicas, para não desviar os escassos fundos dos emitentes privados”⁵⁵. Isto ocorria em virtude de que “não havia tipos de sociedades comerciais no Brasil que protegessem ao mesmo tempo a empresa e os seus investidores”⁵⁶. Por conseguinte, com o intuito de desenvolver o mercado de capitais no país, discussões acerca de novas legislações passaram a ser realizadas. O intuito do novo arcabouço legal é demonstrado na exposição de motivos da Lei das S.A. (Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda):

4. O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e eqüitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.⁵⁷

Semelhante referência é efetuada na exposição de motivos da Lei do Mercado de Valores Mobiliários (Exposição de Motivos nº 197, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda), ao expor que o novo arcabouço legal almejava “assegurar o funcionamento eficiente e regular o mercado de valores mobiliários, propiciando a formação de poupanças populares e sua aplicação no capital dessas empresas”⁵⁸. O cenário dos valores mobiliários no Brasil não enfrentava um

⁵⁵ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**: lições do Brasil. São Paulo: Almedina, 2021. p. 206-207.

⁵⁶ PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário**: lições do Brasil. São Paulo: Almedina, 2021. p. 208.

⁵⁷ BRASIL. **Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Brasília: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 25 maio 2024.

⁵⁸ BRASIL. **Exposição de Motivos nº 197, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Brasília: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM197-Lei6385.pdf. Acesso em: 25 maio 2024.

momento propício ao investidor e supunha-se que uma das razões para tal era a baixa proteção ao acionista minoritário que havia à época.

Assim, promulgadas as Leis nº 6.385/1976 e nº 6.404/1976 (respectivamente, Lei do Mercado de Valores Mobiliários – LMVM e Lei das S.A. – LSA), inúmeras situações emergiram, desde novos direitos aos acionistas minoritários e deveres às companhias, até a criação da CVM. Dentro dos novos deveres impostos às companhias, incluiu-se o de informar. A partir da promulgação das legislações, previu-se que as empresas de capital aberto estariam obrigadas a divulgar informações ao público investidor.

Vigentes as leis referidas ainda hoje, o dever de informar, além de estar previsto nelas, também está disposto nas Resoluções CVM nº 44/2021 e nº 80/2022 (a Lei do Mercado de Valores Mobiliários deu à CVM competência para regulamentar as matérias referentes à divulgação das informações, conforme expresso no art. 22, §1º, I). A divulgação das informações tem dois destinatários: os acionistas e o mercado em geral⁵⁹. Interessante notar que não há referência na legislação brasileira ao direito à informação ou direito ao conhecimento do acionista ou do mercado. Tal direito é conferido indiretamente, por meio da interpretação do dever de informar: se há responsabilidade de prestar informações, conseqüentemente, há o destinatário de tais informações e a ele é garantido o direito. Além disso, a LSA prevê o direito de fiscalizar do acionista (artigo 109, inciso III), o qual pressupõe o acesso à informação.

O dever de informar tem três diferentes agentes que a ele estão obrigados: os administradores, os acionistas controladores e a companhia. Este subcapítulo será dividido conforme os responsáveis pela transparência. Assim, o pressuposto básico deste subcapítulo é que os destinatários do dever de informar são tanto os acionistas, como o mercado como um todo.

2.3.1. O dever de informar dos administradores da companhia aberta

O dever de informar dos administradores das companhias abertas está previsto no artigo 157 da Lei das S.A. O dispositivo elenca situações objetivas, nas quais os administradores devem prestar a informação, independentemente de sua

⁵⁹ MAFRA, Ricardo. **A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do seu dever de informar**: análise à luz do funcionamento eficiente do mercado. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022. p. 71.

interpretação, e situações subjetivas, nas quais há margem para que seja analisada a pertinência da divulgação da informação.

A Lei das S.A. foi inovadora ao expandir o dever de informação dos administradores para além dos deveres específicos de divulgação dos dados sobre o estado financeiro da companhia⁶⁰. Dessa maneira, pela sistemática da Lei das S.A., devem ser divulgadas informações sobre a situação patrimonial dos administradores e de fatos relevantes que envolvam a companhia. Assim, o artigo 157 da Lei das S.A. dispõe o seguinte:

Art. 157. O administrador de companhia aberta deve declarar, ao firmar o termo de posse, o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, de emissão da companhia e de sociedades controladas ou do mesmo grupo, de que seja titular.⁶¹

O dispositivo elenca as situações acima descritas como obrigatórias, além de trazer mais quatro hipóteses vinculantes de divulgação:

§ 1º O administrador de companhia aberta é obrigado a revelar à assembléia-geral ordinária, a pedido de acionistas que representem 5% (cinco por cento) ou mais do capital social:

- a) o número dos valores mobiliários de emissão da companhia ou de sociedades controladas, ou do mesmo grupo, que tiver adquirido ou alienado, diretamente ou através de outras pessoas, no exercício anterior;
- b) as opções de compra de ações que tiver contratado ou exercido no exercício anterior;
- c) os benefícios ou vantagens, indiretas ou complementares, que tenha recebido ou esteja recebendo da companhia e de sociedades coligadas, controladas ou do mesmo grupo;
- d) as condições dos contratos de trabalho que tenham sido firmados pela companhia com os diretores e empregados de alto nível.⁶²

O parágrafo transcrito é alvo de críticas da doutrina, especificamente quanto ao fato de que as informações deverão ser prestadas apenas quando pelo menos 5% do capital social solicite a divulgação das informações em assembleia geral ordinária. Assim, há quem estabeleça que a legislação erra ao “restringir a

⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. p. 284.

⁶¹ BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 11 set. 2023.

⁶² BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 11 set. 2023.

revelação a pedido à assembleia geral ordinária”⁶³, pois tal “restrição impede a verificação, via conclave extraordinário, de eventuais práticas de *insider trading* mais recentes”⁶⁴.

Ademais disso, considerando a dispersão do capital de uma companhia aberta, há dificuldade em obter os 5% para que sejam divulgadas as informações. Consciente disso, a CVM editou a Instrução CVM nº 358/2002⁶⁵, em que, no artigo 11, § 2º previa a obrigação de, no máximo após dez dias da alteração da posição acionária, comunicar ao mercado o saldo. A RCVM nº 44/2021⁶⁶, revogou a Instrução acima referida e modificou a previsão, delimitando o prazo de cinco dias para divulgar cada negócio realizado (artigo 11, § 4º, inciso I da RCVM nº 44/2021).

Há, também, as situações subjetivas, nas quais, embora haja solicitação dos 5% para a divulgação, cabe discricionariedade ao administrador sobre a prestação da informação especificamente no que tange aos atos e fatos relevantes. É a previsão do artigo 157, § 5º da Lei das S.A., dispositivo que faz referência ao § 1º e ao § 4º, ambos que tratam de fato relevante:

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.⁶⁷

⁶³ CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. p. 289.

⁶⁴ CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997. p. 289.

⁶⁵ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Instrução nº 358, de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Brasília, DF: CVM, 2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 12 set. 2023.

⁶⁶ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 12 set. 2023.

⁶⁷ BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm?origin=instituicao. Acesso em: 15 maio 2024.

A definição de fato relevante, que será analisada oportunamente, encontra-se na RCVM nº 44/2021. Delimitados os deveres de divulgação dos administradores, é pertinente compreender como os acionistas controladores ou com participação relevante no capital da companhia devem prestar informações.

2.3.2. O dever de informar dos acionistas controladores ou com participação relevante

A Lei das S.A. também traz previsão do dever de informar pelos acionistas controladores^{68,69} ou acionistas com participação relevante na companhia, quando elegerem membro do conselho de administração ou membro do conselho fiscal. Neste caso, o artigo 116-A da Lei das S.A. prevê que os acionistas acima referidos “deverão informar imediatamente as modificações em sua posição acionária na companhia à Comissão de Valores Mobiliários e às Bolsas de Valores ou entidades do mercado de balcão organizado”⁷⁰.

A RCVM nº 44/2021 ampliou o dever de divulgação por esta classe. “A CVM [...] estendeu o dever de informar dos acionistas relevantes a controladores indiretos e a acionistas que, agindo em conjunto ou representando um mesmo interesse, realizem negociações relevantes”⁷¹.

⁶⁸ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia. *In*: BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm?origin=instituição. Acesso em: 15 maio 2024.

⁶⁹ Conforme art. 116 da LSA, o controle de uma sociedade por ações pode ser exercido tanto pelo acionista majoritário, quanto por minoritários. Neste sentido: “A redação do art. 116 da lei societária nada mais é do que uma confirmação desse fato. Muito discutida é a existência no referido artigo de dois requisitos para a qualificação do controle: em primeiro lugar, a existência de direitos de sócio que assegurem, de modo permanente, a maioria de votos na Assembleia-geral. Em segundo lugar, o uso efetivo do poder para dirigir as atividades sociais. Apesar de o primeiro requisito aparentemente indicar no sentido da exigência de controle majoritário, o segundo claramente é aplicável só a casos de controle minoritário. Em caso de controle majoritário, é irrelevante o uso efetivo do poder: o acionista terá status de controlador e as responsabilidades dele decorrentes, seja por ação ou por omissão.” *In*: COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 58.

⁷⁰ BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm?origin=instituição. Acesso em: 15 maio 2024.

⁷¹ MAFRA, Ricardo. **A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do seu dever de informar**: análise à luz do funcionamento eficiente do mercado. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022. p. 81.

De forma resumida, estes são os principais deveres de divulgação de informações por parte dos acionistas controladores. Consequentemente, não será aprofundada a análise, de forma que se passa a analisar o dever de divulgação da própria companhia.

2.3.3. O dever de informar da companhia aberta

O conceito de companhia aberta, no Brasil, é obtido a partir da leitura conjunta do art. 4º da LSA e do art. 22 da LMVM. Naquele, há previsão de que “a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários”⁷², ao passo que pelo art. 22 da LMVM “considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão”⁷³.

A redação de ambos os artigos é idêntica e expressa o mesmo sentido. Dito isso, para a companhia ser considerada aberta, deve ser registrada à negociação perante a Comissão de Valores Mobiliários. O art. 2º da LMVM elenca o que são valores mobiliários, tendo especial relevância ao presente trabalho o inciso I, em que prevê as ações e as debêntures.

Nestes casos, empresas que estiverem regularmente registradas para emitir ações ou debêntures terão os deveres de divulgação de informações. Assim, no Brasil, a divulgação de informações é obrigatória, servindo o *disclosure* “como a principal forma de tutelar a confiança dos investidores nos mecanismos de trocas e protegê-los de abusos”⁷⁴.

O artigo 22, § 1º da LMVM determina que compete à CVM expedir normas que versem sobre a divulgação de informações pelas companhias abertas (inciso

⁷² BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm?origin=instituição. Acesso em: 15 maio 2024.

⁷³ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 17 set. 2023.

⁷⁴ MAFRA, Ricardo. **A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do seu dever de informar**: análise à luz do funcionamento eficiente do mercado. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022. p. 83.

I)⁷⁵. Assim, a CVM emitiu, em 23 de agosto de 2021, a RCVM nº 44, que traz a definição de ato ou Fato Relevante (FR). De acordo com o artigo 2º da Resolução:

Art. 2º 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.⁷⁶

Assim, a preocupação da CVM é em relação às informações que possam influenciar no poder de decisão de investidores. No parágrafo único do mesmo artigo, há indicação não taxativa de fatos relevantes. Os fatos relevantes não englobam opiniões, nem fatos recorrentes à companhia. Por exemplo, não há motivo para divulgar a forte opinião pessoal de um diretor da companhia de que esta corre risco de passar por recuperação judicial. Não é pertinente ser divulgado, por meio de FR, também, o pagamento multimilionário a um fornecedor – esta informação deve ser divulgada nas divulgações trimestrais ao mercado, junto com as demais informações financeiras.

Assim, FR é aquele extraordinário, que não seja divulgado trimestralmente e que possa influenciar na decisão dos investidores. Tal definição, entretanto, não é simples: considerando a quantidade de investidores no mercado, uma informação pode ser relevante a uma minoria de pessoas na decisão de investimento, ao mesmo tempo que não guarda relevância para a maioria dos investidores.

A divulgação de informações, porém, “não se trata de perquirir a intenção de um ou de outro investidor, mas sim de um investidor ideal”⁷⁷. Aliás, os custos para

⁷⁵ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 17 set. 2023.

⁷⁶ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 12 set. 2023.

⁷⁷ MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2022. p. 129.

analisar se determinada informação seria pertinente a quais investidores, tornaria o *disclosure* ineficiente economicamente, à medida que geraria custos sociais maiores que o benefício experimentado pelo mercado. Por isso, quando a informação é divulgada, deve-se imaginar o investidor hipotético e ideal como o seu destinatário. Dessa forma, as informações devem ser divulgadas pensando no perfil do investidor ideal, probro, que estuda a companhia em que investe, analisa os demonstrativos financeiros e estabelece preço-alvo à ação com base em suas análises⁷⁸.

O artigo 3º da RCVM nº 44/21 determina que os FR devem ser divulgados pelo Diretor de Relação com Investidores da companhia. Além disso, no parágrafo único do artigo 2º da Resolução há referência, no inciso XXII, à divulgação de procedimento arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia. Assim, havendo arbitragem societária que possa influenciar os resultados econômicos de companhia aberta, deverá a arbitragem ser divulgada ao mercado por meio de fato relevante.

Ademais, o já citado art. 2º, inciso III da RCVM 44/21, ao referir tratar-se FR da ocorrência de situação que influencie “na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados”⁷⁹, impõe à companhia o dever de divulgar procedimento arbitral cujo tema seja direito societário por meio de FR quando estiver em discussão direitos dos investidores detentores de valores mobiliários de emissão da companhia e desde que a companhia julgue que tal procedimento possa vir a afetar a decisão dos investidores sobre a compra ou venda de ações de sua emissão.

⁷⁸ Este tipo de análise é a conhecida análise fundamentalista, que busca compreender os fundamentos da empresa investida. Há, também, a análise técnica que, para fins deste trabalho, não guarda importância e, por isto, não foi referida no corpo do texto. A análise técnica estuda, basicamente, o gráfico da empresa, indicando sua variação de preço e algumas outras informações, buscando-se projetar o futuro da empresa. Assim, quem faz uso da análise técnica “não se preocupa [...] com os fatos que provocam as oscilações nos preços, e sim com as próprias oscilações”. In: CAMPOS, Roberto da Cunha. Técnicas correntes de análise e avaliação de títulos e seleção de carteira. In: CASTRO, Hélio O. Portocarrero de. (coord.). **Introdução ao Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979. p. 167.

⁷⁹ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 12 set. 2023.

Além do FR, as demandas societárias podem ser comunicadas pela companhia no Formulário de Referência (FRE) e em comunicado sobre demanda societária. A RCVM nº 80/2022, ao dispor dispõe sobre o FRE, traz no art. 25, § 1º da RCVM nº 80/22, que o FRE deve ser publicado até o quinto mês posterior ao encerramento do exercício social⁸⁰. O modelo do FRE está previsto no Anexo C à RCVM nº 80/22. No item 4.4. do formulário de referência, deverão ser descritos os procedimentos arbitrais em que esteja envolvida a companhia (o item 4.4. não exige a discriminação deles, à medida que prevê que apenas deverá ser feita nos processos que não sejam sigilosos). Posteriormente, o item 4.6. refere que deve a companhia divulgar impacto de possível perda dos procedimentos arbitrais, bem como os valores que envolvem⁸¹.

Dessa forma, há dois momentos distintos em que o emissor pode divulgar as informações acerca das arbitragens societárias e um terceiro momento em que o emissor deve divulgar. O primeiro é quando a companhia compreender que a arbitragem societária seja FR. O segundo momento é no FRE. Há, além do FR e do FRE, um terceiro documento previsto na RCVM nº 80/22: a comunicação sobre demandas societárias.

A comunicação sobre demanda societária está prevista no art. 33, inciso XLIII da RCVM nº 80/22, ao referir que o “emissor registrado na categoria A deve enviar à CVM [...] as seguintes informações eventuais: [...] XLIII – Comunicação sobre demandas societárias [...]”⁸². O documento está regulamentado no Anexo I à RCVM nº 80/22. Para compreender-se quando deverá ser divulgada a demanda societária, é importante, primeiramente, compreender o que constitui demanda societária. A resposta se encontra no § 1º do art. 1º do Anexo I à RCVM nº 80/22:

⁸⁰ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

⁸¹ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

⁸² BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

§ 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.⁸³

Além disso, o § 2º do supracitado dispositivo expõe que os deveres arbitrais “não eximem o emissor do cumprimento das obrigações de divulgação previstas neste anexo”⁸⁴. Dessa maneira, independe se há convenção de arbitragem ou regulamento arbitral prevendo a confidencialidade procedimental, deverá a demanda societária ser divulgada.

Assim, quando houver demanda societária, deverão as informações ser divulgadas mediante comunicado sobre demanda societária, havendo obrigação à companhia parte em um processo judicial ou arbitral que envolva direito societário divulgar as partes no processo, valores, bens e direitos discutidos, principais fatos e pedidos, nos termos do art. 2º do Anexo I à RCVM nº 80/22. Além disso, no caso de arbitragem:

[...] apresentação de resposta, celebração de termo de arbitragem ou documento equivalente que represente estabilização da demanda, decisões sobre medidas cautelares ou de urgência, decisões sobre jurisdição dos árbitros, decisões sobre inclusão ou exclusão de partes e sentenças arbitrais, parciais ou finais, no prazo de 7 (sete) dias úteis a contar de seu conhecimento pela parte.⁸⁵

Importante notar que a comunicação sobre demanda societária deve ser efetuada em até sete dias após a notícia de instauração do processo, o que possibilita que, antes da comunicação sobre demanda societária – ou seja, tão logo a companhia parte no processo tenha conhecimento dele – seja divulgado FR informando, ainda que de forma superficial, a existência de um processo judicial ou

⁸³ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

⁸⁴ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

⁸⁵ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

arbitral que verse sobre questão societária. Será verificado, quando da análise das divulgações pelas companhias, se a prática mercadológica tem sido a sugerida neste parágrafo ou se as companhias, em regra, divulgam apenas as comunicações sobre demanda societária.

Toda a discussão sobre a divulgação das informações envolvendo arbitragem societária decorre do fato de que as demandas arbitrais são, em regra, sigilosas e o acesso à informação por quem não participa delas é limitado, ainda que haja o dever de divulgar as informações ao menos por meio do comunicado sobre demanda societária. Por conseguinte, buscou a CVM conciliar o *disclosure* e a confidencialidade arbitral. Evidentemente, a conciliação almejada pela CVM não implica na divulgação total das informações. Por exemplo, o parágrafo único do art. 2º, do Anexo I à RCVM nº 80/22, dispensa as companhias de compartilhar o “inteiro teor dos documentos a que se refiram”⁸⁶ as demandas societárias. Vê-se a escolha da CVM como acertada, à medida que a divulgação do inteiro teor dos documentos apenas geraria um excesso de informações desnecessário, que pode ser suprido mediante pesquisa pelos interessados em uma análise mais profunda dos procedimentos, ao passo que, àqueles que possuem a informação divulgada pela companhia e não se interessam na profundidade do tema, já estariam sob posse dos dados necessários à tomada de decisão.

Levando-se em conta a conciliação entre o dever de divulgação de informações e a confidencialidade, o próximo capítulo versará sobre a confidencialidade arbitral. Serão estudados desde os estatutos das câmaras arbitrais, até os estatutos das companhias abertas para, posteriormente, ser verificado de forma empírica como as companhias abertas têm divulgado as informações acerca das demandas societárias nos comunicados sobre demandas societária, FR e FRE.

⁸⁶ BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

3 A CONFIDENCIALIDADE ARBITRAL

Viu-se no capítulo anterior que os procedimentos arbitrais que envolvam companhias abertas devem ser divulgados por meio de comunicado sobre demanda societária, podendo também haver divulgação por meio de FR e sendo necessária a informação no FRE. Entretanto, isto não retira o caráter de confidencialidade do teor do procedimento: este permanece, em sua maioria, abarcado pela confidencialidade, em que pese algumas de suas informações tenham sido divulgadas pela companhia parte no procedimento. Dessa forma, quando houver algum procedimento arbitral que envolva temas relativos ao direito societário (atingindo, assim, direitos dos acionistas minoritários), as companhias abertas entram em uma situação dicotômica entre divulgar as informações ou mantê-las em sigilo. Ainda que existam deveres de comunicação sobre demanda societária, conforme visto no capítulo anterior, tal dever não é em relação a toda e qualquer informação sobre o procedimento; subsiste, portanto, a dicotomia em relação a informações específicas de cada procedimento. O problema envolvendo a confidencialidade é que pode ser prejudicial ao mercado e aos acionistas minoritários:

Os investidores, portanto, não têm poderes. Os administradores, em contraposição, sabem como os negócios da empresa estão e podem esconder dos investidores informações sobre a companhia e as suas atividades. Armados com conhecimentos privados e capazes de manter os investidores em desconhecimento, os administradores podem desviar os rendimentos para eles mesmos [...].⁸⁷

A escassa força do acionista minoritário em competir com os administradores gera assimetria informacional internamente à companhia, possibilitando a ocorrência de *insider trading* ou outras formas de apropriação de riqueza pelos administradores ou acionistas que tenham acesso aos procedimentos arbitrais devido à sua relevante participação no quadro societário. Ciente do problema, este capítulo analisará a confidencialidade arbitral. Considerando que este trabalho versa sobre a arbitragem societária, é pertinente discorrer, inicialmente, sobre arbitrabilidade objetiva e

⁸⁷ Traduzido pelo autor. Texto original: “The investor is therefore “powerless”. The managers, by contrast, know how the business is running and can conceal from investors information about the firm and their own activities. Armed with private knowledge, and able to keep investors in the dark, the managers can divert income to themselves [...]” *In*: EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1991. p. 1.

subjetiva de tais demandas para, posteriormente, desenvolver acerca da confidencialidade.

A arbitrabilidade é a qualidade de uma demanda poder ser submetida ao juízo arbitral para julgamento, podendo ser dividida em objetiva e subjetiva. A primeira é referente às questões materiais da arbitragem, ou seja, acerca de qual matéria pode ser objeto de um processo pela via arbitral. A segunda é em relação a quem pode ser parte em um procedimento arbitral⁸⁸. A arbitrabilidade está definida no artigo 1º da Lei nº 9.307/1996 (Lei de Arbitragem Brasileira - LAB): “as pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis”⁸⁹.

A arbitrabilidade subjetiva refere-se à autonomia privada. Esta, por sua vez, depende do respeito à vontade jurídica do agente, que é a capacidade de alguém produzir “determinados efeitos, criando, modificando ou extinguindo relações jurídicas”⁹⁰. A autonomia privada pode ser definida como a liberdade de o agente “reger-se por suas próprias leis”⁹¹, as quais podem ser limitadas pelo ordenamento jurídico. Por conseguinte, como referido no artigo acima citado da Lei de Arbitragem Brasileira, havendo a plena capacidade civil, poderá o indivíduo ser parte em uma arbitragem.

De outro modo, a arbitrabilidade objetiva não foca em quem pode participar do procedimento, mas o que pode ser objeto de uma arbitragem. Neste sentido, o artigo 1º da Lei de Arbitragem Brasileira, ao aludir aos direitos patrimoniais disponíveis, expõe o critério de objetividade da arbitragem. Assim, os direitos decorrentes da característica de acionista de determinada empresa podem ser objeto de arbitragem, à medida que são direitos disponíveis e patrimoniais – afinal, o acionista pode alienar sua participação acionária a qualquer momento ao valor

⁸⁸ CERBINO, Grasiela. Arbitrabilidade das Demandas Coletivas. *In*: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (coords.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 207.

⁸⁹ BRASIL. **Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996**. Dispõe sobre a arbitragem. Brasília, DF: Presidência da República, 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9307.htm. Acesso em: 14 maio 2024.

⁹⁰ AMARAL NETO, Francisco dos Santos. A autonomia privada como princípio fundamental da ordem jurídica: Perspectivas estrutural e funcional. **Revista de Informação Legislativa**, Brasília, v. 26, n. 102, p. 207-230, 1989. p. 212.

⁹¹ AMARAL NETO, Francisco dos Santos. A autonomia privada como princípio fundamental da ordem jurídica: Perspectivas estrutural e funcional. **Revista de Informação Legislativa**, Brasília, v. 26, n. 102, p. 207-230, 1989. p. 214.

precificado pelo mercado. Ademais disso, a própria Lei das S.A., no artigo 109, § 3º, autoriza a inclusão de cláusula arbitral no estatuto social da companhia:

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.⁹²

Portanto, verificado que as demandas envolvendo direito societário podem ser objeto de arbitragem, é pertinente discorrer acerca da confidencialidade. Quando envolver companhias com capital aberto em bolsa de valores, os litígios em curso na via arbitral apresentarão uma dicotomia: a confidencialidade, que será tratada neste capítulo, em contraposição ao direito ao *disclosure*, discorrido no capítulo anterior.

Comum aos procedimentos arbitrais, a confidencialidade é compreendida como uma de suas vantagens quando comparada aos processos judiciais. Prevista nos regimentos internos das câmaras arbitrais ou nas cláusulas compromissórias, é importante às empresas para que mantenham em sigilo informações importantes ao negócio, tais como segredos industriais.

Aliás, é justamente neste sentido que António Menezes Cordeiro refere ter a confidencialidade natureza ética, já que arbitragem é “coisa de Senhoras e Cavalheiros, no mundo dos negócios. Torna-se de bom tom ser discreto, não reportando para o exterior matéria que corra em privado”⁹³.

Ademais, a UNCITRAL, no trabalho *Notes on Organizing Arbitral Proceedings* de 2016, refere que “uma visão amplamente defendida é que há uma inerente exigência de confidencialidade na arbitragem comercial e que a confidencialidade é uma característica vantajosa da arbitragem comercial internacional”⁹⁴. A doutrina

⁹² BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 14 maio 2024.

⁹³ CORDEIRO, António Menezes. **Tratado da Arbitragem**: comentários à Lei 63/2011, de 14 de dezembro. Coimbra: Almedina, 2015. p. 305.

⁹⁴ Traduzido pelo Autor. Texto original: “A widely held view is that there is an inherent requirement of confidentiality in commercial arbitration and that confidentiality is an advantageous and helpful feature of international commercial arbitration”. In: UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW (UNCITRAL). **Uncitral**: Notes on organizing arbitral proceedings. Vienna: Uncitral, 2016. p. 17. *E-book*. Disponível em: <https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/arb-notes-2016-e.pdf>. Acesso em: 22 mar. 2024.

estrangeira, referindo-se às qualidades da arbitragem, destaca que um dos princípios fundamentais do tema “é que ela é confidencial”⁹⁵.

No Brasil, há referências doutrinárias expressas acerca da importância da confidencialidade na arbitragem, tais como Viviane Muller Prado, enfatizando que o sigilo arbitral “é uma das características mais recorrentemente enaltecidas na escolha da arbitragem”⁹⁶, e André Luís Monteiro, lecionando que “a doutrina estrangeira e a doutrina brasileira reconhecem a confidencialidade como uma das grandes qualidades da arbitragem”⁹⁷.

É nítido que, dentre as características da arbitragem que influenciam as partes a favor de sua escolha, a confidencialidade é uma das mais relevantes. Sendo de interesse das partes, a presença do sigilo possibilita que informações que poderiam influenciar no desempenho ou na opinião pública de uma empresa perante o mercado sejam mantidas em sigilo, inibindo que a massa venha a ter conhecimento dos fatos.

Assim, considerando a grandeza do tema, tanto no cenário mercadológico, quanto jurídico, neste capítulo, estudar-se-á: a) o que abarcaria a confidencialidade: o aspecto subjetivo (pessoas) e objetivo (matéria); b) como a confidencialidade é tratada no exterior e na Lei de Arbitragem Brasileira; c) o sigilo nos regulamentos de arbitragem de algumas das principais câmaras arbitrais do Brasil; e d) o sigilo nas cláusulas compromissórias dos estatutos sociais das companhias abertas.

3.1. Confidencialidade e privacidade

Primeiramente, deve-se destacar que os termos confidencialidade e privacidade na arbitragem possuem diferenças conceituais. Enquanto a privacidade é compreendida como um direito que as partes do procedimento arbitral têm de manter as informações contidas a salvo de terceiros na audiência arbitral – ou seja,

⁹⁵ Traduzido pelo Autor. Texto original: “is that it is confidential”. In: GAILLARD, Emmanuel; SAVAGE, John. **Fouchard, Gaillard, Goldman on International Commercial Arbitration**. Cambridge: Kluwer Law International, 1999. p. 612.

⁹⁶ PRADO, Viviane Muller; NANI, Ana Paula Ribeiro. A flexibilização do sigilo arbitral: as discussões na administração pública, no mercado de capitais e no judiciário. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 70, p. 201-226, jul./set. 2021. p. 201.

⁹⁷ FICHTNER, José Antônio; MANNHEIMER, Sérgio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A confidencialidade na arbitragem: regra geral e exceções. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 49, p. 227-285, jan./mar. 2012. p. 228.

é uma garantia de que “não se admite terceiros durante a realização dos atos processuais”⁹⁸ –, a confidencialidade, por sua vez, é um dever que as partes e demais pessoas envolvidas na arbitragem têm entre si de manter em sigilo as informações. Neste sentido, é pertinente a explicação de Fichtner *et al*:

Em resumo, enquanto a privacidade é um direito das partes em relação a terceiros estranhos ao processo arbitral consistente na proibição de que eles tenham acesso aos atos do processo arbitral, a confidencialidade é um dever dos sujeitos da arbitragem em relação a eles mesmos de guardar sigilo em relação às informações que obtiveram por estarem participando da arbitragem. Enquanto a privacidade decorre do caráter naturalmente particular e privado da arbitragem, da qual estranhos obviamente não fazem parte, a confidencialidade deriva de previsão legal ou convencional, a depender do que dispuser o ordenamento jurídico aplicável.⁹⁹

No mesmo sentido, José Emílio Nunes Pinto ensina que a “privacidade [...] refere-se à condução do próprio procedimento arbitral e à realização de seus atos”¹⁰⁰. A diferenciação entre privacidade e confidencialidade é sedimentada pela doutrina nacional e internacional. Por exemplo, Filip de Ly *et al*.¹⁰¹ referem que, embora sejam parecidos, os conceitos de privacidade e confidencialidade não são sinônimos. Para os autores, a privacidade refere-se “ao fato de apenas as partes, e não terceiros, terem acesso às audiências ou participar de qualquer forma no procedimento arbitral”¹⁰², enquanto de maneira diversa, a confidencialidade é uma obrigação de não divulgar as informações processuais¹⁰³.

⁹⁸ FICHTNER, José Antônio; MANNHEIMER, Sérgio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A confidencialidade na arbitragem: regra geral e exceções. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 49, p. 227-285, jan./mar. 2012. p. 230.

⁹⁹ FICHTNER, José Antônio; MANNHEIMER, Sérgio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A confidencialidade na arbitragem: regra geral e exceções. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 49, p. 227-285, jan./mar. 2012. p. 230.

¹⁰⁰ PINTO, José Emílio Nunes. A confidencialidade na arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 6, p. 25-36, set. 2005. p. 27-28.

¹⁰¹ LY, Filip; FRIEDMAN, Mark; BROZOLO, Luca Radicati di. International Law Association International Commercial Arbitration Committee's report and recommendations on 'confidentiality in International Commercial Arbitration'. *In*: BIENNIAL CONFERENCE IN THE HAGUE, 28., Haia. **Proceeding** [...]. Haia: arbitration International, 2010. p. 29.

¹⁰² Traduzido pelo autor. Texto original: “to the fact that only the parties, and not third parties, may attend arbitral hearings or otherwise participate in the arbitration proceedings”. *In*: LY, Filip; FRIEDMAN, Mark; BROZOLO, Luca Radicati di. International Law Association International Commercial Arbitration Committee's report and recommendations on 'confidentiality in International Commercial Arbitration'. *In*: BIENNIAL CONFERENCE IN THE HAGUE, 28., Haia. **Proceeding** [...]. Haia: arbitration International, 2010. p. 358.

¹⁰³ LY, Filip; FRIEDMAN, Mark; BROZOLO, Luca Radicati di. International Law Association International Commercial Arbitration Committee's report and recommendations on 'confidentiality in International Commercial Arbitration'. *In*: BIENNIAL CONFERENCE IN THE HAGUE, 28., Haia. **Proceeding** [...]. Haia: arbitration International, 2010. p. 358.

Outra diferença entre privacidade e confidencialidade é no que se refere à sua existência. Em relação àquela, é desnecessária a sua previsão em legislação, à medida que é decorrente do procedimento arbitral em si. As partes, ao acordarem uma cláusula compromissória de arbitragem, buscam uma entidade privada que possa decidir eventual litígio, o que implica que não será qualquer indivíduo que terá acesso ao procedimento – diferentemente do que ocorre no juízo estatal, caracterizado por seu caráter publicista. A confidencialidade, no entanto, depende de previsão na cláusula compromissória ou no regimento interno de arbitragem.

Esta diferenciação, entretanto, nem sempre esteve presente. Foi com as decisões das cortes australiana e sueca, em dois casos que relativizaram a confidencialidade, que o sigilo passou a ser compreendido não como inerente à arbitragem, mas dependente de previsão expressa (seja em lei, regulamento ou cláusula)¹⁰⁴. O caso australiano é o mais relevante, expondo de forma clara a diferenciação entre confidencialidade e privacidade:

Quando uma das partes produz documentos ou divulga informações à parte oposta de uma arbitragem, que é para ser mantida privada, os documentos ou a informação não são abarcados pela confidencialidade meramente por conta da privacidade da audiência. O uso de tais documentos no processo também não o caracteriza como privado. A absoluta confidencialidade dos documentos produzidos e da informação divulgada não é característica da arbitragem na Austrália. Assim, a parte que firmar uma cláusula compromissória não está se obrigando a manter total confidencialidade de todos os documentos e informações divulgados pela outra parte na arbitragem.¹⁰⁵

A partir da decisão acima referida e da decisão da Suprema Corte da Suécia¹⁰⁶ – a qual expressamente dispôs que “não há base para alegar que a AIT,

¹⁰⁴ LY, Filip; FRIEDMAN, Mark; BROZOLO, Luca Radicati di. International Law Association International Commercial Arbitration Committee's report and recommendations on 'confidentiality in International Commercial Arbitration'. In: BIENNIAL CONFERENCE IN THE HAGUE, 28., Haia. **Proceeding** [...]. Haia: arbitration International, 2010. p. 364-365.

¹⁰⁵ Traduzido pelo autor. Texto original: When one party produces documents or discloses information to an opposing party in an arbitration that is to be heard in private, the documents or information are not clothed with confidentiality merely because of the privacy of the hearing. Nor does the use of a document in such proceedings make the document confidential. Absolute confidentiality of documents produced and information disclosed in an arbitration is not a characteristic of arbitrations in Australia. Accordingly, a party who enters into an arbitration agreement is not taken merely on that account to have contracted to keep absolutely confidential all documents produced and information disclosed to that party by another party in the arbitration. In: MASON, C. J. *et al.* **Esso Australia resources Ltd and others V The Honourable Sidney James Plowman and others**. Sidney: High Court of Australia, 1995. Disponível em: <https://jade.io/article/67885>. Acesso em: 03 jan. 2024.

¹⁰⁶ Não foi possível localizar a decisão da Suprema Corte da Suécia na internet, apenas sendo ela referida por outros autores. Dessa maneira, em 03 de janeiro de 2024, o Autor solicitou o PDF da

devido ao contrato, estava sujeita a uma obrigação de confidencialidade”¹⁰⁷ em virtude de ausência de expressa previsão legal e contratual acerca da confidencialidade na arbitragem -, o sigilo passou a necessitar de previsão expressa para estar presente nos procedimentos arbitrais. Além disso, a Corte Superior da Suécia rejeitou a alegação de que as Regras de Arbitragem da United Nations Economic Commission for Europe (Unece), que preveem a privacidade da audiência arbitral, podem ser interpretadas de maneira a impor o dever de confidencialidade às partes¹⁰⁸. Portanto, a partir destas decisões, construiu-se o posicionamento doutrinário de que a confidencialidade deve ser expressamente prevista nas cláusulas compromissórias ou nos regimentos internos das câmaras de arbitragem.

Feita a diferenciação entre confidencialidade e privacidade, é importante enfatizar que não há uma maneira única de ser caracterizada a confidencialidade. Em virtude de tratar-se de acordo privado, a cláusula compromissória ou o regimento interno da câmara arbitral pode regular a confidencialidade de maneira ampla. Logo, pode obrigar diferentes agentes (árbitro, partes) e se estender a diferentes objetos (memoriais, sentença arbitral, documentos, audiências). Assim, quando prevista de forma ampla, a confidencialidade arbitral abarca desde o aspecto físico do procedimento (sala de audiência e documentos impressos apresentados à câmara) até os sistemas de informação (algumas câmaras arbitrais no Brasil utilizam sistemas de armazenamento em nuvem para armazenar as petições, documentos, memoriais e decisões, devendo a câmara garantir a devida proteção dos dados ali contidos e as partes garantir a confidencialidade dos códigos de acesso às pastas e aos documentos).

É possível traçar contornos genéricos da confidencialidade, especificamente no que se refere à sua faceta subjetiva: quem está a ela obrigado. Quando previsto o sigilo, todos os atuantes na arbitragem devem respeitá-lo, sobre eles incidindo tal dever. Qualquer participante de uma arbitragem, conseqüentemente, tem a obrigação de respeitar o sigilo previsto pelas partes ou pela câmara arbitral. Assim, desde os árbitros, as partes, os peritos e demais pessoas físicas ou jurídicas que

decisão diretamente a um e-mail disponibilizado pela Suprema Corte em seu site oficial, o qual foi respondido com o arquivo da decisão no dia seguinte pelo endereço arkivet.hogstادمstolen@dom.se. Além disso, o texto enviado estava em sueco, tendo sido utilizado o ChatGPT para tradução ao português.

¹⁰⁷ ESTOCOLMO. Suprema Corte da Suécia. **Bulgarian Foreign Trade Bank Ltd vs. A.I. Trade Finance Inc.** Contato via e-mail.

¹⁰⁸ ESTOCOLMO. Suprema Corte da Suécia. **Bulgarian Foreign Trade Bank Ltd vs. A.I. Trade Finance Inc.** Contato via e-mail.

tiverem acesso ao procedimento arbitral, estarão obrigadas a manter em segredo as informações ali obtidas. A partir desta afirmação, a pergunta que surge é quais informações devem permanecer em segredo: a subjetividade do sigilo arbitral (quem está obrigado) suscita questionamento sobre a sua objetividade (o que deve ser mantido em sigilo).

As possibilidades de compreensão são as mais diversas, podendo variar desde toda e qualquer informação contida no procedimento arbitral devendo permanecer em segredo, até posicionamentos mais flexíveis. Cada cláusula compromissória irá delimitar quais documentos devem ser mantidos em segredo, assim como cada regimento interno irá expor quais dados devem ser confidenciais. Na ausência de tais previsões, contendo apenas uma cláusula de confidencialidade genérica, deve-se interpretar de forma extensa: tudo é abarcado pela confidencialidade.

Explicado o ponto referente ao sigilo, é importante estudar no direito comparado e brasileiro como o tema é tratado. É sobre isto que versa o tópico seguinte: estuda-se, nele, as legislações sobre o tema, para depois verificar como o mercado no Brasil entende a confidencialidade arbitral.

3.2. A confidencialidade nas leis estrangeiras, na Lei nº 9.307/96 e no Projeto de Lei nº 2.925/2023

Fora do Brasil, os países dividem-se entre haver ou não previsão de confidencialidade em suas legislações¹⁰⁹. Como será visto neste subcapítulo, na França, a legislação é híbrida: prevê casos em que a arbitragem será confidencial, assim como casos em que não será. Porém, a regra é a divisão entre previsão de confidencialidade ou ausência de tal previsão.

¹⁰⁹ Para melhor interpretar e compreender as legislações dos países aqui referidos, encaminhou-se e-mail para um advogado de cada dentre Reino Unido, Estados Unidos, França e Alemanha, questionando como o respectivo país trata da confidencialidade arbitral: se é decorrente da lei ou deve ser prevista nas cláusulas compromissórias. Os advogados selecionados à pesquisa foram escolhidos por busca atualizada no site The Legal 500 (https://www.legal500.com/hall-of-fame/?_gl=1*1rtnku8*_up*MQ..*_ga*MTY5NTAzMjI1NC4xNzE1ODIxNDcz*_ga_JFNJC5V947*MTcxNTgyMTQ3My4xLjAuMTcxNTgyMTQ3My4wLjAuMA), com consulta em 15 de maio de 2024. Nos demais países citados neste subcapítulo não foi necessária a pesquisa aos advogados, à medida que (a) as leis pesquisadas ou (b) os livros estudados supriram as necessidades à presente dissertação.

3.2.1. A confidencialidade arbitral no direito comparado

Iniciando a análise pelos países de *civil law*, na Alemanha, “a confidencialidade arbitral não tem base legal explícita”¹¹⁰. Além da Alemanha, o mesmo ocorre na Itália¹¹¹. Assim, estes dois países, que influenciam o direito brasileiro até hoje, não têm previsão de confidencialidade arbitral em suas legislações.

Caso curioso ocorre na França, onde a arbitragem é regulada no livro IV do Código de Processo Civil. Separado em dois títulos, a legislação francesa prevê duas regras distintas acerca da confidencialidade. Enquanto as arbitragens internas têm previsão legal confidencialidade¹¹², as internacionais não são confidenciais. O artigo 1506 do Código de Processo Civil da França traz as disposições da arbitragem doméstica que são aplicáveis à arbitragem internacional, não fazendo referência à confidencialidade. Dessa maneira, não havendo nenhuma outra previsão sobre a confidencialidade no Título 2 do Livro IV, infere-se não ser decorrência da legislação a confidencialidade nas arbitragens internacionais que ocorram sob as leis da França^{113, 114}.

Já na legislação portuguesa, a previsão da confidencialidade é expressa no artigo 30º, nº 5 e 6:

¹¹⁰ CORDEIRO, António Menezes. **Tratado da Arbitragem**: comentários à Lei 63/2011, de 14 de dezembro. Coimbra: Almedina, 2015. p. 306.

¹¹¹ ITÁLIA. **Decreto 28 ottobre 1940, n. 1443**. Codice di Procedura Civile. Roma: Camera Dei Deputati, 1940. Disponível em: <https://www.altalex.com/documents/codici-altalex/2015/01/02/codice-di-procedura-civile>. Acesso em: 16 maio 2024.

¹¹² Art. 1464: “Sous réserve des obligations légales et à moins que les parties n'en disposent autrement, la procédure arbitrale est soumise au principe de confidentialité”. *In*: FRANÇA. **Code de Procédure Civile, de 21 de março de 1804**. Paris: Assemblée Nationale, 1804. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006070716/. Acesso em: 19 nov. 2023.

¹¹³ Art. 1506: “ moins que les parties en soient convenues autrement et sous réserve des dispositions du présent titre, s'appliquent à l'arbitrage international les articles: 1º 1446,1447,1448 (alinéas 1 et 2) et 1449, relatifs à la convention d'arbitrage ; 2º 1452 à 1458 et 1460, relatifs à la constitution du tribunal arbitral et à la procédure applicable devant le juge d'appui ; 3º 1462,1463 (alinéa 2), 1464 (alinéa 3), 1465 à 1470 et 1472 relatifs à l'instance arbitrale; 4º 1479,1481,1482,1484 (alinéas 1 et 2), 1485 (alinéas 1 et 2) et 1486 relatifs à la sentence arbitrale ; 5º 1502 (alinéas 1 et 2) et 1503 relatifs aux voies de recours autres que l'appel et le recours en annulation.”. *In*: FRANÇA. **Code de Procédure Civile, de 21 de março de 1804**. Paris: Assemblée Nationale, 1804. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006070716/. Acesso em: 19 nov. 2023.

¹¹⁴ Para obter esta informação e interpretação da lei francesa, o autor entrou em contato com o Dr. François Bordes, advogado do escritório Gaillard Banifatemi Shelbaya Disputes, com sedes em Paris, Londres e Nova Iorque, que, de forma atenciosa, clara e didática, explicou o funcionamento da arbitragem de acordo com o Código de Processo Civil Francês.

5 - Os árbitros, as partes e, se for o caso, as entidades que promovam, com carácter institucionalizado, a realização de arbitragens voluntárias, têm o dever de guardar sigilo sobre todas as informações que obtenham e documentos de que tomem conhecimento através do processo arbitral, sem prejuízo do direito de as partes tornarem públicos os actos processuais necessários à defesa dos seus direitos e do dever de comunicação ou revelação de actos do processo às autoridades competentes, que seja imposto por lei.

6 - O disposto no número anterior não impede a publicação de sentenças e outras decisões do tribunal arbitral, expurgadas de elementos de identificação das partes, salvo se qualquer destas a isso se opuser.¹¹⁵

O intuito de tal previsão na Lei de Arbitragem Voluntária de Portugal é tornar o método de resolução de conflito mais atrativo no país. Assim, os sujeitos que estão obrigados à confidencialidade em terras portuguesas são “todos os agentes que contactem com um procedimento arbitral”¹¹⁶, inclusive “os técnicos de som”¹¹⁷.

Dessa maneira, diferentemente da Alemanha e da Itália, França e Portugal, que também têm influência sobre o direito brasileiro, trazem previsão de confidencialidade em suas legislações. Ainda que de forma híbrida, como no caso francês, as previsões estão presentes.

Em relação às terras próximas ao Brasil, os países da América do Sul também dividem-se quanto à presença ou não de previsão de confidencialidade arbitral na legislação, ainda que apenas um país traga a previsão. Neste sentido, exemplar é o Decreto Legislativo nº 1071 do Peru, que prevê, em seu artigo 51, a confidencialidade de maneira clara e abrangente¹¹⁸. As legislações da Argentina¹¹⁹, Uruguai¹²⁰, Chile¹²¹ e Colômbia¹²² nada referem acerca da confidencialidade.

¹¹⁵ PORTUGAL. **Lei nº 63/2011, de 14 de dezembro de 2011**. Aprova a Lei da Arbitragem Voluntária. Lisboa: Procuradoria-Geral Distrital de Lisboa, 2011. Disponível em: https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1579&tabela=leis#:~:text=1%20%2D%20Os%20C3%A1rbitros%20devem%20ser,devem%20ser%20independentes%20e%20imparciais. Acesso em: 19 nov. 2023.

¹¹⁶ CORDEIRO, António Menezes. **Tratado da Arbitragem**: comentários à Lei 63/2011, de 14 de dezembro. Coimbra: Almedina, 2015. p. 307.

¹¹⁷ CORDEIRO, António Menezes. **Tratado da Arbitragem**: comentários à Lei 63/2011, de 14 de dezembro. Coimbra: Almedina, 2015. p. 307.

¹¹⁸ PERU. **Decreto Legislativo nº 1071 de 1 de setembro de 2008**. Decreto Legislativo que normal el arbitraje. Lima: Peru, 2008. Disponível em: <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/377449/DL-1071-ley-que-norma-el-arbitraje.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2023.

¹¹⁹ ARGENTINA. **Ley 27449, de 4 de julho de 2018**. Ley de Arbitraje Comercial Internacional. Buenos Aires: Ministerio de Justicia de la Nación, 2018. Disponível em: <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/310000-314999/312719/norma.htm>. Acesso em: 19 nov. 2023.

¹²⁰ URUGUAI. **Ley nº 19636, de 26 de julho de 2018**. Ley de Arbitraje Comercial Internacional. Montevideo: Poder Ejecutivo, 2018. Disponível em: <https://www.impo.com.uy/bases/leyes-originales/19636-2018>. Acesso em: 19 nov. 2023.

¹²¹ CHILE. **Ley 19971, de 29 de setembro de 2004**. Sobre Arbitraje Comercial Internacional. Santiago: Ministerio de Justicia, 2004. Disponível em: <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?idNorma=230697>. Acesso em: 19 nov. 2023.

Já em relação ao direito consuetudinário, os dois países expoentes, quais sejam, a Inglaterra e os Estados Unidos, não possuem previsão de confidencialidade em legislação. Por exemplo, nos EUA, o *Arbitration Act* nada refere acerca do tema¹²³.

Dessa forma, os países dividem-se quanto à previsão da confidencialidade, entre os que expressamente determinam que os procedimentos arbitrais serão confidenciais e os que são silentes quanto ao tema. A França, como foi visto, não se amolda a nenhum dos casos, tratando-se de um país que tem sua própria classificação: trata as arbitragens domésticas diversamente das internacionais. No tópico seguinte, será discorrido sobre a confidencialidade arbitral no Brasil.

3.2.2. A confidencialidade arbitral no Brasil

Em nosso país, a norma que regula a arbitragem é a Lei de Arbitragem Brasileira (LAB), sancionada em 23 de setembro de 1996. Diferentemente de Portugal, da França e do Peru, e semelhante à Inglaterra, Estados Unidos, Alemanha e demais países sul-americanos, a lei não traz dentre suas previsões o dever de confidencialidade das partes. Entretanto, prevê a discricção do árbitro, conforme art. 13, § 6º: “No desempenho de sua função, o árbitro deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e discricção”¹²⁴.

A doutrina diverge quanto ao significado do termo discricção. A maioria dos juristas compreende não se tratar de confidencialidade, enquanto alguns entendem serem sinônimos.

Dentre os que compreendem que sigilo e discricção não são sinônimos, há juristas como Carlos Alberto Carmona¹²⁵, José Maria Rossani Garcez, Ivan

¹²² COLÔMBIA. **Ley 1563, de julho de 2012**. Por médio de cual se expide el Estatuto de Arbitraje Nacional e Internacional y se dictan otras disposiciones. Bogotá: El Congreso de Colombia, 2012. Disponível em: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=48366>. Acesso em: 19 nov. 2023.

¹²³ CORDEIRO, António Menezes. **Tratado da Arbitragem**: comentários à Lei 63/2011, de 14 de dezembro. Coimbra: Almedina, 2015. p. 306.

¹²⁴ BRASIL. **Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996**. Dispõe sobre a arbitragem. Brasília, DF: Presidência da República, 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9307.htm. Acesso em: 09 dez. 2023.

¹²⁵ Neste sentido, “Uma coisa é a sobriedade do árbitro, de quem se espera comportamento discreto; outra, bem diversa, é o sigilo”. CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e processo**: um comentário à Lei nº 9.307/96. 3. ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Atlas, 2009. p. 246.

Martinelli¹²⁶, Rafael Braude Canterji, Ricardo Ranzolin¹²⁷, Mariana Gofferjé Pereira¹²⁸. Em sentido contrário, há o posicionamento de José Emílio Nunes Pinto¹²⁹, André Luís Monteiro, Sérgio Nelson Mannheimer e José Antônio Fichtner¹³⁰. Assim, ambos os posicionamentos possuem renomados defensores.

No presente trabalho, filia-se à corrente que entende haver diferença entre discricção e confidencialidade. Dentre os motivos, entende-se que a vontade do legislador, caso fosse impor ao árbitro o dever de confidencialidade, teria utilizado este termo e não simplesmente discricção. Aliás, olhando-se por um prisma literal da palavra discricção, esta representa característica daquilo que é discreto, reservado. A confidencialidade, por sua vez, é mais bem representada pelo segredo da informação – o dever de não divulgar dados a terceiros estranhos à arbitragem.

¹²⁶ Neste sentido, “Numa análise de nossa Lei de Arbitragem (LA) fica constatado que ela não estabelece, expressamente, que a arbitragem deva ser confidencial. Pela simples letra da lei, as partes, os árbitros (exceto quanto à discricção que os árbitros devem empregar, como prevê o art. 13, § 6º, da LA) e os terceiros que auxiliam a arbitragem pelas entidades institucionais ou, ainda, aqueles que prestam esclarecimentos e depoimentos não estariam, em princípio, legalmente obrigados a manter confidencialidade ou impedidos de fornecer quaisquer informações sobre a arbitragem.” *In*: GARCEZ, José Maria Rossani; MARTINELLI, Ivan. A confidencialidade na Arbitragem. *In*: VERÇOSA, Fabiane *et al.* (coord.). **Arbitragem e Mediação**: temas controvertidos. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 239.

¹²⁷ Neste sentido, “No que pertine, especificamente, ao dever de sigilo, a Lei de Arbitragem brasileira, apesar de estabelecer no artigo 13, § 6º, que o árbitro no desempenho de sua função deve proceder com “discricção”, não estabelece qualquer obrigação *ex lege* em tal sentido, deixando que a convenção das partes seja a soberana para delimitar a matéria.” *In*: CANTERJI, Rafael Braude; RANZOLIN, Ricardo. Dever de sigilo do advogado quando atua como árbitro no direito brasileiro. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 53, p. 335-354, jun. 2017. p. 337.

¹²⁸ Neste sentido, “Por derradeiro, o dever do árbitro de manter a discricção não se confunde com o dever de O contrato entre o árbitro e as partes no direito brasileiro confidencialidade do procedimento arbitral”. *In*: PEREIRA, Mariana Gofferjé. O contrato entre o árbitro e as partes no Direito Brasileiro. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 65, p. 227-274, jun. 2020. p. 337-338.

¹²⁹ Neste sentido, “Como já tivemos a oportunidade de mencionar, a Lei de Arbitragem é parcialmente silente quanto ao sigilo a ser observado pelas partes em procedimentos arbitrais. Afirmamos ser silente apenas parcialmente por entendermos que, em relação aos árbitros, o art. 13, § 6.º, da Lei 9.307/1996, ao exigir que os árbitros, no desempenho de sua função, ajam com “discricção”, impõe a eles o sigilo sobre o procedimento, seus atos, documentos, informações e dados trazidos pelas partes e, ainda, quanto à própria sentença arbitral. Portanto, o dever de sigilo imposto aos árbitros está contido na expressão, proceder com discricção.” *In*: PINTO, José Emílio Nunes. A Confidencialidade na Arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 6, p. 25-36, set. 2005. p. 28.

¹³⁰ Neste sentido, “A Lei de Arbitragem brasileira, na linha da maioria das legislações estrangeiras, não possui disposição expressa abrangente acerca da confidencialidade, destacando apenas, no art. 13, § 6.º, que “No desempenho de sua função, o árbitro deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e discricção”. A única referência explícita, pois, que a Lei 9.307/1996 faz à matéria é quando trata do dever de discricção do árbitro, que, assim, deve guardar sigilo em relação à existência da arbitragem, às informações obtidas, aos documentos trazidos aos autos, às provas produzidas no curso do processo, bem como, evidentemente, às decisões do caso”. *In*: FICHTNER, José Antônio; MANNHEIMER, Sérgio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A confidencialidade na Arbitragem: regra geral e exceções. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 49, p. 227-285, mar. 2012. p. 230.

No entanto, a relevância de tal discussão restringe-se ao campo acadêmico – ao menos por enquanto. Isto ocorre à medida que todas as câmaras arbitrais no Brasil possuem, em seus regimentos internos ou regulamentos de arbitragem, cláusulas que determinam a confidencialidade do procedimento. Logo, sendo o dever de confidencialidade dos árbitros *ex lege* ou não, as informações existentes nos procedimentos arbitrais não poderão ser divulgadas em virtude de previsões estatutárias.

Conseqüentemente, quando envolvidas em procedimentos arbitrais cujo tema seja direito societário, as companhias abertas estarão sujeitas ao regime de confidencialidade por conta do regimento arbitral. Concomitantemente, entretanto, estarão sujeitas ao regime de divulgação de informações do mercado de capitais.

Esta situação, no entanto, tende a alterar com o Projeto de Lei nº 2.925/2023, que tem como objetivo alterar alguns artigos da Lei das S.A. e da Lei do Mercado de Valores Mobiliários. Determinações interessantes contidas no Projeto dizem respeito à divulgação das informações de arbitragens envolvendo companhias abertas e, inclusive, sobre o procedimento de arbitragens. A justificativa apresentada ao projeto junto à Presidência da República, em 02 de junho de 2023, enfatiza o estudo realizado em conjunto entre a CVM, o Ministério da Fazenda e a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico (OCDE), no qual se comparou o modelo de governança corporativa do direito brasileiro com os de outras jurisdições. A partir do estudo realizado, surgiu o Relatório OCDE Sobre Arbitragem Coletiva, em que as sugestões da Organização foram o desenvolvimento de regras que disponham sobre divulgação das informações das arbitragens envolvendo direito societário das companhias abertas¹³¹. A exposição de motivos ao Projeto de Lei (PL) resume o problema envolvido no presente trabalho:

O projeto prevê, também, a publicidade em processos arbitrais para que haja transparência nos casos que tratem de direito societário. Tal medida justifica-se pois os conflitos societários entre acionistas minoritários e administradores ou acionistas controladores envolvem uma dimensão flagrantemente coletiva, sobretudo quanto aos direitos individuais homogêneos da comunidade de acionistas da companhia mas que, em

¹³¹ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Relatório OCDE Sobre Arbitragem Coletiva: “Private Enforcement of Shareholders Rights: a Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil”. In: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (coords.). **Arbitragem coletiva societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 584.

sentido mais amplo, pode afetar os interesses de todos os participantes do mercado de valores mobiliários.¹³²

Em relação ao procedimento, é importante notar o que dispõe a inclusão proposta ao art. 31 da LMVM, criando-se o § 5º a tal artigo. A proposta refere que em arbitragens cuja matéria seja competência da CVM, deverá haver a intimação da entidade para que ela ofereça parecer ou preste esclarecimentos¹³³. Porém, as maiores modificações constantes do Projeto encontram-se na LSA.

O art. 2º do Projeto prevê a alteração dos artigos 109, 122, 134, 159, 246 e 291 da LSA. Ao presente trabalho, merece destaque especificamente as alterações propostas ao art. 109 do Projeto, que prevê a alteração do § 3º e a criação de outros três parágrafos ao dispositivo legal. A redação do artigo, se aprovado o projeto, irá determinar que os litígios envolvendo companhias abertas, seus administradores e acionistas podem ser submetidos à arbitragem (§ 3º), que tais arbitragens envolvendo direito societário sejam públicas (§ 4º), bem como que as instituições arbitrais deverão dar publicidade aos precedentes envolvendo as companhias abertas (§ 5º) e, por fim, que a CVM poderá dispor sobre requisitos adicionais em relação às instituições arbitrais que atuem nas demandas que envolvam as matérias societárias (§ 6º)¹³⁴. Assim, caso aprovado, o PL nº 2925/2023 garantirá a publicidade dos procedimentos arbitrais envolvendo companhias abertas, possibilitando que as recomendações da OCDE sejam cumpridas.

¹³² BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos n.º 00045/2023 MF**. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 2023. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2284015. Acesso em: 29 maio 2024.

¹³³ BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 2925/2023**. 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, 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 29 maio 2024.

¹³⁴ A redação prevista para os parágrafos é a seguinte: “Art. 109. (...) § 3º O estatuto pode estabelecer que as divergências que envolvam a companhia, seus acionistas e administradores sejam solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar. § 4º Os procedimentos arbitrais relativos a companhias abertas serão públicos, nos limites estabelecidos na regulamentação a ser editada pela Comissão de Valores Mobiliários. § 5º As instituições arbitrais darão publicidade a seus precedentes relativos a demandas que envolvam companhias abertas e os divulgarão em seus sítios eletrônicos, organizados por questão jurídica decidida. § 6º Ato da Comissão de Valores Mobiliários poderá dispor sobre os requisitos adicionais às instituições arbitrais nas ações que envolvam companhias abertas, inclusive quanto à necessidade de explicitar, em seus regulamentos, o procedimento para a reunião dos processos arbitrais nas hipóteses de conexão e continência, na forma prevista no § 4º-E do art. 159 BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 2925/2023**. 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, 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 29 maio 2024.

O PL nº 2925/2023 representa um avanço, garantindo completa publicidade dos procedimentos arbitrais sem aplicação de maiores custos às companhias listadas. Assim, ao passo que, por enquanto, a divulgação de comunicação sobre demanda societária não garante a total transparência dos procedimentos, à medida que as informações divulgadas são as escolhidas pela própria companhia e, além disso, não são incorporadas ao documento os autos dos procedimentos, com a modificação legal haverá ganhos ao mercado, possibilitando que os investidores, se desejarem, acessem os autos dos procedimentos arbitrais, podendo avaliar com maior acurácia o risco envolvendo a ação, além da forma como a própria companhia divulgou.

No subcapítulo seguinte, estudar-se-á os regimentos internos das câmaras arbitrais, à medida que, como foi verificado no presente subcapítulo, a legislação brasileira, enquanto não aprovado o PL nº 2925/2023, não garante a confidencialidade dos procedimentos. Assim, verificar-se-á como o tema é delimitado pelo próprio mercado.

3.3. Os regimentos internos das câmaras arbitrais

Para verificar os regimentos internos das câmaras de arbitragem no Brasil, é necessário delimitar quais câmaras serão utilizadas na análise. Para tal, utilizar-se-á como base o ranking da Leaders League de 2023 na categoria Resolução de Conflitos – Câmaras de Arbitragem¹³⁵. A escolha, dessa maneira, tem o intuito de analisar as câmaras arbitrais mais bem conceituadas no mercado brasileiro, buscando compreender como os agentes mais relevantes do mercado tratam o tema envolvendo a confidencialidade das demandas. O *ranking* está subdividido da seguinte forma:

Quadro 1 – Principais câmaras arbitrais no Brasil

(continua)

Líder	Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC)
Excelente	Câmara de Mediação e Arbitragem Empresarial (CAMARB)

¹³⁵ RESOLUÇÃO de conflitos: Câmaras de Arbitragem. In: LEADERS League. Paris, 2023. Disponível em: <https://www.leadersleague.com/pt/rankings/resolucao-de-conflitos-camaras-de-arbitragem-ranking-2023-camaras-de-arbitragem-brasil>. Acesso em: 28 dez. 2023.

(conclusão)

Excelente	<i>International Court of Arbitration of the ICC (ICC)</i>
	Câmara Americana de Comércio para o Brasil (Amcham Brasil)
	Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem (CIESP/FIESP)
	Câmara FGV de Mediação e Arbitragem
	Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem (CBMA)
	Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM)
Altamente recomendado	Câmara de Mediação e Arbitragem da Associação Comercial do Paraná (ARBITAC)
	Conselho Arbitral do Estado de São Paulo (CAESP)
	Câmara de Arbitragem e Mediação da FIESP (CAMFIEP)

Fonte: adaptado de Leaders League.¹³⁶

A metodologia utilizada para estudar se a câmara arbitral possui cláusula de confidencialidade às arbitragens foi simples: procurou-se, da leitura dos estatutos ou regimentos internos, artigos que indicassem a cláusula de confidencialidade. A partir das respostas encontradas, elaborou-se a tabela abaixo, com o questionamento se há previsão de confidencialidade ou não.

Dessa forma, passa-se a verificar o regimento interno de cada uma das câmaras de arbitragem especificamente no que se refere ao sigilo (referir-se-á às câmaras por meio de suas abreviaturas). Assim, elaborou-se o Quadro 2, fazendo alusão às previsões de confidencialidade.

Quadro 2 – Regimento interno das câmaras de arbitragem

(continua)

Câmara	Há previsão de sigilo/confidencialidade no Regulamento de Arbitragem?
CAM-CCBC	Sim, art. 39 ¹³⁷ .
CAMARB	Sim, art. 13.1 ¹³⁸ .

¹³⁶ RESOLUÇÃO de conflitos: Câmaras de Arbitragem. *In*: LEADERS League. Paris, 2023. Disponível em: <https://www.leadersleague.com/pt/rankings/resolucao-de-conflitos-camaras-de-arbitragem-ranking-2023-camaras-de-arbitragem-brasil>. Acesso em: 28 dez. 2023.

¹³⁷ CENTRO DE ARBITRAGEM E MEDIAÇÃO (CAM). **Regulamento de Arbitragem da CAM-CCBC, de 1º de agosto de 2022**. Rio de Janeiro: CAM-CCBC, 2022. Disponível em: <https://ccbc.org.br/cam-ccbc-centro-arbitragem-mediacao/wp-content/uploads/sites/10/2023/05/Regulamento-de-Arbitragem-2022.pdf>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹³⁸ CÂMARA DE MEDIAÇÃO E ARBITRAGEM EMPRESARIAL BRASIL (CAMARB). **Regulamento de Arbitragem Camarb, de 12 de agosto de 2019**. Belo horizonte: Camarb, 2019. Disponível em:

(conclusão)

Câmara	Há previsão de sigilo/confidencialidade no Regulamento de Arbitragem?
ICC	Sim, art. 8º do apêndice ¹³⁹ .
Amcham Brasil	Sim, art. 10 ¹⁴⁰ .
CIESP/FIESP	Não há previsão ¹⁴¹ . A única previsão é contida no Regimento Interno da Câmara, que refere competir à Secretaria-Geral “manter sob sua guarda os documentos da Câmara e atualizados os registros, resguardando o sigilo necessário” ¹⁴² .
CBMA	Sim, art. 17 ¹⁴³ .
CAM	Sim, art. 9.1 ¹⁴⁴ .
ARBITAC	Sim, art. 54 ¹⁴⁵ .
CAESP	Sim, art. 67 ¹⁴⁶ .
CAMFIEP	Sim, art. 37.3 ¹⁴⁷ .

Fonte: adaptado dos *sites* das câmaras a que se referem os regulamentos.

https://camarb.com.br/wpp/wp-content/uploads/2019/10/regulamento-de-arbitragem-camarb-2019_atualizado2019.pdf. Acesso em: 1 jan. 2024.

jan. 2024.

¹³⁹ INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (ICC). **Arbitration Rules 2021**. Paris: ICC, 2021. Disponível em: <https://iccwbo.org/dispute-resolution/dispute-resolution-services/arbitration/rules-procedure/2021-arbitration-rules/#block-accordion-51>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹⁴⁰ AMCHAM. **Regulamento de Arbitragem da AMCHAM Brasil, de 2023**. São Paulo: AMCHAM, 2023. Disponível em: <https://estatico.amcham.com.br/arquivos/2023/arbitragem-comercial-regulamento-2023-v2.pdf>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹⁴¹ CÂMARA DE CONCILIAÇÃO, MEDIÇÃO E ARBITRAGEM CIESP/FIESP. **Regulamento de Arbitragem**. São Paulo: Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem, 2022. Disponível em: https://www.camaradearbitragemsp.com.br/pt/res/docs/arbitragem/CMASP_Regulamento_Arbitragem_Atualizado_2022.pdf. Acesso em: 1º jan. 2024.

¹⁴² CÂMARA DE CONCILIAÇÃO, MEDIÇÃO E ARBITRAGEM CIESP/FIESP. **Regimento Interno da CIESP/FIESP**. São Paulo: Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem, 2023. Disponível em: <http://www.camaradearbitragemsp.org.br/pt/atos-normativos/regimento-Interno.html>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹⁴³ CENTRO BRASILEIRO DE MEDIAÇÃO E ARBITRAGEM (CBMA). **Regulamento de arbitragem**. Rio de Janeiro: CBMA, 2013. Disponível em: <https://cbma.com.br/wp-content/uploads/2022/01/Regulamento-de-Arbitragem-valido-a-partir-de-01.02.2013.pdf>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹⁴⁴ CÂMARA DO MERCADO (CAM). **Regulamento de Arbitragem**. São Paulo: CAM, 2011. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem.html>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹⁴⁵ CÂMARA DE MEDIAÇÃO E ARBITRAGEM ARBITAC. **Regulamento de Arbitragem**. Curitiba: Arbitac, 2021. Disponível em: <https://arbitac.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Regulamento-de-Arbitragem-da-ARBITAC-5.pdf>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹⁴⁶ CONSELHO ARBITRAL DO ESTADO DE SÃO PAULO (CAESP). **Regulamento de Arbitragem**. São Paulo: Caesp, 2023. Disponível em: <https://caesp.org.br/arbitragem/>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹⁴⁷ CÂMARA DE ARBITRAGEM E MEDIAÇÃO DA FIEP (CAMFIEP). **Regulamento de Arbitragem e Mediação da Câmara de Arbitragem e Mediação da Federação das Indústrias do Estado do Paraná**. Curitiba: CAMFIEP, 2014. Disponível em: [https://www.fiepr.org.br/camfiep/sobre/regulamentoecodigodeetica/uploadAddress/CAMFIEP-Regulamento-de-Arbitragem-e-Mediacao\[100094\].pdf](https://www.fiepr.org.br/camfiep/sobre/regulamentoecodigodeetica/uploadAddress/CAMFIEP-Regulamento-de-Arbitragem-e-Mediacao[100094].pdf). Acesso em: 1 jan. 2024.

Percebe-se, dessa forma, que praticamente todas as câmaras arbitrais elencadas no ranking possuem previsão de confidencialidade em seu regimento interno ou no regulamento de arbitragem. Portanto, levando-se em conta que, das onze principais câmaras arbitrais, dez têm alguma forma de previsão de confidencialidade, isto representa 90,9% das entidades que lideram o mercado nacional acerca do tema (destaca-se que a câmara que não prevê a confidencialidade, dispõe em seu estatuto sobre o dever de sigredo e guarda dos documentos). Dessa maneira, a ausência de previsão de confidencialidade na Lei de Arbitragem Brasileira acaba não trazendo impactos relevantes na prática mercadológica, levando-se em conta o fato de a confidencialidade estar prevista amplamente nos regimentos das câmaras de arbitragem.

Dentre as câmaras referidas, a que mais interessa ao presente trabalho é a CAM, posto que é a câmara arbitral utilizada para os procedimentos envolvendo as demandas societárias de companhias abertas. Assim, passa-se a verificar detidamente o sigilo no âmbito do regulamento de arbitragem da CAM, a qual está prevista na cláusula 9.1. da CAM:

9 DISPOSIÇÕES GERAIS

9.1 Sigilo. 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 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.

9.1.2 A divulgação das informações na forma do item 7.10 não representará violação ao sigilo do procedimento arbitral.¹⁴⁸

Assim, em regra, o procedimento arbitral no âmbito da CAM deve permanecer em sigilo, abarcando qualquer pessoa que tenha acesso à arbitragem em decorrência de atividade profissional. Há, na redação do artigo, duas exceções relevantes.

A cláusula 9.1.2. permite a divulgação periódica de ementários. A CAM, dessa forma, constantemente divulga um apanhado de ementas das decisões arbitrais¹⁴⁹. A

¹⁴⁸ CÂMARA DO MERCADO (CAM). **Regulamento de Arbitragem**. São Paulo: CAM, 2011.

Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem.html>. Acesso em: 1 jan. 2024.

¹⁴⁹ CÂMARA DO MERCADO (CAM). **Ementário de sentenças arbitrais**. São Paulo: CAM, 2023.

Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/assets/pt-BR/6-edicao-ementario.pdf>. Acesso em: 17 jan. 2024.

disponibilização do documento referido não representa o cenário ideal do *disclosure* no âmbito do mercado de capitais, à medida que não possibilita aos acionistas das companhias o conhecimento acerca das decisões referentes às empresas investidas. Veja-se, por exemplo, trecho de ementa relativa a uma demanda societária na qual o objeto da lide era a ausência de distribuição dos dividendos obrigatórios:

3. São perfeitamente válidas e eficazes as cláusulas [...] do Acordo de Subscrição e o Art. [...] do Estatuto, que autorizam a conversão das ações preferenciais classe A conversíveis em ordinárias (Art. [...] do Estatuto). 4. No que concerne ao atraso na conclusão da construção da [...] e sua relação com a assinatura do 2º Aditivo com a empresa R, e a alegação das Requerentes de que foi ocasionado por resistência das Requeridas em aprovarem a assinatura do 2º Aditivo, tal afirmação não procede à luz das provas coligidas nesta arbitragem. [...].¹⁵⁰

Percebe-se que a ementa divulgada anonimiza os dados relativos à companhia que é parte do procedimento arbitral, impondo assimetria informacional entre aqueles acionistas que participaram da ação (normalmente com maior poder aquisitivo e relevante participação societária) e aqueles que não participaram. Dessa maneira, tanto o mercado, quanto os acionistas que não sejam parte do procedimento, não têm conhecimento da arbitragem. Além de propiciar maior assimetria informacional, ocasiona discrepância em relação aos custos de transação: aos minoritários, os custos de obtenção das informações acerca do procedimento arbitral são consideráveis, ao passo que, aos acionistas controladores, tais custos são proporcionalmente baixos.

A segunda exceção encontra-se na cláusula 9.1. Nos casos em que houver legislação ou previsão de órgão regulador impondo o dever de transparência, não poderá o procedimento permanecer em sigilo. A relevância desta disposição contida no Regulamento da CAM ganhou contornos ainda mais importantes a partir da edição da RCVM nº 80/2022, a qual prevê a divulgação de informações de demandas societárias no seu Anexo I, conforme já verificado em capítulo pertinente. Além disso, terá maior importância ainda se for considerada a possibilidade de nova previsão legal acerca da confidencialidade arbitral envolvendo as demandas societárias de companhias abertas, nos termos do PL nº 2925/2023.

¹⁵⁰ CÂMARA DO MERCADO (CAM). **Ementário de sentenças arbitrais**. São Paulo: CAM, 2023. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/assets/pt-BR/6-edicao-ementario.pdf>. Acesso em: 17 jan. 2024.

Dessa maneira, nas demandas que envolvam direito societário no âmbito das companhias abertas e que estejam sendo processadas na CAM, haverá o dever de *disclosure*, possibilitando redução da assimetria de informações entre o mercado e os participantes do procedimento arbitral. É necessário verificar como o mercado tem atuado na prática em relação ao dever de divulgação das demandas societárias. É o que será analisado por este trabalho no capítulo 5. No subcapítulo seguinte, estudar-se-á os Estatutos Sociais das companhias listadas no segmento do novo mercado para verificar como está disposto o sigilo.

3.4. Os estatutos sociais das companhias abertas

Considerando haver mais de 400 companhias listadas em bolsa de valores no Brasil¹⁵¹, é necessário um corte para estabelecer quais companhias abertas serão objeto do presente estudo. É importante frisar que as empresas que têm a obrigação de incluir cláusula arbitral em seus regimentos internos são as que estão listadas no segmento do Novo Mercado. Dispõe o Regulamento do Novo Mercado o seguinte:

Art. 39 O estatuto social deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda da sua condição de emissor, acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, e em especial, decorrentes das disposições contidas na Lei nº 6.385/76, na Lei nº 6.404/76, no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de valores mobiliários em geral, além daquelas constantes deste regulamento, dos demais regulamentos da B3 e do contrato de participação no Novo Mercado.¹⁵²

Assim, das mais de 400 empresas listadas em bolsa de valores, 191 estão no Novo Mercado, o segmento de listagem com a mais alta governança corporativa da

¹⁵¹ OLIVEIRA, Isaac de. Dobra número de empresas que pedem para sair da bolsa. O que isso indica? *In*: ESTADÃO. São Paulo, 30 out. 2023. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/negocios/dobra-empresas-sair-bolsa-que-significa/#:~:text=A%20redu%C3%A7%C3%A3o%20do%20n%C3%BAmero%20de,rela%C3%A7%C3%A3o%20a%20agosto%20de%202023.> Acesso em: 18 jan. 2024.

¹⁵² BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Regulamento do Novo Mercado**. São Paulo: B3, 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/ED/C4/C1/2D/F99068101BBF1068AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Versao%202023_.pdf. Acesso em: 29 maio 2024.

bolsa de valores no Brasil¹⁵³. Dessa maneira, todas as 191 empresas, que incluem gigantes do mercado nacional como Banco do Brasil, Embraer, Rumo, Suzano e Vale, devem ter cláusula compromissória.

O interesse em estar em tal segmento de listagem é puramente econômico. Neste sentido, “pretendeu a Bolsa conferir ao mercado ambiente de negociação que atraíssem o interesse dos investidores e que, paralelamente, valorizassem as companhias nele listadas”¹⁵⁴. O objetivo almejado pela bolsa de valores brasileira foi exitoso, uma vez que estudos empíricos demonstram que a melhora dos níveis de governança corporativa possibilita que as companhias listadas sejam mais bem avaliadas pelo mercado, ocasionando no aumento do preço de suas ações^{155,156}.

A utilização da arbitragem no mercado de capitais mostra-se relevante ao se notar que, além das empresas listadas no novo mercado, seis das dez empresas com maior capitalização de mercado no Brasil possuem cláusula compromissória em seus estatutos sociais¹⁵⁷, embora apenas duas delas estejam no segmento de listagem do Novo Mercado. No Quadro 3, verifica-se quais empresas possuem cláusula compromissória nos estatutos sociais.

Quadro 3 – Empresas que possuem cláusula compromissória nos estatutos sociais

(continua)

Empresa	Valor de mercado	Cláusula compromissória?	Listada no Novo Mercado?
Petrobrás	R\$ 436 bi	Sim, art. 59 ¹⁵⁸	Não
Vale	R\$ 295 bi	Sim, art. 53 ¹⁵⁹	Sim

¹⁵³ O mercado de capitais nacional tem cinco segmentos de listagem, sendo o Novo Mercado o que garante a maior governança corporativa. Os outros segmentos são o Nível 1 (que é o que garante o menor grau de governança corporativa às companhias abertas), Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2.

¹⁵⁴ EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais**: regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2019. p. 347.

¹⁵⁵ CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 11, n. 1, p. 96-117, mar. 2014. p. 99.

¹⁵⁶ BESARRIA, Cássio Nóbrega *et al.* A qualidade das informações prestadas pelas empresas reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia (RACE)**, Joaçaba, v. 14, n. 1, p. 11-38, abr. 2015. p. 15.

¹⁵⁷ AS 10 maiores empresas do Brasil – Petrobrás, Vale e Itaú na lista! *In*: EXAME. São Paulo, 07 dez. 2023. Disponível em: <https://exame.com/invest/guia/quais-sao-as-maiores-empresas-do-brasil/>. Acesso em: 18 jan. 2024.

¹⁵⁸ PETROBRAS. **Estatuto Social da Petrobrás, de 30 de novembro de 2023**. Rio de Janeiro: Petrobras, 2023. Disponível em: https://sindipetro.org.br/wp-content/uploads/2024/04/Estatuto-Social-da-Petrobras_AGE-30-11-2023.pdf. Acesso em: 21 jan. 2024.

(conclusão)

Empresa	Valor de mercado	Cláusula compromissória?	Listada no Novo Mercado?
Itaú Unibanco	R\$ 248 bi	Não ^{160,161}	Não
Ambev	R\$ 218 bi	Não ¹⁶²	Não
Weg	R\$ 150 bi	Sim, art. 41 ¹⁶³	Sim
Bradesco	R\$ 150 bi	Não ¹⁶⁴	Não
Banco do Brasil	R\$ 135 bi	Sim, art. 53 ¹⁶⁵	Não
BTG	R\$ 125 bi	Sim, art. 39 ¹⁶⁶	Não
Santander	R\$ 102 bi	Sim, art. 48 ¹⁶⁷	Não
Itaúsa	R\$ 90 bi	Não ¹⁶⁸	Não

Fonte: adaptado dos Estatutos Sociais das companhias referidas.

Conforme nota-se, dentre as dez maiores empresas do Brasil, seis têm previsão de arbitragem em seus estatutos sociais, sendo que todas utilizam a Câmara de Arbitragem do Mercado. Apenas dentre as dez maiores empresas do mercado, conforme tabela acima, cerca de 2 trilhões de reais em valor de mercado

¹⁵⁹ VALE. **Estatuto Social Vale S.A., de 21 de dezembro de 2022**. Rio de Janeiro: Vale, 2022. Disponível em: <https://vale.com/documents/d/guest/estatuto-social>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶⁰ UNIBANCO. **Estatuto Social do Itaú Unibanco Holding S.A., de 30 de novembro de 2023** (Pendente de homologação pelo Banco Central do Brasil). São Paulo: Itaú Unibanco, 2023. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/download-file/v2/d/42787847-4cf6-4461-94a5-40ed237dca33/a30bf839-509d-5a39-3b87-dd3099770fc1?origin=1>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶¹ UNIBANCO. **Estatuto Social do Itaú Unibanco Holding S.A., de 30 de novembro de 2023** (Pendente de homologação pelo Banco Central do Brasil). São Paulo: Itaú Unibanco, 2023. Disponível em: <https://www.itaubank.com.br/download-file/v2/d/42787847-4cf6-4461-94a5-40ed237dca33/a30bf839-509d-5a39-3b87-dd3099770fc1?origin=1>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶² AMBEV. **Estatuto Social Ambev S.A., de 28 de abril de 2023**. São Paulo: Ambev, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/c8182463-4b7e-408c-9d0f-42797662435e/85b04497-31fe-f504-775e-ec9a77c3d065?origin=2>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶³ WEG. **Estatuto Social da Weg S.A., de 25 de abril de 2023**. Jaraguá do Sul: WEG, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/50c1bd3e-8ac6-42d9-884f-b9d69f690602/1a6bf015-6444-799e-a226-d37f1bd5d82a?origin=1>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶⁴ BRADESCO. **Estatuto Social Banco Bradesco S.A., de 10 de março de 2023**. Osasco: Bradesco, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/80f2e993-0a30-421a-9470-a4d5c8ad5e9f/9d3c793b-df99-20b5-9081-6d6337bdabc1?origin=2>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶⁵ BANCO DO BRASIL. **Estatuto Social do Banco do Brasil S.A., de 27 de abril de 2017**. Brasília: Banco do Brasil, 2017. Disponível em: <https://www.bb.com.br/docs/pub/siteEsp/ri/pt/dce/dwn/EstatutoSocial.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶⁶ BANCO BTG PACTUAL. **Estatuto Social Banco BTG Pactual S.A.** Rio de Janeiro: BTG Pactual, c2024. Disponível em: <https://ri.btgpactual.com/governanca-corporativa/estatuto-social/>. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶⁷ SANTANDER. **Estatuto Social Banco Santander S.A., de 30 de abril de 2020**. São Paulo: Santander, 2020. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WRI/documentos/url-estatuto-2020/20-05-12_213016_estatuto+social.pdf. Acesso em: 21 jan. 2024.

¹⁶⁸ ITAÚSA. **Estatuto Social Itaúsa S.A., de 30 de abril de 2021**. São Paulo: Itaúsa, 2021. Disponível em: <https://www.itausa.com.br/Download.aspx?Arquivo=e48V5oWa8mEx3PR3QnZU7Q==&IdCanal=N+B2n16r+IBYN/HK414/kg==>. Acesso em: 21 jan. 2024.

estão submetidos aos procedimentos arbitrais. Desse valor, destaca-se, estão excluídas as outras 189 empresas listadas no Novo Mercado e todas as demais que, embora não listadas no Novo Mercado nem listadas dentre as dez maiores do Brasil, contenham previsão de arbitragem em seus estatutos sociais. É nítido, dessa forma, que a utilização da arbitragem para demandas societárias no Brasil é difundida e é uma prática comum no mercado.

Assim, é possível verificar que as companhias que apresentam maior apelo e respeitabilidade perante o mercado tendem a utilizar-se da arbitragem como método de resolução de conflitos no âmbito de suas demandas societárias. Dessa forma, cria-se uma dicotomia entre o que foi tratado no capítulo anterior (dever de informar) com o que foi tratado neste. Há diversas formas de solucionar a controvérsia, podendo variar desde a divulgação das informações acerca das arbitragens societárias em documentos de divulgação obrigatória das companhias abertas (como é o caso, por exemplo, da comunicação sobre demanda societária e, quando aplicável, do FR, e do FRE), permanecendo os procedimentos com certo grau de confidencialidade, ou dar publicidade aos procedimentos, como é o que busca o PL 2925/2023, estudado no presente capítulo. Fato é que a privacidade total do procedimento societário arbitral vai de encontro a um dos princípios basilares do mercado de capitais, que é a publicidade.

Por conseguinte, no próximo capítulo, estudar-se-á uma forma de buscar uma compatibilização entre a confidencialidade e o *disclosure* no âmbito do mercado de capitais, verificando-se conceitos como benefícios privados do controle, eficiência econômica em termos de Pareto e Kaldor-Hicks e custos de transação.

4 DIÁLOGO ENTRE CONFIDENCIALIDADE E TRANSPARÊNCIA

Verificou-se, no primeiro capítulo, a importância do dever de informar no mercado de capitais. No tópico seguinte, viu-se que uma das características basilares da arbitragem é a confidencialidade (a qual é supostamente oposta ao dever de divulgação das informações).

Em que pese a aparente contraditoriedade, a confidencialidade arbitral e a transparência não são incompatíveis. Enquanto uma defende a guarda das informações apenas a quem tenha acesso ao processo, a outra prega a divulgação. Assim, entre o completo sigilo dos documentos, petições e informações contidas em uma arbitragem e a sua divulgação, há um meio termo que comporta diversas modalidades de divulgação de informações. Assim, a modulação daquilo que deve permanecer em segredo e do que não há tal necessidade abrange ampla discricionariedade. Pense-se em uma linha, na qual em uma extremidade está a confidencialidade e na outra a transparência: entre as duas, há infinitas combinações que podem ser efetuadas.

O objetivo deste capítulo, assim, é sugerir um ponto ideal de diálogo entre as duas extremidades. De antemão, é importante destacar que não se trata de um estudo empírico – em que se verificou na realidade prática qual das alternativas trouxe o maior resultado econômico-financeiro possível. Trata-se, em realidade, de uma sugestão de caráter teórico, na qual se busca conciliar o interesse dos acionistas minoritários e dos demais *stakeholders* com os interesses da própria companhia.

Este capítulo está subdividido em quatro subcapítulos. Primeiramente, falar-se-á sobre os benefícios privados do controle, em que será exposto como os controladores das companhias abertas e os administradores obtêm recurso, no mercado de capitais brasileiro, à custa dos minoritários, demonstrando-se a necessidade de mitigar tais benefícios. Posteriormente, será discorrido sobre os custos de transação e a assimetria informacional em um único subcapítulo para, posteriormente, falar-se sobre a eficiência de Pareto e a razão pela qual ela dificilmente será aplicada na prática, para, por fim, discorrer sobre a eficiência em Kaldor-Hicks e por qual motivo esta teoria pode ser utilizada ao presente estudo, bem como na busca por uma solução que logre realizar o diálogo entre a

confidencialidade e o sigilo. O último subcapítulo versará sobre uma maneira de possibilitar uma conversa entre a confidencialidade e a transparência.

4.1. Benefícios privados do controle e o mercado acionário no Brasil

Companhias controladas por uma pessoa ou um bloco de acionistas possibilitam que os controladores extraíam benefícios da ação da empresa para além dos exclusivamente financeiros oriundos da venda de uma ação individualmente. O Brasil é um país onde é comum haver empresas listadas com estrutura de governança corporativa concentrada nas mãos de um ou alguns acionistas. Em artigo de 2015, com dados extraídos referentes ao ano de 2012, Thiago Marques, Thayse Guimarães e Fernanda Peixoto encontraram que, de 129 empresas listadas em bolsa de valores no Brasil, 91 possuíam acionista controlador (sendo não apenas controle majoritário, mas também controle minoritário), ao passo que 38 não tinham¹⁶⁹.

O mercado acionário possibilita que o investidor obtenha retornos financeiros de diferentes maneiras. As variações ocorrem por meio da diferença entre o preço de compra e de venda do ativo, os dividendos pagos pela empresa investida e o aluguel recebido pelas ações. A forma de precificar um ativo é feita pelo *valuation* (que é uma metodologia que busca valorar os lucros futuros que uma empresa pode distribuir ao acionista). Parte da literatura, no entanto, considera que o valor das ações é definido, além do *valuation*, pelos benefícios (não necessariamente financeiros) que o ativo pode trazer ao acionista^{170,171}.

Tais benefícios, no entanto, não são compartilhados a todos os acionistas de determinada companhia. Aliás, os benefícios experimentados pelos controladores são “desproporcionais à sua participação acionária”¹⁷². Ficando restrito a apenas quem tem o controle da empresa, os chamados benefícios privados do controle são benefícios que os sócios (ou grupo de sócios que se junta por meio de acordo de

¹⁶⁹ MARQUES, Thiago de Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie (RAM)**, São Paulo, v. 16, n. 4, p. 100-123, jul./ago. 2015. p. 120.

¹⁷⁰ GORGA, Érika. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 61.

¹⁷¹ POULSEN, Thomas. Private benefits in corporate control transactions. **International Review of Financial Analysis**, [s. l.], v. 20, p. 52-58, 2011. p. 52.

¹⁷² Traduzido pelo autor. Texto original: “disproportionate to their fractional ownership”. In: BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 25, p. 371-395, 1989. p. 372.

acionistas), com participação suficiente a lhes garantir o poder de decisão na companhia, têm em virtude das vantagens que a relevante participação acionária lhes proporciona. Dessa forma, percebe-se a relevância do tema ao mercado acionário no Brasil, levando-se em conta o grau de concentração acionária do país. É importante referir que a existência dos benefícios privados do controle não é algo intrinsecamente ruim, mas um fato que pode gerar, eventualmente, ineficiências, devendo o direito buscar mitigar os efeitos que possam vir a ser prejudiciais ao mercado.

Assim, manter o controle de uma companhia garante ao titular dos poderes que extraia benefícios que não são extensíveis aos demais acionistas. Tais benefícios são os mais variados possíveis, podendo ser desde questões objetivamente quantificáveis (como maior valor pelas ações obtidas se comparadas às ações individuais disponíveis no mercado, pagamento de salários mais altos aos diretores), até valores intangíveis, tal como respeitabilidade perante o mercado.

O prêmio obtido pela negociação de blocos de controle é superior ao preço de venda de ações individuais. Neste sentido, em estudo do ano de 1989 analisou 63 operações de venda de bloco entre 1978 e 1982 nos Estados Unidos. O resultado encontrado foi que o bloco de ações foi alienado com um prêmio médio de 20% sobre o valor de mercado das ações individuais¹⁷³. Evidentemente, este é um benefício no qual os controladores obtêm que é facilmente quantificável¹⁷⁴.

Assim, quando se tratar de benefício pecuniário, a quantificação não gera tamanha complexidade se comparados aos demais benefícios privados do controle. Há situações nas quais os controladores gozam de vantagens não pecuniárias, como quando o controlador da empresa tem *status* social, circulando em locais nos quais tem acesso apenas pelo controle detido na companhia. Érica Gorga elenca alguns destes benefícios, envolvendo principalmente orgulho e fama¹⁷⁵. Dessa maneira, o acesso a locais e situações proporcionados pelo controle na companhia e que podem ser utilizados para interesses particulares do administrador também extrai valor e cria assimetrias face aos acionistas minoritários.

¹⁷³ BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 25, p. 371-395, 1989. p. 372.

¹⁷⁴ ALBUQUERQUE, Rui; SCHROTH, Enrique. Quantifying private benefits of control from a structural model of block trades. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 96, n. 1, p. 33-55, abr. 2010. p. 42.

¹⁷⁵ GORGA, Érika. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 63.

O acesso às arbitragens envolvendo direito societário é um exemplo de situação possibilitada pelo controle da companhia. Em virtude da relevância na participação societária na companhia, é necessário que o acionista controlador tenha acesso à arbitragem que envolve direito societário. Contudo, a discrepância ocorre em virtude de os acionistas minoritários não terem condições de arcar com um advogado qualificado para atuar na arbitragem e defender seus interesses. Levando-se em conta os altos custos referentes ao ingresso em uma arbitragem, os acionistas minoritários apenas irão ingressar na demanda quando o benefício esperado pela sua participação for superior ao custo para acessar os autos, o que raramente ocorre.

Dessa maneira, os direitos dos acionistas minoritários, em sua individualidade, são tolhidos, à medida que não conhecem ou pouco sabem acerca dos fatos envolvidos na demanda arbitral. Diferentemente, o controlador acessa facilmente os autos e tem conhecimento profundo sobre os fatos processuais. Esta discrepância de acesso gera duas falhas de mercado no âmbito do mercado de capitais no Brasil.

A primeira, já referida acima, é a assimetria informacional. O controlador, ao obter maior conhecimento sobre os procedimentos arbitrais que ocorrem no âmbito da companhia por fatos que envolvam direito societário, consegue ter maior previsibilidade sobre os riscos jurídicos que envolvem as ações da empresa e, conseqüentemente, tomar decisões mais embasadas acerca da sua participação social na companhia.

A segunda é o poder de mercado. O acionista controlador, ao ter maior facilidade e recursos financeiros para acessar as arbitragens, conseguirá defender seus interesses de maneira mais facilitada e acessível, conseguindo moldar a argumentação a seu favor.

É importante referir, porém, que em virtude da relevância que uma arbitragem tem para o acionista controlador em comparação ao acionista minoritário, é evidente que ao controlador será mais importante a participação na demanda. O ponto é quando se considera os acionistas minoritários em conjunto, estes dificilmente conseguem formar um *pool* para participar da ação, em que pese sua participação societária somada possa ser tão relevante na companhia quanto a do próprio controlador.

Por conseguinte, os custos aos acionistas minoritários acessarem os procedimentos arbitrais que discutem direitos que lhes atingem é proporcionalmente superior ao dos controladores. Embora o custo para o controlador possa ser, em termos numéricos (e não proporcionais), superior ao dos minoritários, o valor, ainda que inferior para os acionistas minoritários, é inviável à sua participação na demanda. Dessa forma, deve o direito apoiar os acionistas minoritários, buscando reduzir seus custos de transação ao acessar as demandas societárias por conta dos três motivos abaixo.

O primeiro deles é a eficiência de mercado. Os investidores respondem às informações disponíveis no mercado, ainda que de forma imperfeita. Embora a teoria da eficiência do mercado já tenha sido superada (conforme já referido no item 2.1.1. do presente trabalho), os investidores reagem às informações disponibilizadas ao público, ainda que precificando a empresa em preços acima ou abaixo do que efetivamente valem no curto prazo por conta do comportamento de manada, mas com tendências de correção no longo prazo. Assim, a divulgação de informações pode gerar resultados mais eficientes economicamente.

O segundo deles refere-se aos custos de transação. A divulgação de informações ao mercado, além de trazer maior eficiência, reduz os custos de transação despendidos pelos acionistas a fim de que estes busquem os dados referentes aos procedimentos arbitrais nos quais está envolvida a companhia investida.

O terceiro deles refere-se ao direito ao conhecimento dos acionistas minoritários. Os procedimentos arbitrais que dizem respeito aos seus direitos devem ao menos possibilitar que os acionistas tenham conhecimento das ações, com o intuito de poder embasar uma tomada de decisão por parte dos acionistas minoritários.

Assim, nos subcapítulos seguintes, estudar-se-á, com base nos fatos expostos nos parágrafos acima, a razão pela qual é mais eficiente a divulgação das informações e o motivo em que os custos de transação devem ser reduzidos.

4.2. Custos de transação e assimetria informacional

Diferentemente do capítulo 2, em que foram separados em dois subcapítulos distintos os custos de transação e a assimetria informacional, no presente

subcapítulo compreende-se pertinente a junção destas duas falhas de mercado, apenas dividindo-as por itens. Isto ocorre, à medida que, quando se fala em teorias econômicas que dão suporte ao dever de informação, a assimetria informacional não será, necessariamente, decorrência dos custos de transação.

Contudo, no presente capítulo, quando se fala da relação entre transparência e confidencialidade, percebe-se que a diferença entre os custos de transação para que os acionistas relevantes e os pequenos investidores obtenham as informações acerca das companhias pode gerar a assimetria informacional. Por conseguinte, esta foi a razão pela qual se escolheu, no presente capítulo, juntar ambas as falhas de mercado em um subcapítulo único, dividindo-as por itens.

4.2.1. Custos de transação

Os custos de transação são um dos outros motivos pelos quais deve haver conversa entre a confidencialidade e a transparência. Isto ocorre à medida que os acionistas minoritários ou o pequeno investidor interessado em adquirir ações de emissão da empresa parte em procedimento arbitral, para obterem as informações referentes aos procedimentos arbitrais confidenciais, incorrerão em custos transacionais sobretudo superiores aos custos que os controladores ou os acionistas com participação relevante na companhia incorrem.

Ou seja, há duas situações diversas. Primeiramente, em relação a quem ainda não é titular de ações de emissão da companhia. Ao estudar a saúde financeira, o retrospecto jurídico e calcular o preço da ação, como se percebe, incorrerá nos custos presentes na fase pré-contratual – qual seja, o custo de pesquisa¹⁷⁶. Dessa maneira, deve-se olhar a situação em relação a dois diferentes investidores: a pessoa física que irá adquirir pequenas quantidades de ações e a pessoa física ou jurídica que irá adquirir quantidade relevante de ações da empresa. Veja-se, por exemplo, o comunicado ao mercado publicado pela Natura em 03/06/2024¹⁷⁷. Nele, a companhia informou que a Aikya Investment Management Limited havia adquirido cerca de 5% do capital da Natura. Para a Aikya, o custo de

¹⁷⁶ TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. **Análise econômica do Direito dos Contratos**: uma nova abordagem do direito contratual como redutor das falhas de mercado. Londrina: Thoth, 2021. p. 178.

¹⁷⁷ NATURA. **Comunicado ao mercado**. São Paulo: Natura, 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/022a9f4f-2e58-e6c0-cfd4-937d94b4897c?origin=1>. Acesso em: 03 jun. 2024.

pesquisa para adquirir informações acerca da Natura é proporcionalmente baixo, comparado ao preço pago pelas ações que foi de pouco mais de R\$ 1 bilhão¹⁷⁸. Diferentemente é a situação do pequeno acionista que, ao adquirir 100 ações da Natura, terá um custo de aquisição da informação que possivelmente não compensará toda a pesquisa para o investimento. Assim, o difícil acesso às informações acerca das arbitragens societárias gera assimetria informacional relevante no âmbito do mercado de capitais, à medida que não será eficiente ao interessado com poucos recursos financeiros ou com tempo disponível à pesquisa escasso, pesquisar os dados referentes à empresa.

Situação semelhante ocorre àqueles que já são acionistas da empresa. Àqueles que já fazem parte do quadro social da companhia, os custos de transação em que irão incorrer serão os custos de monitoramento que, conforme classificação de Manoel Trindade, são aqueles “incorridos para se monitorar o cumprimento contratual”¹⁷⁹. Ao mercado de capitais, pode-se compreender tais custos como os que são incorridos para acompanhar o valor intrínseco da ação. Assim, para a Aikya, os custos para acompanhar o desempenho da Natura serão proporcionalmente inferiores aos incorridos pelos pequenos investidores. Enquanto à Aikya é economicamente vantajoso manter controle rigoroso do desempenho da Natura, aos pequenos investidores não fará sentido ter uma gestão tão exigente, à medida que os custos poderão superar os retornos financeiros. Logo, por vezes, não fará sentido economicamente que os acionistas minoritários busquem acesso ao procedimento arbitral, à medida que as informações não terão valor econômico a eles que seja condizente com os custos de obtenção delas. Assim, levando-se em conta que o custo para participar da arbitragem não é proporcional à quantidade de ações detidas, de forma que, quanto maior o número de ações da empresa, menos representativo proporcionalmente será o custo de ingressar na arbitragem, surgirá uma assimetria informacional relevante em relação aos diferentes acionistas e aos acionistas e à companhia.

¹⁷⁸ Para obtenção do preço pago pela Aikya, multiplicou-se o número de ações adquiridas (70.225.444) pelo preço da ação com base na cotação de fechamento do dia 03/06/2024 (R\$ 14,99), obtendo-se pouco mais de R\$ 1 bilhão.

¹⁷⁹ TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. **Análise econômica do Direito dos Contratos**: uma nova abordagem do direito contratual como redutor das falhas de mercado. Londrina: Thoth, 2021. p. 179.

4.2.2. Assimetria informacional

A assimetria informacional surgida a partir dos custos de transação não é benéfica ao mercado. A assimetria de informações tem duas facetas diferentes: a primeira é entre os diferentes acionistas entre si e a segunda é entre a companhia e os acionistas.

Aos pequenos investidores esta assimetria pode trazer incentivos a imitarem os movimentos dos grandes investidores. Ocorre que tais atitudes podem gerar ineficiências em relação aos resultados almejados pelo pequeno investidor, ao passo que os grandes investidores têm o interesse na aquisição das empresas e eventualmente seu controle (obtendo, assim, benefícios privados do controle e precificando de forma superior a ação, conforme descrito no subcapítulo 4.1.), o pequeno investidor apenas almeja obter retornos financeiros positivos no futuro.

Isto ocorre não só em relação ao intuito que os diferentes acionistas têm ao investir na empresa, mas também acerca do preço da ação. Assim, os acionistas cujo capital é mais relevante, conseguem valorar a ação com maior acurácia, obtendo maior retorno médio sobre seus investimentos. Diferentemente, aos investidores com escassos recursos financeiros, por terem menores informações acerca do investimento, não têm condições de chegar ao preço ideal para a ação, ocasionando uma discrepância no retorno obtido pelos diferentes acionistas de uma mesma companhia.

Além disso, essa diferença de precificação possibilita que ocorra o *insider trading*, prática inclusive vedada no Brasil¹⁸⁰. Com base em informações privilegiadas que podem ainda não ter sido divulgadas ao mercado, os detentores de capital relevante na companhia – ou, até mesmo, administradores dela – podem vender suas ações a mercado antes que a notícia seja divulgada, obtendo retornos ilícitos à custa de investidores que ainda não receberam a informação.

Já no que se refere à relação entre a empresa e o acionista, a assimetria informacional pode causar efeitos em relação à prática dos administradores. Em

¹⁸⁰ Conforme previsto no art. 27-D da Lei 6.385/1976: “Art. 27-D. 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”. *In*: BRASIL. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 17 set. 2023.

virtude do custo para o monitoramento das ações dos administradores, os acionistas têm acesso muitas vezes escasso às informações de desempenho, de maneira que os investidores podem estar com valores aportados em uma companhia na qual os administradores não têm os mesmos interesses dos investidores.

Assim, levando-se em conta que é indesejável a discrepância das informações entre as partes, no próximo subcapítulo falar-se-á sobre eficiência econômica em termos de Pareto e de Kaldor-Hicks, buscando-se expor como os conceitos podem ser aplicados ao mercado de capitais.

4.3. Eficiência de Pareto e de Kaldor-Hicks

Na economia, eficiência é a utilização dos recursos, que são escassos, da maneira que mais agregue satisfação às pessoas¹⁸¹. Em virtude da limitação natural dos recursos, é necessário que a sua distribuição seja elaborada de maneira a trazer o maior retorno possível. Assim, há duas vertentes que têm sido utilizadas pelo campo da Análise Econômica do Direito (AED) para solucionar o problema: a eficiência de Pareto e a eficiência de Kaldor-Hicks. Os conceitos são úteis para analisar se o *status quo* é preferível sobre o resultado oriundo da alteração em determinada situação.

A eficiência em termos de Pareto, oriunda dos trabalhos do economista francês Vilfredo Pareto, significa que, se uma mudança trouxer benefícios a uma das partes da relação, sem que a outra sofra prejuízos^{182,183}, a modificação será considerada eficiente. Uma situação chamada de Ótimo de Pareto, por sua vez, é aquela na qual é impossível haver mudança sem que uma das partes sofra prejuízo.

No âmbito do mercado de capitais, pode-se pensar em uma troca que gera eficiência em termos de Pareto na compra e venda de ativos. Um investidor que compra a ação X ao preço Y e a revende ao preço Y+1 para outro investidor, que crê que o valor intrínseco da ação é Y+2, gera uma troca eficiente em termos de Pareto às duas partes envolvidas, já que o vendedor acredita que está vendendo por um

¹⁸¹ ARAÚJO, Fernando. **Economia**: conceitos introdutórios para juristas. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2022. p. 60.

¹⁸² COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito & Economia**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010. p. 64.

¹⁸³ BARR, Nicholas. **Economics of the Welfare State**. 5. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012. p. 46.

preço maior que aquele que ele atribuiu ao ativo, ao passo que o comprador está adquirindo a ação por um preço inferior ao atribuído por ele mesmo.

No entanto, há dificuldade de se estabelecer uma aplicabilidade prática para esta vertente, à medida que poucas são as situações nas quais é possível determinar uma alteração que traga benefícios a todas as partes ou, ao menos, não piore a situação de nenhuma das partes, ao mesmo tempo em que melhora a das outras. Dessa maneira, os exemplos nos quais o conceito pode ser utilizado são limitados, ocasionando críticas por parte da academia e dos estudiosos de economia.

Diferentemente da eficiência de Pareto, a eficiência em termos de Kaldor-Hicks estipula que uma troca pode ser considerada eficiente se, ainda que uma parte da relação esteja em situação inferior em virtude da mudança, os ganhos obtidos pela outra parte compensem as perdas. Veja-se que não é exigido a compensação das perdas que a parte que se vê em situação inferior seja indenizada: basta, para a troca ser eficiente em termos de Kaldor-Hicks, que seja possível a ocorrência da indenização¹⁸⁴.

Neste sentido, Nicholas Kaldor, em artigo publicado em setembro de 1939 no *The Economic Journal*, estudando os efeitos de determinada legislação, refere que o papel do economista é apresentar a maneira mais conveniente de expor determinada situação¹⁸⁵. Em outros termos, Nicholas Kaldor refere que é necessário ao economista preocupar-se não com a solução que trará benefícios a todos, mas com aquela que possibilitará que os ganhos superem as perdas.

Em consonância com o insinuado por Kaldor, em artigo publicado três meses depois na mesma revista, John Hicks enfatiza que “toda reforma econômica inflige perda para algumas pessoas [...] o progresso econômico acumulou um rol de vítimas”¹⁸⁶. Dessa forma, os economistas, preocupando-se com a realidade, observaram que toda mudança econômica, em que pese gere vítimas, não é ruim em si. Ou seja, havendo ganhos superiores às perdas, a modificação será eficiente economicamente.

¹⁸⁴ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito & Economia**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010. p. 64.

¹⁸⁵ KALDOR, Nicholas. Welfare Propositions of economics and interpersonal comparisons of utility. **The Economic Journal**, [s. l.], v. 49, n. 195, p. 549-552, set. 1939. p. 550.

¹⁸⁶ Traduzido pelo autor. Texto original: “Every simple economic reform inflicts a loss upon some people [...] economic progress has accumulated a roll of victims”. In: HICKS, John Richard. The foundations of Welfare. In: **The Economic Journal**, [s. l.], v. 49, n. 196, p. 696-712, dez. 1939. p. 711.

Dessa maneira, partindo do pressuposto da análise de eficiência econômica nos termos propostos por Nicholas Kaldor e John Hicks, para a divulgação das informações acerca das arbitragens coletivas societárias ser eficiente, deve a companhia incorrer em menores custos que o benefício que será gerado aos acionistas em decorrência da transparência. A OCDE já se posicionou, em relatório tratando sobre o tema, que a confidencialidade aumenta a ineficiência no mercado de capitais¹⁸⁷, podendo “impedir decisões informadas sobre compra, venda ou manutenção das ações”¹⁸⁸. Deve-se, assim, compreender qual modalidade de transparência pode gerar os maiores resultados positivos ao mercado.

4.4. Confidencialidade e transparência: em busca do diálogo

Levando-se em conta o exposto nos subcapítulos anteriores, a divulgação das informações acerca de procedimentos arbitrais societários deve ponderar quatro questões relevantes: benefícios privados, custos de transação, assimetria informacional e eficiência econômica. Este subcapítulo almeja considerar os quatro na análise.

É importante notar que a existência de benefícios privados do controle não é uma virtude, nem um defeito do mercado. É um mero fato que, com base nele, devem ser ponderadas as ações dos reguladores e dos agentes do mercado. Neste sentido, alguns efeitos são inerentes ao controle, tais como o preço de cada ação do conjunto de ações detentora do controle ser superior ao preço das demais ações vendidas a mercado. Porém, outros não o são: o conhecimento acerca das informações arbitrais não deve ser exclusivo do detentor do poder de controle da companhia, havendo necessidade de que todos os acionistas tenham informações acerca de procedimentos arbitrais que lhes digam respeito. Por conseguinte, a divulgação das informações deve considerar a mitigação deste benefício obtido pelo controlador à custa dos pequenos acionistas.

¹⁸⁷ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Relatório OCDE Sobre Arbitragem Coletiva: “Private Enforcement of Shareholders Rights: a Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil”. *In*: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (coords.). **Arbitragem coletiva societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 65.

¹⁸⁸ Traduzido pelo autor. Texto original: “(...) hindering and informed decision on buying, selling or holding the stock”. *In*: PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Relatório OCDE Sobre Arbitragem Coletiva: “Private Enforcement of Shareholders Rights: a Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil”. *In*: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (coord.). **Arbitragem coletiva societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021. p. 657.

Outra faceta refere-se aos custos de transação. O *disclosure* deve mitigar os custos de pesquisa e monitoramento por parte dos acionistas, evitando que o investimento na companhia seja impedido por conta dos altos gastos financeiros e de tempo para obter as informações. Dessa maneira, reduzindo-se os custos de transação, o mercado adquire com maior facilidade as informações acerca da empresa. Além disso, há a conseqüente redução da assimetria informacional, muito referida no presente trabalho.

A partir dessas premissas, questiona-se qual é a forma eficiente de divulgar as informações. Para tal, é necessário compreender a maneira que não irá gerar demasiados – ou até mesmo desnecessários – custos à companhia, ao mesmo tempo em que irá trazer benefícios que compensem os custos da empresa. Assim, enquanto não aprovado o PL nº 2925/2023, que prevê a publicidade das arbitragens societárias, a forma ideal de divulgar as informações é nos moldes expostos pela CVM e referidos no Capítulo 3 do presente trabalho, com eventuais correções (tais como a padronização da documentação), que serão propostas como apêndice ao presente trabalho. Dessa maneira, para verificar como as companhias têm praticado, o próximo capítulo analisará a divulgação das informações pelas companhias abertas.

5 A DIVULGAÇÃO DAS INFORMAÇÕES NA PRÁTICA

O presente capítulo objetiva verificar empiricamente como as companhias abertas brasileiras divulgam as informações acerca de arbitragens societárias. O corte efetuado é para as empresas integrantes do Novo Mercado, utilizando-se por base as informações divulgadas desde o ano de 2022 (ano em que foi publicada a RCVM nº 80/22, que estabeleceu a previsão da comunicação sobre demandas societárias). As informações consideradas são as divulgadas por meio de (a) comunicação de demandas societárias; (b) fato relevante (FR); e (c) formulário de referência (FRE). Em relação às comunicações sobre demandas societárias, o corte foi ampliado, sendo abarcadas as companhias independentemente do segmento de listagem em virtude de haver apenas 72 documentos registrados perante a CVM dentro do corte realizado, como será exposto no subcapítulo pertinente. No que tange aos FR e FRE, utilizou-se o seguinte ponto de corte: todas as companhias que divulgaram comunicação sobre demanda societária e as 40 maiores companhias listadas no Novo Mercado em valor de mercado, que estão listadas no Quadro 4.

Quadro 4 – Lista das 40 maiores companhias listadas no Novo Mercado

(continua)

Nome da empresa (ticker)	Valor de mercado
VALE S.A. (VALE3)	276.924.852.455,80
WEG S.A. (WEGE3)	171.880.172.018,10
Banco do Brasil S.A. (BBAS3)	153.815.585.633,60
JBS S.A. (JBSS3)	68.473.252.341,90
BB Seguridade Participações S.A. (BBSE3)	67.360.000.000,00
Suzano S.A. (SUZB3)	64.684.233.704,00
Rede D'Or São Luiz S.A. (RDOR3)	60.803.611.190,40
B3 S.A - Brasil, Bolsa, Balcão (B3SA3)	58.238.250.000,00
Raia Drogasil S/A (RADL3)	45.097.689.000,00
Caixa Seguridade Participações S.A (CXSE3)	42.720.000.000,00
TIM S.A. (TIMS3)	38.248.709.488,40
CPFL Energia S.A. (CPFE3)	37.782.423.087,60
Prio S.A. (PRIO3)	37.564.643.820,74
Rumo S.A. (RAIL3)	37.449.804.080,31
Engie Brasil Energia S.A. (EGIE3)	36.227.191.656,00
BRF S.A. (BRFS3)	34.810.371.459,74
Equatorial Energia S.A. (EQTL3)	34.247.969.229,25
Hapvida Participações e Investimentos S/A (HAPV3)	29.403.906.725,70
Embraer S.A. (EMBR3)	27.834.081.003,96
Cosan S.A (CSAN3)	24.718.995.593,08

(conclusão)

Nome da empresa (ticker)	Valor de mercado
Ultrapar Participações S.A. (UGPA3)	24.616.972.194,76
CCR S.A. (CCRO3)	24.098.600.000,00
Vibra Energia S.A. (VBBR3)	23.499.000.000,00
Neoenergia S.A. (NEOE3)	22.333.869.363,20
Natura &Co Holding S.A. (NTCO3)	21.385.197.177,72
Porto Seguro S.A. (PSSA3)	19.610.955.199,80
Atacadão S.A. (CRFB3)	18.932.483.810,78
Totvs S.A. (TOTS3)	18.626.588.402,58
Hypera S.A. (HYPE3)	18.521.224.864,52
Grupo Mateus S.A. (GMAT3)	15.642.170.239,32
Cielo S.A. - Instituição de Pagamento (CIEL3)	15.295.668.793,43
Smartfit Escola de Ginástica e Dança S.A. (SMFT3)	12.785.944.323,09
Auren Energia S.A. (AURE3)	12.370.000.000,00
Lojas Renner S.A. (LREN3)	12.271.511.890,82
GPS Participações e Empreendimentos S.A. (GGPS3)	11.681.735.393,61
Allos S.A. (ALOS3)	11.564.556.161,70
São Martinho S.A. (SMTO3)	11.482.333.437,90
M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos (MDIA3)	10.610.700.000,00
Marfrig Global Foods S.A. (MRFG3)	10.512.960.000,00
Magazine Luiza S.A. (MGLU3)	9.015.742.025,60

Fonte: Status Invest¹⁸⁹.

O ano de corte de 2022 foi escolhido porque que a RCVM, que trata sobre a divulgação de arbitragens societárias, foi publicada em 2022. Assim, todos os documentos analisados já contemplam os ditames da RCVM nº 80/22, analisando-se a partir dela como as companhias têm praticado a divulgação das informações acerca das arbitragens societárias. Além disso, é pertinente destacar que a escolha por companhias do Novo Mercado deu-se por conta de que elas são as empresas que têm a obrigação de utilizar a cláusula compromissória para demandas societárias.

Importante inferir que os documentos escolhidos para análise são aqueles nos quais é possível que haja informação sobre demanda societária. Portanto, entende-se que tais dados estarão contemplados nos FR ou em comunicação de demandas societárias. Se estiverem em algum destes documentos referidos, deverão constar também no formulário de referência das empresas. A análise irá

¹⁸⁹ Valor de mercado das empresas extraído por meio de planilha disponibilizada pelo site Status Invest, com base no valor de mercado das respectivas companhias em 24 de junho de 2024. In: BUSCA por indicadores de ações. In: STATUS Invest. [S. l.], 2024. Disponível em: <https://statusinvest.com.br/acoes/busca-avancada>. Acesso em: 24 jun. 2024.

seguir a ordem contida no primeiro parágrafo do capítulo. Ou seja, o subcapítulo 5.1 será sobre comunicação de demandas societárias, o 5.2 sobre FR e o 5.3 sobre o FRE.

Por fim, todos os documentos foram obtidos no site de RI de cada companhia ou, quando não localizado, no site da CVM, em portal onde estão disponibilizados todos os documentos arquivados pelas companhias perante a instituição¹⁹⁰. No site, é possível selecionar por tipo de participante, onde foi escolhida a opção “companhia aberta” para todas as pesquisas, “categoria” onde foram selecionadas as opções conforme os nomes dos subcapítulos seguintes e, por fim, por data, selecionou-se o período de 29/03/2022 (data de publicação da RCVM nº 80/22) até 24/06/2024 (data da consulta realizada ao presente trabalho).

5.1. Comunicação sobre demandas societárias

Em relação à comunicação sobre demandas societárias, até a data de corte selecionada, foram arquivados 74 documentos diferentes. Destes documentos, três tiveram seu arquivamento cancelado e 71 constam como ativos. Há 12 companhias diferentes que efetuaram o arquivamento dos documentos, sendo as seguintes:

Quadro 5 - Companhias que arquivaram documentos

Nome da empresa (ticker)	Documentos arquivados
Americanas S.A. (AMER3)	06
Braskem S.A. (BRKM5)	03
Centrais Elétricas Brasil S.A. – Eletrobrás (ELET6)	10
Construtora Adolpho Lindenberg S.A. (CALI3)	04
Gafisa S.A. (GFSA3)	11
IRB – Brasil Resseguros S.A. (IRBR3)	15 (3 cancelados)
JBS S.A. (JBSS3)	02
Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobrás (PETR3, PETR4)	17
Smartfit Escola De Ginástica E Dança S.A. (SMFT3)	01
Terra Santa Propriedades Agrícolas S.A. (LAND3)	03
Vale S.A. (VALE3)	01
XP Investimentos S.A. (Nasdaq: XP, B3: XPBR31)	01

¹⁹⁰ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Sistema ENET**. São Paulo: CVM, c2024. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx>. Acesso em: 21 jan. 2024.

Fonte: elaborado pelo autor.

De todas as companhias acima referidas, Americanas, Gafisa, IRB, JBS, Smartfit, Terra Santa e Vale estão listadas no Novo Mercado. Assim, em virtude de apenas sete das doze das companhias que divulgaram comunicação sobre demandas societárias serem do Novo Mercado, a análise em relação a tais documentos será estendida às companhias listadas nos demais segmentos. Em relação às demais companhias, apenas uma é listada no Nível 2 de Governança Corporativa (Petrobrás), duas no Nível 1 (Braskem e Eletrobrás), uma em listagem tradicional (Construtora Adolpho Lindenberg) e uma BDR (XP).

Neste subcapítulo, primeiramente, falar-se-á dos números acerca dos documentos de maneira genérica para, posteriormente, analisar alguns casos específicos dignos de destaque – seja por conta da peculiaridade (como o caso da IRB), seja por conta da relevância ao mercado (como o caso da Americanas).

Ao analisar cada uma das comunicações sobre demandas societárias, percebe-se haver padronização em relação ao seu conteúdo. As informações divulgadas são referentes às partes, valor, fundamentos e pedidos. Destaca-se, no entanto, que isto refere-se apenas à primeira divulgação sobre cada demanda. Veja-se, por exemplo, que nas companhias com mais de uma divulgação, apenas a primeira comunicação de cada demanda faz alusão a todas as informações sobre o procedimento. As demais apenas reiteram os termos da primeira divulgação e atualizam com a informação acerca da fase processual atual. Para ilustrar, por exemplo, o comunicado divulgado pela Americanas em 22/06/2023, expõe a instauração do Procedimento CAM nº 236/23, trazendo informações da data do pedido, partes, valores e pedidos¹⁹¹. No comunicado divulgado em 14/07/2023, a única informação contida é a exclusão da 3G Capital Partners LP do polo passivo do procedimento CAM nº 236/23¹⁹².

Das 192 empresas listadas no Novo Mercado da B3, apenas sete publicaram junto à CVM comunicado sobre demandas societárias, representando, portanto, menos de 10% do montante de empresas. Ademais disso, em relação à matéria

¹⁹¹ AMERICANAS. **Comunicação sobre demanda societária**. Rio de Janeiro: Americanas, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/51e08038-a227-aae3-191b-679acfdad81b?origin=1>. Acesso em: 08 jun. 2024.

¹⁹² AMERICANAS. **Comunicação sobre demanda societária**. Rio de Janeiro: Americanas, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/51e08038-a227-aae3-191b-679acfdad81b?origin=1>. Acesso em: 08 jun. 2024.

discutida, é importante tecer relevante comentário. Ao que tudo indica, o mercado compreende que, sendo a matéria relevante, não importa o valor da causa. Neste sentido, há 14 procedimentos divulgados cujo valor da causa é inferior a R\$ 100.000,00 (cem mil reais), sendo, destes 14, apenas um processado na via arbitral (além dos 14 procedimentos, há 12 que sequer constam valor de causa, assim, pode-se dizer que há 26 procedimentos com valor de causa inferior a cem mil reais). Tal pode ser notado ao analisar a divulgação feita pela Braskem 02/08/2022¹⁹³, quando a empresa comunicou a existência de uma demanda societária com valor da causa de R\$ 10.000,00, mas que o objeto da demanda era a discussão da eleição de um membro do Conselho de Administração, em que a autora buscava a destituição do respectivo membro, com a posterior instituição de Lírio Albino Parisotto ao conselho. Assim, a empresa entendeu por bem divulgar os dados sobre a demanda, dada a relevância e o renome de Lírio Parisotto perante o mercado. Nota-se, além disso, que a Braskem, diferentemente de outras companhias, optou por divulgar as demandas societárias compartilhando todas as informações de cada procedimento em cada documento publicado. Assim, caso a Braskem já tenha divulgado as informações sobre determinado procedimento anteriormente, irá repetir todas as informações divulgadas na atualização do status do respectivo procedimento.

O posicionamento do autor é que a decisão da Braskem é acertada. Isto ocorre à medida que reduz os custos de transação aos investidores, condensando todas as informações necessárias da demanda societária no arquivo mais recente. Assim, por exemplo, a divulgação da Braskem de 07/11/2022¹⁹⁴, além de repetir todas as informações trazidas na divulgação anterior, complementa com novas informações envolvendo o processo judicial. Dessa maneira, as companhias condensarem as informações em um único arquivo é desejável, à medida que irá reduzir o tempo gasto pelo investidor para localizar as informações necessárias e analisá-las. Isto ocorre, pois, num documento que faça referência a outro, deverá o investidor abrir o site de RI da empresa (ou da CVM), buscar a aba onde está divulgado o documento, baixar e analisá-lo. Unificando as informações num único

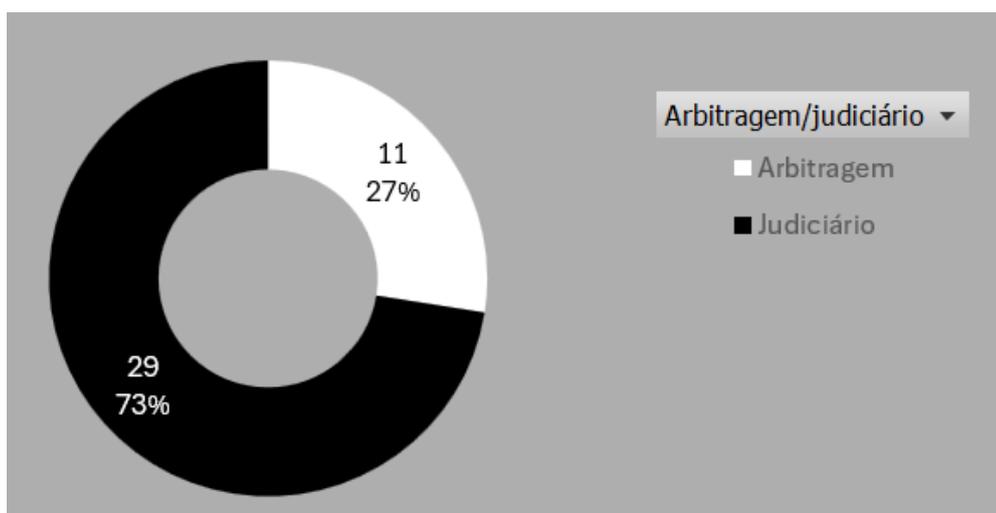
¹⁹³ BRASKEM. **Comunicação sobre demanda societária**. São Paulo: Braskem, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/540b55c5-af99-45f7-a772-92665eb948e9/4ba22f80-645c-1551-63a0-590f10db15aa?origin=1>. Acesso em: 10 jun. 2024.

¹⁹⁴ BRASKEM. **Comunicação sobre demanda societária**. São Paulo: Braskem, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/540b55c5-af99-45f7-a772-92665eb948e9/4ba22f80-645c-1551-63a0-590f10db15aa?origin=1>. Acesso em: 10 jun. 2024.

documento, basta o recebimento no e-mail (se o investidor for inscrito no *mailing* da companhia) ou o acesso ao site de RI (ou da CVM) e realizar o *download* de um único documento.

Em relação aos dados acerca das divulgações, duas questões são dignas de análise. A primeira é a relação entre utilização de arbitragem e Poder Judiciário, conforme Gráfico 1.

Gráfico 1 - Quantidade de processos arbitrais e judiciais



Fonte: elaborado pelo autor.

Dentre todas as divulgações, há 40 processos judiciais e/ou procedimentos arbitrais. Um dos documentos arquivados no site da XP não diz respeito à demanda societária, sendo possível que tenha havido o arquivamento por engano. Assim, sendo apenas 11 demandas pela via arbitral, cerca de apenas 27% das divulgações das demandas societárias referem-se à arbitragem. Quando, porém, delimita-se o corte para os procedimentos envolvendo as empresas listadas no Novo Mercado, a porcentagem da representatividade sobe para 50%: dos 22 processos, 11 são arbitrais. Além disso, todos os procedimentos arbitrais estão sendo processados pela CAM.

Em relação aos valores, há 11 procedimentos divulgados com valor da causa acima de R\$ 100.000,00 (cem mil reais), sendo destes 11, sete processados pela CAM. Dessa maneira, percebe-se que quando a discussão envolve quantias monetárias relevantes, prefere-se a utilização da arbitragem (embora o procedimento com maior valor de causa, que é de R\$ 40 bilhões, esteja sendo

processado por meio do Poder Judiciário e envolva a IRB, empresa listada no Novo Mercado).

Outro detalhe interessante é o fato de a Petrobrás não indicar o valor da causa nas demandas. Quando se refere a bens e direitos envolvidos, a Petrobrás limita-se a explicar o procedimento, não trazendo informações sobre o valor da causa discutido.

O mercado de capitais possibilita análises de casos específicos, em que um mero erro – que pode ser uma fala, um texto mal escrito, uma análise equivocada – tem a capacidade de proporcionar danos de difícil mensuração. Exemplo disso é o caso da IRB. A administração da companhia supostamente divulgou em teleconferências realizadas com analistas, em 02/03/2020, que a Berkshire Hathaway – empresa cujo *Chief Executive Officer* (CEO) é Warren Buffett – seria proprietária de ações de emissão da companhia¹⁹⁵. Por lógico, a notícia chocou o mercado e ocasionou uma repentina valorização exagerada dos papéis da resseguradora. Ocorre, entretanto, que tal informação é inverídica: a Berkshire Hathaway jamais deteve participação societária na IRB. Diante deste cenário, após esclarecer ao mercado a realidade – de que a Berkshire não era sua acionista – as ações da companhia desvalorizaram sobremodo. Em virtude disso, a IRB viu-se no polo passivo de diversas demandas societárias. Mais especificamente, oito ações diferentes foram divulgadas por meio de comunicados sobre demandas societárias. A soma do valor da causa de tais ações supera os R\$ 40 bilhões, possibilitando-se verificar, portanto, o quão relevante e impactante foi a informação falsa divulgada pelos administradores. Para se ter uma ideia – uma base comparativa – o valor agregado das ações judiciais divulgadas pela Americanas por meio de comunicado sobre demanda societária é levemente superior a R\$ 32 bilhões.

Feitos os esclarecimentos sobre os dados divulgados e expostos alguns casos importantes no cenário do mercado brasileiro, passa-se a analisar os achados possibilitados pela pesquisa. É possível notar alguns fatores importantes acerca da divulgação das demandas societárias. Primeiramente, há consenso que não importa o valor da causa, o critério para a publicação do documento é se a demanda envolve alguma das hipóteses insculpidas no artigo 1º, incisos I e II do Anexo I à RCVN nº

¹⁹⁵ IRB-BRASIL RESSEGUROS. **Comunicado ao mercado**. Rio de Janeiro: IRB-Brasil Resseguro, 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/Od797649-90df-4c56-aa01-6ee9c8a13d75/8ff45af3-d4af-4145-ad89-fe8348da3032?origin=1>. Acesso em: 06 jun. 2024.

80/22¹⁹⁶. Ademais, não há consenso no mercado sobre um modelo de divulgação das informações em relação à demanda societária. Embora, em um primeiro momento, possa não parecer estritamente necessário, a elaboração de um modelo reduz custos transacionais à empresa, que terá uma base pronta para apenas redigir as especificidades do caso e ao investidor, que poderá buscar as informações que necessita com maior facilidade, tomando por base o modelo criado. Dessa forma, o modelo é sugerido no Apêndice do presente trabalho.

Outrossim, o § 3º do artigo 1º do Anexo I à RCVM nº 80/22 determina que, se a matéria for passível de divulgação por meio de fato relevante, deverá este ser publicado, além da publicação do comunicado sobre demanda societária. Diante desta previsão, é imperativo analisar os fatos relevantes divulgados.

5.2. Fato relevante (FR)

Em relação aos fatos relevantes, o corte utilizado foi o das 40 maiores empresas do Novo Mercado, bem como de todas as empresas que divulgaram comunicação sobre demanda societária entre as datas já referidas. Assim, o corte gerou uma análise de 1.131 fatos relevantes que foram divulgados pelas companhias. O intuito do presente subcapítulo é efetuar semelhante análise à que foi feita no subcapítulo acima.

Para analisar cada um dos documentos, utilizou-se a seguinte metodologia: foi criada uma pasta para cada empresa e armazenado cada documento publicado pela respectiva empresa na pasta a que corresponde. Após isso, criou-se um arquivo de Excel com sete colunas: Empresa (a), Assunto (b), Setor (c), Subsetor (d), Tema (e), Câmara de Arbitragem (f), e Observação (g). A coluna “a” foi dividida em 48 empresas, conforme classificação exposta no início do presente capítulo; a coluna “b” foi dividida em nove assuntos (Alteração na diretoria/conselho, Assunto

¹⁹⁶ “Art. 1º Este anexo aplica-se 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.” *In*: BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

diverso, Celebração de contrato, Debêntures, Deliberação do Conselho de Administração, Processo judicial/arbitral/administrativo, Projeção, Societário, e Tradução do FR); a coluna “c” foi destinada ao setor econômico de atuação da empresa, assim como a “d” para o subsetor (quando houver); a coluna “e” refere-se ao tema do processo judicial, administrativo ou arbitral (quando houver) e a “f” é autoexplicativa: faz alusão à qual câmara de arbitragem tramita o procedimento arbitral, quando houver. Por fim, a coluna “g” traz comentários complementares à coluna “b”, ou seja, especifica o assunto, quando necessário.

Especificamente em relação à coluna “b”, alguns comentários fazem-se necessários. Primeiramente, é relevante destacar que as alterações na diretoria ou no conselho, normalmente, são precedidas de deliberação do conselho de administração. Contudo, dada a quantidade de FR divulgados cujo tema era especificamente a alteração na diretoria e no conselho, decidiu-se criar uma categoria específica sobre o assunto para melhor refletir a realidade dos assuntos divulgados por meio de FR.

Ademais, pode-se alegar que a deliberação do conselho de administração é tema atinente ao direito societário, de modo que poderia estar inclusa na categoria “societário”. Ocorre que, assim como a alteração na diretoria e no conselho, faz-se necessária a separação da deliberação do conselho de administração, por conta da complexidade das deliberações que, normalmente, necessitam de uma complementação, a qual foi feita na coluna “g” da planilha.

A categoria assunto diverso refere-se a temas específicos que não se amoldaram em nenhuma outra categoria. Por exemplo, a Americanas divulgou cinco vezes “alteração de *rating* da Companhia”, fato extremamente específico dada a situação sobre a qual se encontra a Americanas. Conseqüentemente, fez-se necessária a criação de uma categoria para quando os FR divulgados tiverem uma temática específica, a fim de melhor organizar a planilha e a análise dos dados.

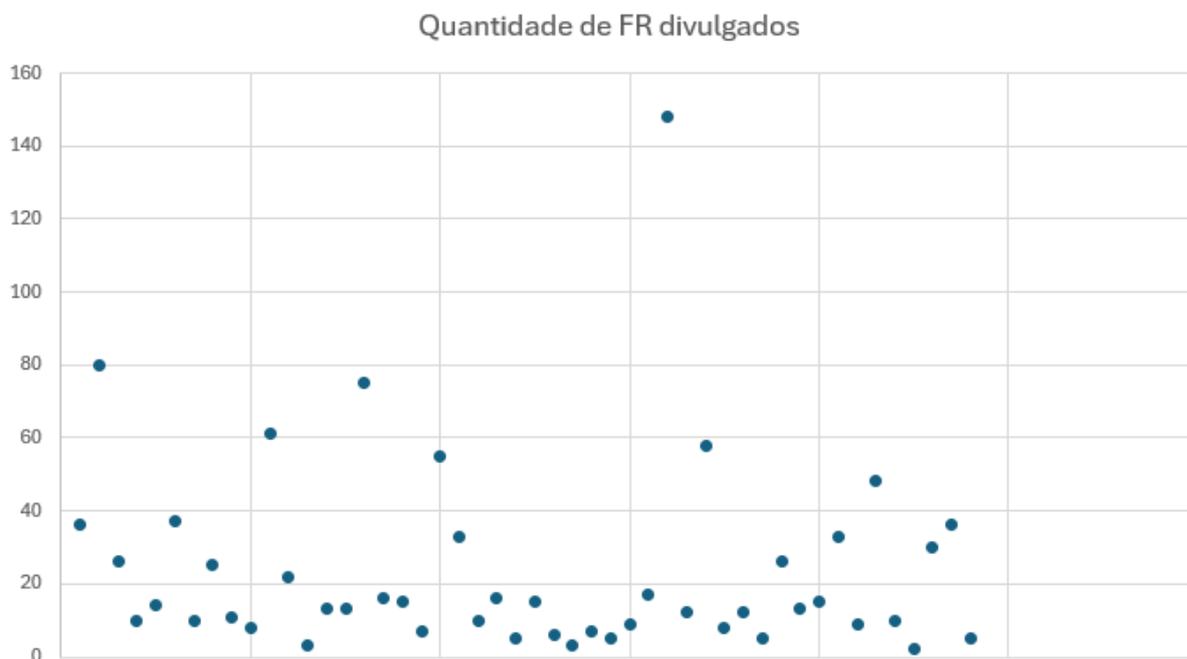
Além disso, diversos fatos relevantes são traduzidos. Alguns são publicados em inglês e em português, ao passo que outros, a companhia decide por divulgar dois documentos em apartado, um em português e o outro em inglês. Para estes casos, criou-se a categoria “tradução do FR”.

Por fim, antes de passar à análise dos resultados, é relevante destacar que se entendeu pertinente a criação de uma categoria específica para debêntures, dada a

alta quantidade de divulgações de FR envolvendo o assunto e em virtude de ser um meio de financiamento das empresas.

Passando-se à análise dos FR, especificamente no que tange à quantidade de FR divulgados por empresas, o gráfico de dispersão possibilita que se perceba um leve padrão, com alguns desvios pontuais:

Gráfico 2 - Quantidade de FR divulgados

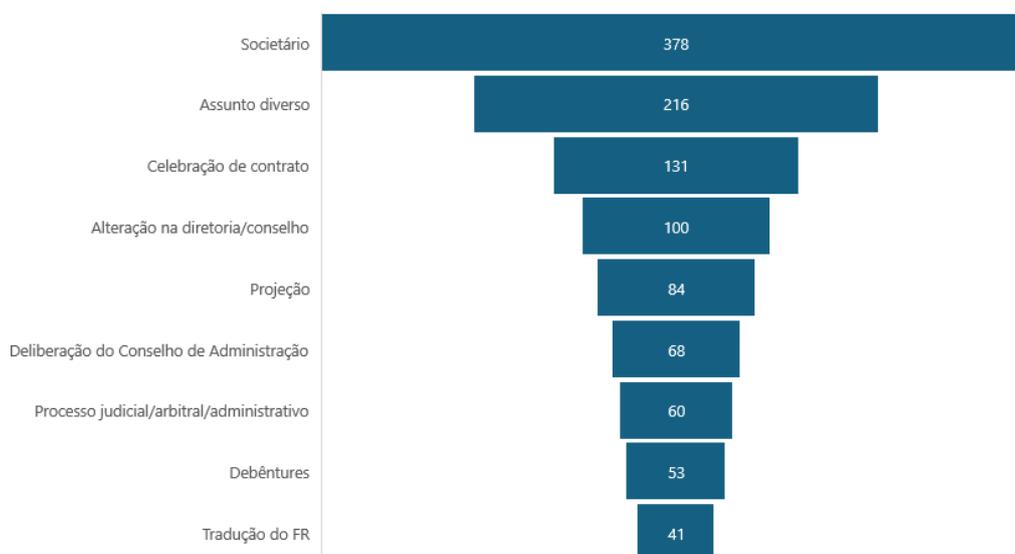


Fonte: elaborado pelo autor.

Cada ponto no gráfico representa uma empresa, estando o ponto localizado no número a que representa a quantidade de fatos relevantes divulgados. Os pontos estão separados em ordem alfabética. Assim, é possível notar que a maioria das empresas (37) divulgou entre 0 e 30 fatos relevantes entre a data inicial e final de corte. Dentre todas as empresas, a que mais divulgou foi a Petrobrás (148) e a que menos divulgou foi a Ultrapar (2), com uma média de 23,56 divulgações por empresa no período de 2 anos, 2 meses e 26 dias.

Em relação aos temas objetos de divulgação, societário é o que apresenta a maior quantidade de documentos, seguido por “assunto diverso”. Abaixo, veja-se o gráfico da quantidade de FR publicados:

Gráfico 3 - Quantidade de FR divulgados por assunto

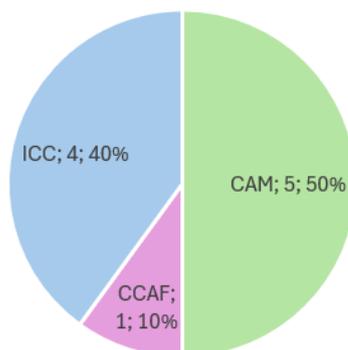


Fonte: elaborado pelo autor.

O tema de divulgação de FR que guarda maior importância ao presente trabalho é o tema “processo judicial/arbitral/administrativo”. Destaca-se que, quando se fala em “processo judicial/arbitral/administrativo”, a referência é a todo e qualquer processo, não estando restrito a demandas cujo assunto seja direito societário. Dessa maneira, deve-se notar que a quantidade de processos divulgados por meio de FR é inferior à quantidade de comunicações sobre demanda societária. Tal constatação pode compor duas interpretações: (a) as companhias compreendem que as demandas societárias não são aptas a influenciar o preço das ações de tal modo que se justifique uma divulgação de fato relevante ou (b) que a categoria específica de comunicação sobre demanda societária supre as necessidades mercadológicas.

Analisando-se especificamente os fatos relevantes em que tenham processo judicial, administrativo ou arbitral, percebe-se que, dos 60, o total de 50 não se refere a procedimento arbitral. Por conseguinte, sobram dez fatos relevantes cujo tema é arbitragem. Dos dez, as câmaras estão distribuídas da seguinte forma de representatividade:

Gráfico 4 - Quantidade de processos por câmara de arbitragem



Fonte: elaborado pelo autor.

A ICC é a câmara mais utilizada quando o tema é direito contratual. A Câmara de Arbitragem da Administração Federal (CCAF), por sua vez, foi utilizada em um caso envolvendo uma Ação Direta de Inconstitucionalidade que poderia ter repercussão sobre a Eletrobrás. Como os procedimentos da ICC e da CCAF não são objeto de estudo do presente trabalho, não serão analisados.

Em relação à CAM, nota-se que, por ser obrigatória para demandas societárias envolvendo o mercado de capitais às empresas listadas no Novo Mercado, é a mais utilizada. Além disso, à exceção da Tim, que utilizou a CAM para uma demanda cuja matéria não é societária (ao menos, é o que se compreende da leitura do FR divulgado pela Tim em 04/10/2022), percebe-se que todas as demais divulgações de fato relevante envolvendo a CAM são referentes a direito societário. Em números por empresa envolvendo a CAM, um FR foi divulgado pela Americanas, um pela Gafisa e dois pela JBS, além do já referido divulgado pela Tim.

Em relação ao da Americanas, trata-se de divulgação de informação, em 24/04/2024, acerca de instauração do procedimento CAM nº 268/24, proposto pelo Instituto Ibero-Americano da Empresa, que busca a condenação da Americanas pela quebra do dever fiduciário, com a consequente condenação da companhia a indenizar os acionistas pela perda de oportunidade decorrente da queda do preço das ações. Destaca-se que tal procedimento também foi objeto de divulgação de comunicado sobre demanda societária. Portanto, a Americanas, agindo de forma correta, tão logo tomou conhecimento da demanda, divulgou um FR (em 24/04/2024) e, posteriormente, quando se inteirou de maneira mais profunda sobre o procedimento, divulgou um comunicado sobre demanda societária (em 30/04/2024).

Dessa maneira, a Americanas cumpriu os ditames RCVM nº 80/22, em seu artigo 1º, § 2º e 3º do Anexo I¹⁹⁷.

Sobre a Gafisa, o requerimento de procedimento arbitral divulgado foi também objeto de comunicado sobre demanda societária. Nesta hipótese, verifica-se que a companhia decidiu divulgar as informações tanto por meio de FR, quanto por meio de comunicado sobre demanda societária. Em relação ao segundo, percebe-se que a Gafisa discorre de maneira clara no comunicado, enquanto no FR, a companhia divulga de forma sucinta. Assim, entende-se que a escolha da Gafisa é a correta: discorrer sobre a demanda no documento específico, ao mesmo tempo que não deixa de divulgá-lo por meio de FR, cumprindo, por conseguinte, com o artigo supracitado referente à RCVM nº 80/22.

Em relação à JBS, ambos os FR divulgados fazem alusão ao procedimento da CAM nº 186/2021. Tal procedimento, no entanto, não foi objeto de publicação por meio de divulgação sobre demanda societária (em que pese a JBS tenha divulgado outros procedimentos por meio de comunicação sobre demandas societárias). Embora a companhia não tenha indicado o motivo, presume-se que tenha sido em virtude de que, em dezembro de 2022, foi homologado pela CAM um acordo para extinção do procedimento com resolução de mérito mediante o pagamento, pela J&F Investimentos S.A., de mais de meio bilhão de reais. Dessa maneira, considerando a vultuosidade do acordo, é acertada a decisão em divulgar por meio de FR, à medida que o recebimento de cerca de meio bilhão de reais no prazo de dez anos pode influenciar na decisão dos investidores sobre os investimentos na companhia; entretanto, a decisão não é acertada em relação à não divulgação do comunicado sobre demanda societária, à medida que descumpriu as normas da RCVM nº 80/22.

Assim, é digno de atenção o fato de que, das 12 empresas que divulgaram comunicação sobre demanda societária, apenas duas divulgaram FR que fazem alusão às ações divulgadas por meio de comunicação sobre demanda societária.

¹⁹⁷ “§ 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. § 3º Na hipótese de uma informação acerca da existência de demanda ou de algum de seus desdobramentos configurar ato ou fato relevante, nos termos estabelecidos em norma específica, o emissor deverá também observar os termos e prazos estabelecidos naquele normativo.” *In*: BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

Isto comunica ao mercado que as empresas entendem que, ou a demanda societária não tem o condão de alterar o preço da ação, ou que as empresas compreendem que a mera publicação da comunicação sobre demanda societária já cumpre com o princípio da transparência no mercado de capitais (embora possam estar descumprindo a RCVM nº 80/22). Dessa maneira, o que se percebe é uma necessidade de padronização das divulgações, para evitar eventuais dúvidas que possam surgir pelos investidores. Como mencionado no subcapítulo 5.1, esta padronização será sugerida no apêndice ao presente trabalho, oportunidade em que será proposta uma alternativa para atualização da RCVM nº 80/22.

5.3. Formulário de Referência (FRE)

No que se refere ao FRE, a análise dos documentos foi das mesmas companhias sobre as quais se realizou a análise dos FR. A metodologia foi semelhante: buscou-se a documentação nos sites de RI de cada uma das companhias ou no site da CVM. Dentre as empresas selecionadas, utilizou-se para análise os FRE dos anos de 2022, 2023 e 2024, por conta dos motivos já expostos. Após o armazenamento dos documentos na pasta da respectiva empresa, passou-se à análise da documentação.

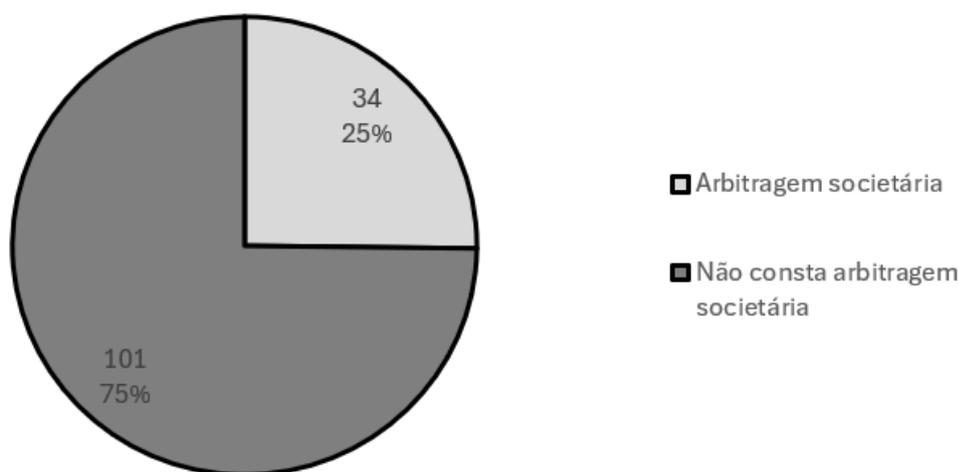
Importante referir, primeiramente, que não foi possível localizar o FRE de ao menos um dos três anos objeto do corte acima em sete companhias, quais sejam, Atacadão, Eletrobrás, Embraer, São Martinho, Terra Santa, Ultrapar e Vale. No caso da Vale, localizou-se no site de RI e nos documentos arquivados na CVM, na data em que se efetuou a busca da documentação, apenas o FRE referente ao ano de 2022. No que tange a todas as demais companhias, foi possível obter todos os FRE, sendo assim, a quantidade total de documentos analisados foi de 135.

De posse dos documentos, a análise baseou-se na criação de uma planilha no Excel, com dez colunas: Empresa (a), Ano do FRE (b), Societário (c), Arbitral (d), Câmara de Arbitragem (e), Quantidade de procedimentos societários (f), Tema (g), Observação 1 (h), Observação 2 (i) e Críticas (j). Em relação às colunas “a”, “b”, “e” e “f”, seu título é autoexplicativo, de forma que dispensa explicações. A coluna “c” e “d” comportam respostas de sim ou não às perguntas se o processo é sobre direito societário e se é por meio de arbitragem. A coluna “g” explica o tema do procedimento (como, por exemplo, pedido de indenização por acionistas

minoritários), a “h” e a “i” trazem observações gerais sobre o procedimento quando houver detalhamento no FRE. Por fim, a coluna “j” traz críticas realizadas pelo autor à forma como foi efetuada a divulgação do procedimento.

As arbitragens societárias, em sua grande maioria, estão no item do FRE que se refere a processos sigilosos relevantes. Em relação à análise dos dados, de 135 FRE divulgados, 101 não continham arbitragem societária, sendo que 34 continham:

Gráfico 5 - Quantidade de FRE com referência a arbitragem societária



Fonte: elaborado pelo autor.

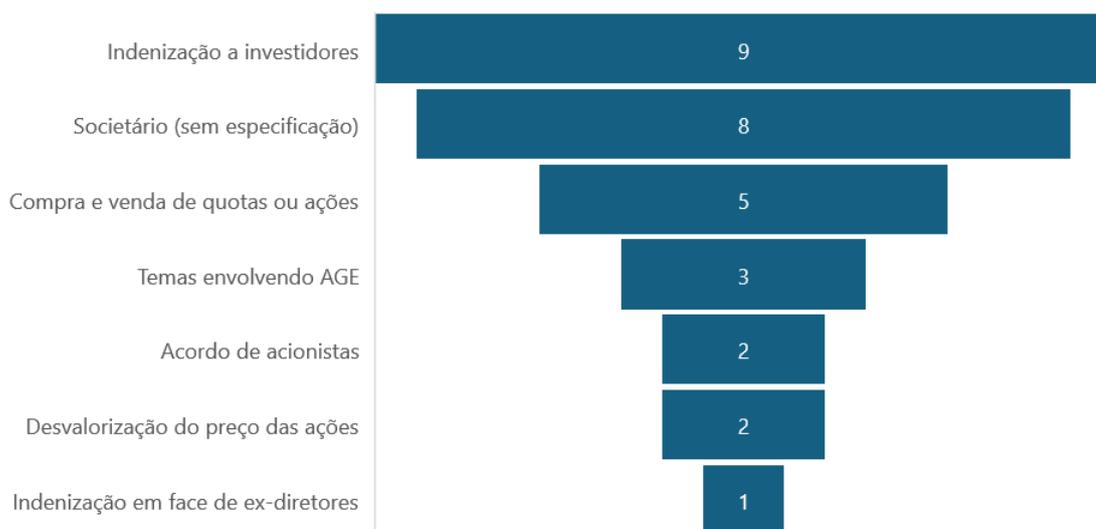
Em 34 FRE são expostas arbitragens societárias, contra 101 que não trazem referência. Nesta hipótese, dentre os 34, há 30 arbitragens societárias diversas. O número de arbitragens é inferior ao de documentos em que há divulgação de arbitragens à medida que diversos procedimentos repetem-se nas divulgações de anos diversos. Exemplificando, a BRF divulgou a mesma arbitragem societária nos anos de 2022, 2023 e 2024. O inverso também pode ocorrer, ou seja, na divulgação de apenas um ano, haver mais de uma arbitragem societária, como é o caso da Vale, que em 2022 divulgou sete arbitragens societárias.

Ao traçar um comparativo entre comunicado sobre demandas societárias e FRE, percebe-se que apenas Americanas, IRB e JBS divulgaram tanto por meio de comunicado sobre demanda societária, quanto por meio de FRE as informações atinentes aos procedimentos arbitrais societários. Dessa maneira, a Terra Santa, que divulgou apenas mediante comunicado sobre demanda societária, pode tê-lo feito por compreender que a arbitragem não tem relevância a ponto de expô-la no FRE.

Diferentemente ocorre com a BRF, CCR S.A., Equatorial, GPS, Hapvida, Petrobrás, Rede Dor, Rumo, Smartfit, Vale e Vibra, que divulgaram apenas no FRE. Como foi visto, toda e qualquer demanda societária deve ser divulgada mediante comunicado sobre demanda societária.

Em relação aos temas das 30 arbitragens societárias, percebe-se o seguinte:

Gráfico 6 - Quantidade de cada tema divulgado em arbitragens societárias



Fonte: elaborado pelo autor.

A maioria das arbitragens societárias refere-se à indenização aos investidores a qual, normalmente, refere-se a casos em que os investidores foram lesados em virtude de quedas expressivas no valor de suas ações (casos de Americanas e IRB, por exemplo). Em segundo lugar, estão as demandas societárias cujas companhias não especificaram qual seria o assunto, limitando-se a divulgar que o procedimento versaria sobre direito societário.

Quando se fala em compra e venda de quotas ou ações, as controvérsias restringem-se a fusões ou aquisições de companhias ou sociedades subsidiárias da companhia aberta. Exemplificando, a Rede D'or divulgou, em 2023 e 2024, um procedimento em que atuava como requerida, cujo pedido era “recebimento integral do preço devido pela aquisição de participações societárias pela Companhia em determinadas sociedades, além da aplicação de multa pelo descumprimento de cláusulas contratuais”^{198,199}. Em relação aos temas que envolvem AGE, todos os

¹⁹⁸ REDE D'OR SÃO LUIZ. **Formulário de Referência 2023**. São Paulo: Rede D'Dor São Luiz, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5ecded6f-d02b-4439-bd60-b78400f01f1e/23e740bf-62a6-fce7-e1c4-6a2768ad178d?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

procedimentos foram divulgados pela JBS. Em um dos procedimentos, a decisão do Tribunal Arbitral foi de proibir que a J&F Investimentos S.A.²⁰⁰ vote em qualquer AGE sobre temas que visem a deliberar sobre medidas a serem tomadas pela companhia em virtude de atitudes perpetradas por administradores, ex-administradores e controladores pelos atos confessados ilícitos nos Acordos de Colaboração Premiada²⁰¹.

No que tange aos assuntos referentes a acordos de acionistas, as divulgações são genéricas. Por exemplo, no caso da Rumo S.A., a referência ao tema de arbitragem restringe-se a enfatizar que a companhia “foi parte em procedimento arbitral confidencial a respeito de um acordo de acionistas de uma de suas subsidiárias relevantes [...] ocorrendo pagamento pela Cia do valor total de R\$ 388,7 milhões”²⁰². Já a CCR S.A limitou-se a referir que o procedimento restringe-se a “interpretação e alcance de determinadas disposições”²⁰³ de acordo de acionistas.

As discussões acerca da desvalorização do preço das ações referem-se ao caso da IRB, já citado neste trabalho. Por fim, o caso de indenização em face de ex-diretores refere-se à arbitragem proposta pela JBS em face de J&F Investimentos S.A., Joesley Batista, Wesley Mendonça Batista, Francisco de Assis e Silva e Florivaldo Caetano de Oliveira.

Durante a análise dos FRE, notou-se certa dificuldade em interpretar alguns procedimentos societários em virtude da falta de padronização das publicações. Percebeu-se que algumas companhias escolheram apenas fazer alusão à existência do procedimento, ao passo que outras divulgaram detalhes, sendo que, dentre as que explicaram sobre as demandas societárias, notou-se uma variação no grau de detalhamento. Por conseguinte, diante deste cenário e buscando reduzir tanto a

¹⁹⁹ REDE D'OR SÃO LUIZ. **Formulário de Referência 2022**. São Paulo: Rede D'Dor São Luiz, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5ecded6f-d02b-4439-bd60-b78400f01f1e/5d147d84-e363-88be-cf7e-492b0e48fc17?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

²⁰⁰ JBS. **Formulário de Referência 2022**. São Paulo: JBS, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/e561f1c0-523e-7222-9105-6c8414c5bb9f?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

²⁰¹ JBS. **Edital de Convocação da Assembleia Geral Extraordinária**. São Paulo: JBS, 2017. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/assembleiascentral-de-downloads/814f681c7b5b1e8fe1e409b736f2a534131fd9744dd528dfef0fedde0908fa57/edital_de_convocacao_da_age_das_1000.pdf. Acesso em: 20 jun. 2024.

²⁰² RUMO. **Formulário de Referência 2022**. São Paulo: Rumo, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/003f6029-d45a-44ac-9c9e-869fe5df83fc/add9e78f-e739-5593-3ffa-a3fef1a37f8b?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

²⁰³ CCR. **Formulário de Referência 2022**. São Paulo: CCR, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/8516d569-e11b-4864-a777-68eca8245423/1ce02461-85b0-b3ee-f8c9-b156ed675945?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

assimetria informacional, quanto os custos de análise das divulgações sobre demanda societária, propor-se-á, como apêndice, uma sugestão de padronização das divulgações nos FRE.

5.4. Conclusão sobre as publicações

Enfatiza-se que, dentre todas as formas de *disclosure* praticadas pelas companhias abertas, há necessidade de padronização sobre como as informações são divulgadas. Conforme foi possível notar da análise dos três tipos de documentos (comunicação sobre demanda societária, FR e FRE), algumas companhias não respeitam as normas da CVM. Algumas divulgam as informações apenas no FRE, outras apenas no FR e outras apenas nas comunicações sobre demanda societária.

Além disso, em cada um dos documentos, cada companhia utiliza o seu padrão próprio. Dessa maneira, há necessidade de padronizar a forma da divulgação, buscando-se sempre a redução dos custos de transação aos investidores e às companhias. Enfatiza-se que a previsão mais clara acerca do *disclosure* será benéfica tanto à companhia (que saberá em quais documentos divulgar as demandas societárias e, em cada documento, terá um modelo de divulgação, espécie de formulário, em que apenas preencherá os dados acerca dos procedimentos), quanto aos investidores, pois será mais fácil buscar as informações. O apêndice ao presente trabalho tem este objetivo: expor uma forma de possibilitar a transparência com menores custos às partes.

6 CONCLUSÃO

O cerne do presente trabalho é a transparência no âmbito do mercado de capitais. Conforme viu-se, o *disclosure* é extremamente necessário para o desenvolvimento do mercado de capitais, tanto pelo viés econômico, quanto jurídico. Olhando-se pelo viés econômico, há diversas teorias que sustentam o dever de informar, guardando especial relevância ao presente trabalho a teoria da racionalidade limitada, a teoria dos custos de transação e a assimetria informacional. Verificando-se pelo viés jurídico, os custos de transação e a assimetria de informações também têm importância sobre o dever de divulgação das informações, havendo, além destas, a necessidade de redução dos benefícios privados do controle.

Economicamente, a divulgação das informações possibilita que os preços dos ativos sejam mais condizentes com os seus valores intrínsecos. Em que pese haja momentos em que os ânimos imperem no mercado, ocasionando preços extremamente baixos ou altos, tais situações não perduram no longo prazo, tendo a divulgação das informações papel crucial, possibilitando que haja a correção dos preços no médio ou no longo prazo.

Isto é possibilitado por meio da redução dos custos de transação e da mitigação da assimetria informacional. Por ser menos custoso o acesso à informação, os investidores conseguem analisar os ativos com maior facilidade, podendo tomar decisões mais embasadas e próximas ao valor intrínseco do ativo. Dessa maneira, a escolha do investidor será mais assertiva, possibilitando maiores retornos em média.

Além disso, com a redução da assimetria informacional, os diferentes investidores conseguem acessar informações semelhantes, podendo, em suas análises, chegar a valores parecidos. Outro ponto que é possibilitado pela divulgação obrigatória das informações é a mitigação dos riscos de ocorrer a prática de *Insider trading*. Assim, com o mercado sabendo das informações no momento correto, dificilmente haverá margem para que ocorra tal prática (evidentemente, porém, haverá situações nas quais será possível que haja *Insider trading* e, justamente em virtude disto que o risco não é eliminado, mas mitigado).

Além disso, os efeitos oriundos da seleção adversa também são sobremodo reduzidos graças à transparência do mercado. Neste caso, as companhias com

péssimos indicativos financeiros (ou, em outros termos ineficientes, que não conseguem extrair o maior valor possível de cada real investido) não serão incentivadas a ingressar no mercado de capitais, dificilmente vindo a abrir capital em bolsa de valores. De outro modo, as companhias com resultados bons (ou ao menos razoáveis), que apresentam lucratividade e possuem previsão de crescimento, sentir-se-ão mais confortáveis a ingressar no mercado, possibilitando melhora na qualidade das ofertas públicas iniciais.

Em termos jurídicos, as divulgações das informações possibilitam que os investidores conheçam as questões legais que envolvem a companhia. Especificamente acerca dos procedimentos judiciais, arbitrais e administrativos, os investidores, ao tomarem conhecimento daquilo que atinge sua esfera de direitos, podem agir de forma a buscar indenizações por atos de administradores ou diretores da companhia. Além disso, quando os procedimentos discutirem assunto jurídico diverso, o acesso às informações possibilitará que os investidores analisem se os processos nos quais está a companhia envolvida compactuam com padrões mínimos de seriedade com a qual os negócios devem ser conduzidos e, neste caso, se é pertinente a manutenção do investimento na empresa.

Assim, levando-se em conta a necessidade da divulgação das informações em virtude dos motivos acima referidos, é relevante enfatizar que, quando envolver procedimento arbitral, este será, em regra, confidencial. A confidencialidade da arbitragem exerce importante influência na tomada de decisão pelas partes em favor da utilização deste método de resolução de conflitos sobre o poder judiciário. Em grande medida, esta é uma das razões para que as companhias brasileiras utilizem da arbitragem para solucionar as suas controvérsias, quando envolvam direito societário. No entanto, a CVM, por meio da RCVM nº 80/22, impôs a obrigação de as partes divulgarem informações concernentes às arbitragens societárias e o PL 2925/2023 prevê a publicidade de procedimentos arbitrais cujo tema seja direito societário quando envolver companhias abertas. Resta perguntar: a forma proposta pelo PL nº 2925/2023 ou a exposta na RCVM nº 80/22 possibilitam a eficiência econômica?

A fim de responder tal questionamento, imperativo se faz, primeiramente, compreender o que é eficiência econômica. Expôs-se, no presente trabalho, os conceitos desenvolvidos por Vilfredo Pareto e, posteriormente, por Nicholas Kaldor e John Hicks. Viu-se que a eficiência de Pareto dificilmente aplica-se na prática,

amoldando-se ao presente trabalho a eficiência de Kaldor-Hicks. Diante deste cenário, percebe-se que, se os custos da divulgação da informação forem inferiores aos benefícios percebidos pelo mercado e pelos acionistas minoritários, a situação será eficiente. Ora, por que o Direito não exige que, por exemplo, seja divulgado pela companhia que ela firmou contrato de compra e venda de cem computadores para fornecê-los aos seus funcionários? É evidente que uma das razões disto é que seria ineficiente economicamente. A divulgação de qualquer contrato, por mínimo que seja, impõe demasiados custos à operação e, grande parte dos contratos são indiferentes ao mercado o seu conhecimento. Logo, o Direito, ao regular a divulgação das informações, deve ponderar sobre a eficiência econômica nos termos propostos por Kaldor-Hicks (por lógico, não se está a defender que este seja o único critério). Justamente por guardar extrema relevância aos acionistas minoritários é que as arbitragens societárias devem ser divulgadas. E, para compreender como deve ocorrer a divulgação, já se tem dois anos da RCVM nº 80/22, de forma que analisar o seu retrospecto é relevante para entender se as divulgações têm sido economicamente eficientes ou não.

Analisando-se as divulgações, percebe-se, primeiramente, uma ausência de padronização. Embora os ditames da RCVM nº 80/22 sejam claros, percebe-se que, na prática, não há padronização das divulgações e isto fica evidente quando se olha aos números: embora haja 30 arbitragens divulgadas mediante FRE entre as companhias analisadas, há apenas cinco via FR e onze pela comunicação sobre demanda societária. O descasamento entre os números apresentados pelos diferentes documentos acaba apenas gerando dúvidas sobre qual é, afinal, o correto para haver as divulgações referidas – ou se, até mesmo, o mercado compreendeu os ditamos da RCVM nº 80/22. Ocorre que tal dúvida não representa uma situação economicamente eficiente: os números demonstram que as empresas não têm conhecimento exato sobre como divulgar uma arbitragem coletiva societária, o que implica no aumento de custos operacionais à companhia; já o mercado, por sua vez, não sabe onde procurar as informações sobre demandas societárias: nem todos os procedimentos foram divulgadas por meio do documento criado em 2022 com esta específica finalidade, além disso, a empresa pode entender não se tratar de caso para divulgação de FR e, ademais, pode haver esquecimento por parte do setor jurídico e dos escritórios parceiros que prestam serviços à companhia de incluir o procedimento arbitral no FRE. Por conseguinte, para padronizar as divulgações, e

objetivando manter apenas um documento como responsável pela divulgação de demanda societária, seria eficiente economicamente manter a divulgação apenas por meio de comunicação sobre demanda societária e nos FRE, eximindo as companhias do dever de divulgar FR.

Além disso, é necessário que a CVM crie um modelo padrão de documento para que as companhias o utilizem com a finalidade de reduzir custos. Este documento será proposto no apêndice ao presente trabalho. A importância dele é possibilitar que as companhias tenham menos custos ao elaborar os documentos e deixar estritamente claro que toda e qualquer demanda societária deverá por ali ser divulgada.

Ainda, é importante frisar que tal sugestão não exclui a indispensabilidade da publicidade prevista no PL nº 2925/2023, à medida que o fato de as informações serem divulgadas pela companhia não será o suficiente para que os acionistas tenham capacidade para decidir a favor do seu ingresso na demanda ou não. A recíproca também é verdadeira: de nada adiantará a publicidade arbitral sem o dever de a própria companhia divulgar ao mercado o procedimento.

Outra característica que demonstra a eficiência do PL nº 2925/2023 é que a publicidade possibilitará que mais escritórios de advocacia tenham acesso aos procedimentos, tornando a contratação de advogados pelos acionistas menos custosa. Assim, havendo menores gastos financeiros, a alteração legislativa trará mais eficiência econômica. Desse modo, respondendo ao questionamento anteriormente feito, a RCVM nº 80/22, em que pese tenha trazido mais eficiência ao mercado em virtude do dever de divulgação de demandas societárias, na prática pode ser mais eficiente, se utilizar a proposta a ser apresentada no apêndice. Por fim, pelos motivos expostos, o PL nº 2925/2023 é economicamente eficiente.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, George. The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, [s. l.], v. 84, n. 3, p. 488-500, 1970.
- ALBUQUERQUE, Rui; SCHROTH, Enrique. Quantifying private benefits of control from a structural model of block trades. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 96, n. 1, p. 33-55, abr. 2010.
- AMARAL NETO, Francisco dos Santos. A autonomia privada como princípio fundamental da ordem jurídica: Perspectivas estrutural e funcional. **Revista de Informação Legislativa**, Brasília, v. 26, n. 102, p. 207-230, 1989.
- AMBEV. **Estatuto Social Ambev S.A., de 28 de abril de 2023**. São Paulo: Ambev, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/c8182463-4b7e-408c-9d0f-42797662435e/85b04497-31fe-f504-775e-ec9a77c3d065?origin=2>. Acesso em: 21 jan. 2024.
- AMCHAM. **Regulamento de Arbitragem da AMCHAM Brasil, de 2023**. São Paulo: AMCHAM, 2023. Disponível em: <https://estatico.amcham.com.br/arquivos/2023/arbitragem-comercial-regulamento-2023-v2.pdf>. Acesso em: 1 jan. 2024.
- AMERICANAS. **Comunicação sobre demanda societária**. Rio de Janeiro: Americanas, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/51e08038-a227-aae3-191b-679acfda-d81b?origin=1>. Acesso em: 08 jun. 2024.
- ARAÚJO, Fernando. **Economia: conceitos introdutórios para juristas**. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2022.
- ARGENTINA. **Ley 27449, de 4 de julho de 2018**. Ley de Arbitraje Comercial Internacional. Buenos Aires: Ministerio de Justicia de la Nación, 2018. Disponível em: <https://servicios.infoleg.gob.ar/infolegInternet/anexos/310000-314999/312719/norma.htm>. Acesso em: 19 nov. 2023.
- AS 10 maiores empresas do Brasil – Petrobrás, Vale e Itaú na lista! *In*: EXAME. São Paulo, 07 dez. 2023. Disponível em: <https://exame.com/invest/guia/quais-sao-as-maiores-empresas-do-brasil/>. Acesso em: 18 jan. 2024.
- BANCO BTG PACTUAL. **Estatuto Social Banco BTG Pactual S.A**. Rio de Janeiro: BTG Pactual, c2024. Disponível em: <https://ri.btgpactual.com/governanca-corporativa/estatuto-social/>. Acesso em: 21 jan. 2024.
- BANCO DO BRASIL. **Estatuto Social do Banco do Brasil S.A., de 27 de abril de 2017**. Brasília: Banco do Brasil, 2017. Disponível em: <https://www.bb.com.br/docs/pub/siteEsp/ri/pt/dce/dwn/EstatutoSocial.pdf>. Acesso em: 21 jan. 2024.

BARCLAY, Michael J.; HOLDERNESS, Clifford G. Private benefits from control of public corporations. **Journal of Financial Economics**, [s. l.], v. 25, p. 371-395, 1989.

BARR, Nicholas. **Economics of the Welfare State**. 5. ed. Oxford: Oxford University Press, 2012.

BESARRIA, Cássio Nóbrega *et al.* A qualidade das informações prestadas pelas empresas reduz os riscos de investimento? Uma análise empírica para os diferentes níveis de governança corporativa das empresas brasileiras. **Revista de Administração, Contabilidade e Economia (RACE)**, Joaçaba, v. 14, n. 1, p. 11-38, abr. 2015.

BRADERSCO. **Estatuto Social Banco Bradesco S.A., de 10 de março de 2023**. Osasco: Bradesco, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/80f2e993-0a30-421a-9470-a4d5c8ad5e9f/9d3c793b-df99-20b5-9081-6d6337bdabc1?origin=2>. Acesso em: 21 jan. 2024.

PAREDES, Troy A. Blinded by the light: information overload and its consequences for securities regulation. **Washington University Law Quarterly**, Washington, v. 81, n. 2, p. 01 jan. 2003, p. 417-485. Disponível em: <https://journals.library.wustl.edu/lawreview/issue/1768/info/>.

BRASIL. **Exposição de Motivos nº 196, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Brasília: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM196-Lei6404.pdf. Acesso em: 25 maio 2024.

BRASIL. **Exposição de Motivos nº 197, de 24 de junho de 1976, do Ministério da Fazenda**. Brasília: Ministério da Fazenda, 1976. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/anexos/EM197-Lei6385.pdf. Acesso em: 25 maio 2024.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 17 set. 2023.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília, DF: Presidência da República, 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 11 set. 2023.

BRASIL. [Constituição (1988)]. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. Brasília, DF: Presidência da República, 1988. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm. Acesso em: 08 ago. 2024.

BRASIL. **Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996**. Dispõe sobre a arbitragem. Brasília, DF: Presidência da República, 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l9307.htm. Acesso em: 14 maio 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Instrução nº 358, de 03 de janeiro de 2002**. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, disciplina a divulgação de informações na negociação de valores mobiliários e na aquisição de lote significativo de ações de emissão de companhia aberta, estabelece vedações e condições para a negociação de ações de companhia aberta na pendência de fato relevante não divulgado ao mercado. Brasília, DF: CVM, 2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 12 set. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 44, de 23 de agosto de 2021**. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 12 set. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Imobiliários. **Resolução nº 80, de 29 de março de 2022**. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. Brasília, DF: CVM, 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em 12 set. 2023.

BRASIL. Câmara dos Deputados. **Projeto de Lei nº 2925/2023**. 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, 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 29 maio 2024.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Exposição de Motivos n.º 00045/2023 MF**. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 2023. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=2284015. Acesso em: 29 maio 2024.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO (B3). **Regulamento do Novo Mercado**. São Paulo: B3, 2023. Disponível em: https://www.b3.com.br/data/files/ED/C4/C1/2D/F99068101BBF1068AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20_Versao%2023_.pdf. Acesso em: 29 maio 2024.

BRASKEM. **Comunicação sobre demanda societária**. São Paulo: Braskem, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/540b55c5-af99-45f7-a772-92665eb948e9/4ba22f80-645c-1551-63a0-590f10db15aa?origin=1>. Acesso em: 10 jun. 2024.

CAIXE, Daniel Ferreira; KRAUTER, Elizabeth. Relação entre governança corporativa e valor de mercado: mitigando problemas de endogeneidade. **Brazilian Business Review**, Vitória, v. 11, n. 1, p. 96-117, mar. 2014.

CÂMARA DE ARBITRAGEM E MEDIAÇÃO DA FIEP (CAMFIEP). **Regulamento de Arbitragem e Mediação da Câmara de Arbitragem e Mediação da Federação das Indústrias do Estado do Paraná**. Curitiba: CAMFIEP, 2014. Disponível em: [https://www.fiepr.org.br/camfiep/sobre/regulamentoeecodigodeetica/uploadAddress/CAMFIEP-Regulamento-de-Arbitragem-e-Mediacao\[100094\].pdf](https://www.fiepr.org.br/camfiep/sobre/regulamentoeecodigodeetica/uploadAddress/CAMFIEP-Regulamento-de-Arbitragem-e-Mediacao[100094].pdf). Acesso em: 1 jan. 2024.

CÂMARA DE CONCILIAÇÃO, MEDIÇÃO E ARBITRAGEM CIESP/FIESP. **Regimento Interno da CIESP/FIESP**. São Paulo: Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem, 2023. Disponível em: <http://www.camaradearbitragemsp.org.br/pt/atos-normativos/regimento-Interno.html>. Acesso em: 1 jan. 2024.

CÂMARA DE CONCILIAÇÃO, MEDIÇÃO E ARBITRAGEM CIESP/FIESP. **Regulamento de Arbitragem**. São Paulo: Câmara de Conciliação, Mediação e Arbitragem, 2022. Disponível em: https://www.camaradearbitragemsp.com.br/pt/res/docs/arbitragem/CMASP_Regulamento_Arbitragem_Atualizado_2022.pdf. Acesso em: 1º jan. 2024.

CÂMARA DE MEDIAÇÃO E ARBITRAGEM ARBITAC. **Regulamento de Arbitragem**. Curitiba: Arbitac, 2021. Disponível em: <https://arbitac.com.br/wp-content/uploads/2021/03/Regulamento-de-Arbitragem-da-ARBITAC-5.pdf>. Acesso em: 1 jan. 2024.

CÂMARA DE MEDIAÇÃO E ARBITRAGEM EMPRESARIAL BRASIL (CAMARB). **Regulamento de Arbitragem Camarb, de 12 de agosto de 2019**. Belo horizonte: Camarb, 2019. Disponível em: https://camarb.com.br/wpp/wp-content/uploads/2019/10/regulamento-de-arbitragem-camarb-2019_atualizado2019.pdf. Acesso em: 1 jan. 2024.

CÂMARA DO MERCADO (CAM). **Regulamento de Arbitragem**. São Paulo: CAM, 2011. Disponível: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem.html>. Acesso em: 1 jan. 2024.

CÂMARA DO MERCADO (CAM). **Ementário de sentenças arbitrais**. São Paulo: CAM, 2023. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/assets/pt-BR/6-edicao-ementario.pdf>. Acesso em: 17 jan. 2024.

CAMPOS, Roberto da Cunha. Técnicas correntes de análise e avaliação de títulos e seleção de carteira. In: CASTRO, Hélio O. Portocarrero de. (coord.). **Introdução ao Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CANTERJI, Rafael Braude; RANZOLIN, Ricardo. Dever de sigilo do advogado quando atua como árbitro no direito brasileiro. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 53, p. 335-354, jun. 2017.

CARVALHOSA, Modesto; LATORRACA, Nilton. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 1997.

CCR. **Formulário de Referência 2022**. São Paulo: CCR, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/8516d569-e11b-4864-a777-68eca8245423/1ce02461-85b0-b3ee-f8c9-b156ed675945?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

CENTRO BRASILEIRO DE MEDIAÇÃO E ARBITRAGEM (CBMA). **Regulamento de arbitragem**. Rio de Janeiro: CBMA, 2013. Disponível em: <https://cbma.com.br/wp-content/uploads/2022/01/Regulamento-de-Arbitragem-valido-a-partir-de-01.02.2013.pdf>. Acesso em: 1 jan. 2024.

CENTRO DE ARBITRAGEM E MEDIAÇÃO (CAM). **Regulamento de Arbitragem da CAM-CCBC, de 1º de agosto de 2022**. Rio de Janeiro: CAM-CCBC, 2022. Disponível em: <https://ccbc.org.br/cam-ccbc-centro-arbitragem-mediacao/wp-content/uploads/sites/10/2023/05/Regulamento-de-Arbitragem-2022.pdf>. Acesso em: 1 jan. 2024.

CERBINO, Grasiela. Arbitrabilidade das Demandas Coletivas. *In*: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (coords.). **Arbitragem Coletiva Societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

CHILE. **Ley 19971, de 29 de setembro de 2004**. Sobre Arbitraje Comercial Internacional. Santiago: Ministerio de Justiça, 2004. Disponível em: <https://www.bcn.cl/leychile/navegar?id Norma=230697>. Acesso em: 19 nov. 2023.

COASE, Ronald H. The Problem of Social Cost. **The Journal of Law and Economics**, Chicago, v. 3, p. 1-44, 1960.

COLÔMBIA. **Ley 1563, de julho de 2012**. Por médio de cual se expide el Estatuto de Arbitraje Nacional e Internacional y se dictan otros disposiciones. Bogotá: El Congreso de Colombia, 2012. Disponível em: <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=48366>. Acesso em: 19 nov. 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Sistema ENET**. São Paulo: CVM, c2024. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmConsultaExternaCVM.aspx>. Acesso em: 21 jan. 2024.

COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Poder de Controle na Sociedade Anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CONSELHO ARBITRAL DO ESTADO DE SÃO PAULO (CAESP). **Regulamento de Arbitragem**. São Paulo: Caesp, 2023. Disponível em: <https://caesp.org.br/arbitragem/>. Acesso em: 1 jan. 2024.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. **Direito & Economia**. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.

CORDEIRO, António Menezes. **Tratado da Arbitragem**: comentários à Lei 63/2011, de 14 de dezembro. Coimbra: Almedina, 2015.

COSTA, Isac Silveira da. Luz em águas turvas: transparência no mercado de capitais, confidencialidade da arbitragem e o comunicado sobre demandas societárias para companhias abertas. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, São Paulo**, v. 93, p. 31-60, jul./set. 2021.

EASTERBROOK, Frank H.; FISCHER, Daniel R. **The economic structure of corporate law**. Cambridge: Harvard University Press, 1991.

EIZIRIK, Nelson *et al.* **Mercado de Capitais**: regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de Capitais**: regime jurídico. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FAMA, Eugene F. *et al.* The adjustment of stock prices to new information. **International Economic Review**, [s. l.], v. 10, n. 1, p. 1-21, feb. 1969.

FEDERAL RESERVE (FED). **Stock Market Crash of 1929**. Washington: FED, [2023?]. Disponível em: <https://www.federalreservehistory.org/essays/stock-market-crash-of-1929>. Acesso em: 23 jul. 2023.

FICHTNER, José Antônio; MANNHEIMER, Sérgio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A confidencialidade na arbitragem: regra geral e exceções. **Revista de Direito Privado**, São Paulo, v. 49, p. 227-285, jan./mar. 2012.

FRANÇA. **Code de Procédure Civile, de 21 de março de 1804**. Paris: Assemblée Nationale, 1804. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006070716/. Acesso em: 19 nov. 2023.

FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (FGV). **Regulamento de Arbitragem da FGV**. Rio de Janeiro: Câmara de Mediação e Arbitragem FGV, 2016. Disponível em: <https://camara.fgv.br/artigos/versao-de-2016-vigente>. Acesso em: 1 jan. 2024.

GAILLARD, Emmanuel; SAVAGE, John. **Fouchard, Gaillard, Goldman on International Commercial Arbitration**. Cambridge: Kluwer Law International, 1999.

GALBRAITH, John Kenneth. **The Great Crash 1929**. Nova York: Mariner Books, 2009.

GARCEZ, José Maria Rossani; MARTINELLI, Ivan. A confidencialidade na Arbitragem. *In*: VERÇOSA, Fabiane *et al.* (coord.). **Arbitragem e Mediação**: temas controvertidos. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

GORGA, Érika. **Direito societário atual**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

HICKS, John Richard. The foundations of Welfare. *In*: **The Economic Journal**, [s. l.], v. 49, n. 196, p. 696-712, dez. 1939

HIRA, Andy. Irrational exuberance: an evolutionary perspective on the underlying causes of the financial crisis. **Intereconomics**, [s. l.], v. 48, n. 2, p. 116-123, 2013.

INTERNATIONAL CHAMBER OF COMMERCE (ICC). **Arbitration Rules 2021**. Paris: ICC, 2021. Disponível em: <https://iccwbo.org/dispute-resolution/dispute-resolution-services/arbitration/rules-procedure/2021-arbitration-rules/#block-accordion-51>. Acesso em: 1 jan. 2024.

IRB-BRASIL RESSEGUROS. **Comunicado ao mercado**. Rio de Janeiro: IRB-Brasil Resseguro, 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d797649-90df-4c56-aa01-6ee9c8a13d75/8ff45af3-d4af-4145-ad89-fe8348da3032?origin=1>. Acesso em: 06 jun. 2024.

ITÁLIA. **Decreto 28 ottobre 1940, n. 1443**. Codice di Procedura Civile. Roma: Camera Dei Deputati, 1940. Disponível em: <https://www.altalex.com/documents/codici-altalex/2015/01/02/codice-di-procedura-civile>. Acesso em: 16 maio 2024.

ITAÚSA. **Estatuto Social Itaúsa S.A., de 30 de abril de 2021**. São Paulo: Itaúsa, 2021. Disponível em: <https://www.itausa.com.br/Download.aspx?Arquivo=e48V5oWa8mEx3PR3QnZU7Q==&IdCanal=N+B2n16r+IBYN/HK4I4/kg==>. Acesso em: 21 jan. 2024.

JBS. **Edital de Convocação da Assembleia Geral Extraordinária**. São Paulo: JBS, 2017. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/assembleiascentral-de-downloads/814f681c7b5b1e8fe1e409b736f2a534131fd9744dd528dfef0fedde0908fa57/edital_de_convocacao_da_ag_e_das_1000.pdf. Acesso em: 20 jun. 2024.

JBS. **Formulário de Referência 2022**. São Paulo: JBS, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/043a77e1-0127-4502-bc5b-21427b991b22/e561f1c0-523e-7222-9105-6c8414c5bb9f?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

KALDOR, Nicholas. Welfare Propositions of economics and interpersonal comparisons of utility. **The Economic Journal**, [s. l.], v. 49, n. 195, p. 549-552, set. 1939.

KLEIN, Maury. The stock market crash of 1929: a review article. **The Business History Review**, Boston, v. 75, n. 2, p. 325-331, 2001.

LY, Filip; FRIEDMAN, Mark; BROZOLO, Luca Radicati di. International Law Association International Commercial Arbitration Committee's report and recommendations on 'confidentiality in International Commercial Arbitration'. In: BIENNIAL CONFERENCE IN THE HAGUE, 28., Haia. **Proceeding [...]**. Haia: arbitration International, 2010.

MAFRA, Ricardo. **A responsabilidade civil da companhia aberta perante investidores por violação do seu dever de informar: análise à luz do funcionamento eficiente do mercado**. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2022.

MARQUES, Thiago de Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A concentração acionária no Brasil: análise dos impactos no desempenho, valor e risco das empresas. **Revista de Administração Mackenzie (RAM)**, São Paulo, v. 16, n. 4, p. 100-123, jul./ago. 2015.

MASON, C. J. *et al.* **Esso Australia resources Ltd and others V The Honourable Sidney James Plowman and others**. Sidney: High Court of Australia, 1995. Disponível em: <https://jade.io/article/67885>. Acesso em: 03 jan. 2024.

MORRIS, Charles R. **The two trillion dollar meltdown**. 1. ed. Nova York: PublicAffairs, 2008.

MOTA, Fernando de Andrade. **O dever de divulgar fato relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2022.

MUSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider trading no direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017.

NATURA. **Comunicado ao mercado**. São Paulo: Natura, 2024. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/67c3b7d4-64ea-4c2f-b380-6596a2ac2fbf/022a9f4f-2e58-e6c0-cfd4-937d94b4897c?origin=1>. Acesso em: 03 jun. 2024.

OLIVEIRA, Isaac de. Dobra número de empresas que pedem para sair da bolsa. O que isso indica? *In*: ESTADÃO. São Paulo, 30 out. 2023. Disponível em: <https://investidor.estadao.com.br/negocios/dobra-empresas-sair-bolsa-que-significa/#:~:text=A%20redu%C3%A7%C3%A3o%20do%20n%C3%BAmero%20de,rela%C3%A7%C3%A3o%20a%20agosto%20de%202023>. Acesso em: 18 jan. 2024.

PARGENDLER, Mariana. **Evolução do Direito Societário: lições do Brasil**. São Paulo: Almedina, 2021.

PARTNOY, Frank. Financial systems, crises and regulation. *In*: MOLONEY, Niamh; FERRAN, Eilís; PAYNE, Jennifer (orgs.). **The Oxford Handbook of Financial Regulation**. Oxford: Oxford University Press, 2015.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Relatório OCDE Sobre Arbitragem Coletiva: “Private Enforcement of Shareholders Rights: a Comparison of Selected Jurisdictions and Policy Alternatives for Brazil”. *In*: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (coords.). **Arbitragem coletiva societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

PEREIRA, Mariana Gofferjé. O contrato entre o árbitro e as partes no Direito Brasileiro. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 65, p. 227-274, jun. 2020.

PERU. **Decreto Legislativo nº 1071 de 1 de setembro de 2008**. Decreto Legislativo que normal el arbitraje. Lima: Peru, 2008. Disponível em: <https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/377449/DL-1071-ley-que-norma-el-arbitraje.pdf>. Acesso em: 19 nov. 2023.

PETROBRAS. **Estatuto Social da Petrobrás, de 30 de novembro de 2023**. Rio de Janeiro: Petrobras, 2023. Disponível em: https://sindipetro.org.br/wp-content/uploads/2024/04/Estatuto-Social-da-Petrobras_AGE-30-11-2023.pdf. Acesso em: 21 jan. 2024.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. **Microeconomia**. 8. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2013.

PINTO, José Emílio Nunes. A confidencialidade na arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 6, p. 25-36, set. 2005.

PORTUGAL. **Lei nº 63/2011, de 14 de dezembro de 2011**. Aprova a Lei da Arbitragem Voluntária. Lisboa: Procuradoria-Geral Distrital de Lisboa, 2011. Disponível em: https://www.pgdlisboa.pt/leis/lei_mostra_articulado.php?nid=1579&tabela=leis#:~:text=1%20%2D%20Os%20%C3%A1rbitros%20devem%20ser,devem%20ser%20independentes%20e%20imparciais. Acesso em: 19 nov. 2023.

POULSEN, Thomas. Private benefits in corporate control transactions. **International Review of Financial Analysis**, [s. l.], v. 20, p. 52-58, 2011.

PRADO, Viviane Muller; NANI, Ana Paula Ribeiro. A flexibilização do sigilo arbitral: as discussões na administração pública, no mercado de capitais e no judiciário. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo, v. 70, p. 201-226, jul./set. 2021.

REDE D'OR SÃO LUIZ. **Formulário de Referência 2022**. São Paulo: Rede D'Dor São Luiz, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5ecded6f-d02b-4439-bd60-b78400f01f1e/5d147d84-e363-88be-cf7e-492b0e48fc17?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

REDE D'OR SÃO LUIZ. **Formulário de Referência 2023**. São Paulo: Rede D'Dor São Luiz, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5ecded6f-d02b-4439-bd60-b78400f01f1e/23e740bf-62a6-fce7-e1c4-6a2768ad178d?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

RESOLUÇÃO de conflitos: Câmaras de Arbitragem. *In*: LEADERS League. Paris, 2023. Disponível em: <https://www.leadersleague.com/pt/rankings/resolucao-de-conflitos-camaras-de-arbitragem-ranking-2023-camaras-de-arbitragem-brasil>. Acesso em: 28 dez. 2023.

RUMO. **Formulário de Referência 2022**. São Paulo: Rumo, 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/003f6029-d45a-44ac-9c9e-869fe5df83fc/add9e78f-e739-5593-3ffa-a3fef1a37f8b?origin=1>. Acesso em: 20 jun. 2024.

SANTANDER. **Estatuto Social Banco Santander S.A., de 30 de abril de 2020**. São Paulo: Santander, 2020. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WRI/documentos/url-estatuto-2020/20-05-12_213016_estatuto+social.pdf. Acesso em: 21 jan. 2024.

SCHILLER, Robert. **Irrational exuberance**. Nova York: Broadway Business, 2006.

SIMON, Carol J. The effect of the 1933 Securities Act on Investor Information and the Performances of New Issues. **American Economic Association**, [s. l.], v. 79, n. 3, p. 195-318, 1989.

STATUS Invest. [S. l.], 2024. Disponível em: <https://statusinvest.com.br/acoes/busca-avancada>. Acesso em: 24 jun. 2024.

TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth. **Análise Econômica do Direito dos Contratos**: uma nova abordagem do direito contratual como redutor das falhas de mercado. Londrina: Thoth, 2021.

UNIBANCO. **Estatuto Social do Itaú Unibanco Holding S.A, de 30 de novembro de 2023** (Pendente de homologação pelo Banco Central do Brasil). São Paulo: Itaú Unibanco, 2023. Disponível em: <https://www.itaubr.com.br/download-file/v2/d/42787847-4cf6-4461-94a5-40ed237dca33/a30bf839-509d-5a39-3b87-dd3099770fc1?origin=1>. Acesso em: 21 jan. 2024.

UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW (UNCITRAL). **Uncitral**: Notes on organizing arbitral proceedings. Vienna: Uncitral, 2016. *E-book*. Disponível em: <https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/arb-notes-2016-e.pdf>. Acesso em: 22 mar. 2024.

UNITED STATES. **Securities Act of 1933**. Washington: USA, 1933. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em 12 ago. 2023.

URUGUAI. **Ley nº 19636, de 26 de julho de 2018**. Ley de Arbitraje Comercial Internacional. Montevideo: Poder Ejecutivo, 2018. Disponível em: <https://www.impo.com.uy/bases/leyes-originales/19636-2018>. Acesso em: 19 nov. 2023.

VALE. **Estatuto Social Vale S.A., de 21 de dezembro de 2022**. Rio de Janeiro: Vale, 2022. Disponível em: <https://vale.com/documents/d/guest/estatuto-social>. Acesso em: 21 jan. 2024.

WALD, Arnoldo; TORRE, Riccardo Giuliano Figueroa. O dever de informar e o full disclosure no direito societário. *In*: MONTEIRO, André Luís; PEREIRA, Guilherme Setoguti J.; BENEDUZI, Renato (coords.). **Arbitragem coletiva societária**. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2021.

WEG. **Estatuto Social da Weg S.A, de 25 de abril de 2023**. Jaraguá do Sul: WEG, 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/50c1bd3e-8ac6-42d9-884f-b9d69f690602/1a6bf015-6444-799e-a226-d37f1bd5d82a?origin=1>. Acesso em: 21 jan. 2024.

YALE UNIVERSITY. **Online Data Robert Shiller**. New Haven: YALE, [2023?]. Disponível em: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>. Acesso em: 10 ago. 2023.

**APÊNDICE A - SUGESTÃO DE MODELO PARA COMUNICAÇÃO SOBRE
DEMANDA SOCIETÁRIA – INSTAURAÇÃO DO PROCEDIMENTO**

[Local, data escrita por extenso], [razão social da companhia], inscrita no CNPJ sob o n.º [XX.XXX.XXX/0001-XX], em respeito à disposição contida no artigo 33, inciso XLIII da Resolução CVM 80/22, bem como com base no Anexo I da mesma Resolução, vem informar aos acionistas e ao mercado, sobre a instauração de uma demanda societária, na qual a Companhia figura como [autora/requerente ou ré/requerida], nos termos abaixo expostos:

Meio de resolução do conflito	() Judiciário () Arbitragem
Câmara Arbitral, vara ou câmara de tribunal	
Número do processo/procedimento	
Autor/requerente	Nome de todos os autores/requerentes
Réu/requerido	Nome de todos os réus/requeridos
Valores totais envolvidos	
Causa de pedir	
Pedidos	
Último andamento processual	

Caso haja necessidade de maiores informações, contate o setor de Relações com Investidores da Companhia, sob o e-mail [endereço de e-mail].

[Nome completo],
Diretor de Relações com Investidores.

**APÊNDICE B - SUGESTÃO DE MODELO PARA COMUNICAÇÃO SOBRE
DEMANDA SOCIETÁRIA – DESFECHOS POSTERIORES**

[Local, data escrita por extenso], [razão social da companhia], inscrita no CNPJ sob o n.º [XX.XXX.XXX/0001-XX], em respeito à disposição contida no artigo 33, inciso XLIII da Resolução CVM 80/22 e no Anexo I da mesma Resolução, bem como baseada na Comunicação Sobre Demanda Societária referente à [ação/procedimento arbitral n.º XX, indicar qual é a câmara arbitral, câmara ou turma do tribunal ou a vara judicial], divulgada a mercado em [data da comunicação anterior referente ao procedimento], vem informar aos acionistas e ao mercado sobre a [decisão, atualização importante como recurso, etc.] na referida [ação/procedimento arbitral], nos termos abaixo expostos:

Autor/requerente	Nome de todos os autores/requerentes
Réu/requerido	Nome de todos os réus/requeridos
Valores totais envolvidos	
Causa de pedir	
Pedidos	
Último andamento processual	
Impacto da decisão/atualização para o acionista	Indicar de que forma a decisão irá impactar diretamente o acionista (por exemplo, garantindo aos acionistas da companhia direito a alguma indenização)

Caso haja necessidade de maiores informações, contate o setor de Relações com Investidores da Companhia, sob o e-mail [endereço de e-mail].

[Nome completo],
Diretor de Relações com Investidores.

APÊNDICE C - SUGESTÃO DE MODELO PARA DIVULGAÇÃO DE ARBITRAGEM SOCIETÁRIA EM FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

O formulário abaixo deve ser incluído no item referente aos processos sigilosos relevantes, com os campos exatamente abaixo descritos:

Demanda societária – número da arbitragem e câmara arbitral	
Autor/requerente	Nome de todos os autores/requerentes
Réu/requerido	Nome de todos os réus/requeridos
Valores totais envolvidos	
Causa de pedir	
Pedidos	
Estado atual do procedimento	
Impacto da decisão/atualização para o acionista	Indicar de que forma a decisão irá impactar diretamente o acionista (por exemplo, garantindo aos acionistas da companhia direito a alguma indenização)