

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

NATHALIA SCHWENGBER GASPARINI

**A Confidencialidade na Arbitragem e o Dever de Informação nas
Companhias Listadas no Novo Mercado**

Rio de Janeiro, dezembro de 2019.

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

NATHALIA SCHWENGBER GASPARINI

**A Confidencialidade na Arbitragem e o Dever de Informação nas
Companhias Listadas no Novo Mercado**

Trabalho de Conclusão de Curso,
sob a orientação do professor
Nelson Eizirik apresentado à FGV
DIREITO RIO como requisito
parcial para obtenção do grau de
bacharel em Direito.

Rio de Janeiro, dezembro de 2019

**FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO FGV DIREITO RIO
GRADUAÇÃO EM DIREITO**

NATHALIA SCHWENGBER GASPARINI

**A Confidencialidade na Arbitragem e o Dever de Informação nas
Companhias Listadas no Novo Mercado**

Trabalho de Conclusão de Curso,
sob a orientação do professor
Nelson Laks Eizirik apresentado à
FGV DIREITO RIO como requisito
parcial para obtenção do grau de
bacharel em Direito.

Comissão Examinadora:

Nelson Laks Eizirik (Orientador)
João Pedro Barroso do Nascimento
Márcio Souza Guimarães

Assinaturas:

Nelson Laks Eizirik

João Pedro Barroso do Nascimento

Márcio Souza Guimarães

Nota Final:_____

Rio de Janeiro, ____ de dezembro de 2019.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, Eduardo e Angela, que sempre me apoiaram e são a minha maior fonte de inspiração. Ele, do interior do Espírito Santo e ela, do interior do Rio Grande do Sul, deixaram tudo para trás para tentar a vida como médicos em uma cidade grande e eu tenho muito orgulho de tudo o que conseguiram construir sozinhos.

Ao meu irmão, Matheus, aluno exemplar, por sempre me instigar a ser mais e querer mais.

À FGV Direito Rio, por tudo que me proporcionou nesses últimos 5 anos. Foi lá que eu tive a oportunidade de descobrir o mundo jurídico e ter aulas com os professores mais brilhantes que eu poderia imaginar. Agradeço, ainda, por ter me permitido participar de diversos projetos que tanto contribuíram para a minha formação – Revista Ágora, CAMARB e Amplia FGV.

À minha turma, por ser tão autêntica, unida e feliz. Os últimos dois anos em que estivemos separados em eletivas não foram tão felizes e divertidos como os três primeiros. Sentirei saudades de conviver com cada um diariamente. Gostaria de agradecer, mais especificamente, a Beatriz, Igor, Júlia, Maria Clara, Sofia e Vanessa, por terem se tornado os melhores amigos que eu poderia desejar.

A Débora e Isadora, irmãs que ganhei durante os seis meses de intercâmbio para Barcelona e que se tornaram pessoas tão especiais para mim.

Ao Rodolpho, por ser minha fonte de força e porto seguro mesmo à distância, muito obrigada pelo carinho e por todo o auxílio nesse último ano que foi tão corrido e difícil para nós dois.

Ao Prof. Nelson Eizirik, pelas observações sempre tão precisas e por toda a dedicação ao me orientar.

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo investigar o aparente conflito existente entre o dever de informação e a confidencialidade dos procedimentos arbitrais envolvendo companhias abertas listadas no Novo Mercado, diante da relevância desempenhada por tais companhias no desenvolvimento e aprimoramento do mercado de capitais brasileiro. Para tanto, serão examinados os fundamentos doutrinários que justificam a importância do regime de informação – no qual se insere o dever de divulgar fatos relevantes, previsto no artigo 157, §4º, da LSA – e da arbitragem como mecanismos aptos a promover um elevado grau de governança corporativa. Além disso, será verificado o tratamento conferido à confidencialidade na arbitragem pelo ordenamento jurídico brasileiro, a fim de averiguar se esta é uma característica essencial a todos os procedimentos arbitrais. Por fim, será analisado o posicionamento adotado pela Comissão de Valores Mobiliários ao julgar os Processos Administrativos CVM nº RJ 2008/0714 e nº RJ 2012/13700, no qual teve a oportunidade de enfrentar essa questão. Por fim, far-se-á uma análise crítica acerca de tal entendimento, a fim de demonstrar os seus possíveis impactos para as companhias listadas no Novo Mercado.

Palavras-chave: Mercado de Capitais. Arbitragem. Novo Mercado. Confidencialidade. Dever de Informação. Fato Relevante.

ABSTRACT

The present study aims to investigate the existence of an apparent conflict between the duty of information and the confidentiality of arbitration proceedings related to companies listed on the “New Market”, given the importance of such companies for the development and improvement of the Brazilian’s capital market. For this purpose, the doctrinal foundations that justify the importance of the information regime – which involves the duty to disclose material facts, as set forth in article 157, paragraph 4, of Law No. 6.404, of December 15, 1976 –, as well as the choice of arbitration as methods able to promote high level of corporate governance degree will be analyzed. In addition, there will be an analysis of the treatment given to confidentiality of arbitration proceedings by the Brazilian legal system in order to find out if this is an essential feature for all arbitration proceedings. Finally, it will be analyzed the position adopted by the Brazilian Securities Commission when judging Administrative Proceedings No. RJ 2008/0714 and No. RJ 2012/13700, when had the opportunity to address this issue. Finally, a critical analysis will be done of such an understanding, in order to demonstrate its possible impacts on companies of the “New Market”.

Keywords: Capital Market. Arbitration. “New Market”. Confidentiality. Information Duty. Material Fact.

LISTA DE ABREVIATURAS E SÍMBOLOS

Bovespa	Bolsa de Valores de São Paulo
B3	B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão
CAM	Câmara de Arbitragem do Mercado
LSA	Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76)
ICVM 358	Comissão de Valores Mobiliários
CVM	Instrução CVM nº 358 de 2002
ICVM 590	Instrução CVM nº 590 de 2017
PA RJ 2008/0714	Processo Administrativo nº RJ 2008/0714
PA RJ 2012/13700	Processo Administrativo nº RJ 2012/13700
ICVM 480	Instrução CVM nº 480 de 2009
ICVM 457	Instrução CVM nº 457 de 2007
ICVM 590	Instrução CVM nº 590 de 2017
DRI	Diretor de Relações com Investidores
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICC	<i>International Chamber of Commerce</i>
LCIA	<i>London Court of International Arbitration</i>
CAM-CCBC	Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara do Comércio Brasil-Canadá
SEP	Superintendência de Relações com Empresas
PFE	Procuradoria Federal Especializada
CBD	Companhia Brasileira de Distribuição

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
1. OS DEVERES DOS ADMINISTRADORES NAS COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO.....	12
1.1. A Organização Social da Companhia e os Órgãos de Administração	12
1.2. Os Deveres dos Administradores Disciplinados na LSA.....	17
1.3. As Obrigações Adicionais Previstas no Regulamento do Novo Mercado	19
2. O DEVER DE INFORMAÇÃO NAS COMPANHIAS ABERTAS.....	23
2.1. Fundamentos do Dever de Informação	23
2.2. A Regulação Brasileira do Dever de Informação	28
2.3. O Dever de Divulgar Fato Relevante.....	34
3. A ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS	39
3.1. As Vantagens da Arbitragem como Método de Resolução de Conflitos no Âmbito das Companhias	39
3.2. A Confidencialidade na Arbitragem	46
3.3. A Confidencialidade nos Regulamentos das Câmaras.....	50
4. O APARENTE CONFLITO ENTRE A CONFIDENCIALIDADE DA ARBITRAGEM E O DEVER DE INFORMAÇÃO EM COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO.....	54
4.1. Os Mecanismos de Divulgação de Procedimentos Arbitrais Impostos pela CVM ...	55
4.2. O Posicionamento da CVM nos Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0714 e Processo Administrativo nº RJ 2012/13700	59
4.3. Considerações Críticas sobre o Posicionamento da CVM.....	63
CONCLUSÃO	73
REFERÊNCIAS.....	77

INTRODUÇÃO

O Novo Mercado, instituído em dezembro de 2000 pela Bovespa, atual B3, é um segmento especial de listagem criado com o objetivo de estabelecer um alto grau de governança corporativa para as companhias que optarem por a ele se vincular, sendo voltado especialmente para aquelas que pretendem realizar grandes ofertas direcionadas a qualquer tipo de investidor. Ele possui, portanto, regras próprias de caráter muito mais rígido do que o estabelecido na legislação brasileira, de forma a proporcionar maior segurança aos investidores e, desse modo, atrair mais investimentos para o mercado.¹

Ao alistarem-se no referido segmento, as partes contratantes tornam-se obrigadas a atuar de acordo com o Regulamento do Novo Mercado, implementando e dando cumprimento a suas regras. Dentre essas regras, e a qual se dará especial enfoque no presente Trabalho de Conclusão de Curso, encontra-se a previsão de obrigatoriedade de resolução de conflitos envolvendo a companhia, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, caso houver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM).²

Percebe-se, portanto, que a cláusula compromissória que deverá estar presente do estatuto dessas companhias é bastante ampla e procura abranger todos os conflitos societários que sejam relativos a direitos patrimoniais disponíveis envolvendo os seus signatários. O efeito natural disso é a crescente utilização da arbitragem como método de resolução de conflitos societários, fazendo com que venham à tona algumas questões envolvendo a compatibilização desse mecanismo com os demais deveres atribuídos às companhias.

Uma delas, e a que se pretende abordar no presente Trabalho de Conclusão de Curso, é a compatibilização do sigilo envolvendo os procedimentos arbitrais com o dever de informação dos administradores das companhias listadas no Novo Mercado. O sigilo arbitral,

¹ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de capitais** - regime jurídico. 3. ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 251-255.

² “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.”

embora não expressamente previsto na Lei de Arbitragem (Lei nº 9.307, de 1996), tem a sua obrigação prevista no Regulamento da CAM, justamente a Câmara responsável por dirimir as controvérsias envolvendo as companhias listadas no Novo Mercado.³

Como será abordado ao longo do estudo, tal obrigatoriedade de sigilo, contudo, pode vir a entrar em conflito com outras regras que regem as sociedades por ações, mais precisamente os direitos à informação e à fiscalização por parte dos acionistas, previstos no artigo 109, III, da LSA, bem como o dever de informação dos administradores, disposto no artigo 157 desta mesma lei e nas demais normas correlatas.

A questão se torna relevante na medida em que a LSA – bem como, e de forma ainda mais rígida, o Regulamento do Novo Mercado – prezam por oferecer um alto grau de segurança jurídica aos acionistas das companhias mediante os direitos e deveres nela previstos, a fim de assegurar ao mercado alguma previsibilidade, por meio da transparência com que são tratados os negócios sociais. Tais medidas são especialmente importantes já que os investidores das companhias listadas no Novo Mercado não precisam ser profissionais, podendo ser, por exemplo, investidores institucionais, pessoas físicas ou estrangeiros.⁴

A imposição da confidencialidade nas disputas arbitrais envolvendo essas companhias, portanto, tem alto potencial de dificultar que a transparência seja garantida de maneira adequada, podendo prejudicar os direitos dos acionistas e dos investidores. Assim, em última instância, quedaria prejudicada a função da companhia como promotora de geração de riquezas e bem-estar social, fruto de sua importante atuação econômica perante a sociedade.

Tanto o segmento do Novo Mercado quanto a arbitragem como mecanismo de resolução de conflitos são institutos recentes no cenário jurídico brasileiro. É necessário adotar uma visão crítica ao analisá-los, de forma a buscar aprimorá-los em seus pontos mais frágeis e quiçá incompatíveis, para que o mercado de capitais brasileiro continue evoluindo para um cenário de referência global.

Com a realização da pesquisa, busca-se confrontar a previsão de confidencialidade nos procedimentos arbitrais que tramitam perante a CAM com o grau de transparência exigido

³ Cláusulas 6.1 a 6.4 do Regulamento da CAM.

⁴ Segmentos de listagem. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 31 de out. de 2018.

pelas regras do Regulamento do Novo Mercado, na LSA, na Lei nº 6.385/76 e na Instrução CVM nº 358 de 2002 (ICVM 358). Assim, buscar-se-á analisar a existência e a extensão das normas que impõem a confidencialidade na arbitragem envolvendo as companhias listadas no Novo Mercado, bem como a possibilidade de flexibilização dessa exigência diante de determinadas situações.

Em última instância, o presente Trabalho de Conclusão de Curso objetivará propor soluções de adequação das normas em questão, com base nos entendimentos doutrinários e jurisprudência da CVM, a fim de compatibilizar a sua aplicação conjunta e garantir a segurança jurídica e previsibilidade exigidas pelo segmento do Novo Mercado e necessárias para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Para tanto, em primeiro lugar será analisada a estrutura dos órgãos de administração das companhias abertas, bem como as funções e os deveres atribuídos aos administradores de tais companhias, a fim de se averiguar de que forma eles deverão atuar na condução dos negócios sociais. Ainda, tecer-se-ão comentários a respeito dos custos de agência decorrentes da atividade dos administradores como representantes dos interesses dos acionistas, bem como as regras impostas pela LSA que visam mitigá-los. Serão analisadas, por fim, as regras adicionais impostas pelo Regulamento do Novo Mercado e o propósito da criação do referido segmento como um mecanismo para impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

No capítulo subsequente, será examinado com maior profundidade o dever de informação dos administradores de companhias abertas, a fim de se compreender os seus fundamentos e a maneira como é imposto pelo ordenamento jurídico brasileiro. Ademais, será analisado mais especificamente o dever de divulgar fato relevante, disposto no artigo 157, parágrafo 4º, com vistas a compreender a subjetividade inerente ao seu conceito e a sua incidência diante de casos concretos.

Em seguida, o terceiro capítulo introduzirá as vantagens da utilização da arbitragem como mecanismo de resolução de conflitos envolvendo companhias abertas capaz de justificar a sua adoção como método de boa governança corporativa. Além disso, analisar-se-á mais especificamente uma das vantagens mais comumente apontadas sobre os procedimentos arbitrais, qual seja, a confidencialidade, a fim de se examinar se esta é uma característica

inerente à arbitragem. Serão analisados os regulamentos de quatro instituições arbitrais, dentre elas a CAM, com vistas a comparar a forma com a qual abordam a regra de confidencialidade.

Por fim, será analisado o aparente conflito existente entre o dever de informação dos administradores e a obrigatoriedade de sigilo nos procedimentos arbitrais envolvendo companhias listadas no Novo Mercado. Para tanto, serão examinadas as normas de divulgação da CVM que já contemplam a necessidade de divulgar informações acerca de procedimentos arbitrais, bem como o posicionamento adotado pela CVM em relação a esse conflito ao julgar os Processos Administrativos nº RJ 2008/0714 (PA RJ 2008/0714) e nº RJ 2012/13700 (PA RJ 2012/13700). Além disso, serão traçadas algumas considerações críticas com base em entendimentos doutrinários e jurisprudenciais a fim de se averiguar se a solução proposta pela CVM ao julgar esses casos é suficiente para contemplar todas as questões concernentes ao conflito.

1. OS DEVERES DOS ADMINISTRADORES NAS COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

O presente capítulo tem como objetivo traçar os principais aspectos concernentes aos deveres dos administradores de companhias listadas no Novo Mercado, pautados na LSA e no Regulamento do Novo Mercado. Para tanto, explicar-se-á a função dos órgãos de administração nas companhias abertas, tecendo-se comentários a respeito dos custos de agência decorrentes da relação envolvendo acionistas e administradores, bem como a tentativa da LSA de mitigá-los mediante a imposição de uma série de obrigações a estes.

Serão analisados brevemente cada um desses deveres impostos aos administradores, a fim de introduzir o dever fiduciário disciplinado no artigo 157 da LSA, qual seja, o dever de informação – tópico central no presente Trabalho de Conclusão de Curso, que será mais aprofundado no capítulo seguinte. Ademais, também será necessário indicar as obrigações adicionais assumidas pela companhia ao listar-se no segmento do Novo Mercado da B3 e o propósito da criação desse segmento como um mecanismo para impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

1.1. A Organização Social da Companhia e os Órgãos de Administração

A LSA previu uma estrutura de organização a ser observada pelas sociedades anônimas, com a criação de órgãos sociais dotados de atribuições específicas, que em conjunto seriam capazes de garantir à companhia um bom funcionamento e uma maior eficiência na obtenção de seu interesse social. O fracionamento das companhias nesses órgãos sociais derivou da chamada teoria organicista adotada pela LSA.⁵ Ressalte-se que tais órgãos não possuem personalidade jurídica própria, na medida em que os seus atos entram no mundo jurídico como se atos da sociedade fossem, em uma relação de apresentação⁶, sendo imputada à companhia qualquer responsabilidade advinda deles.

⁵ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, Vol. II. 23ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 166.

⁶ DE MIRANDA, PONTES. Tratado de Direito Privado. 3. ed. São Paulo: **Revista dos Tribunais**, 1984, p. 385.

A LSA prevê em seus dispositivos a existência de quatro órgãos sociais: (i) a Assembleia Geral; (ii) o Conselho de Administração; (iii) a Diretoria; e, (iv) o Conselho Fiscal. Desses quatro, o Conselho de Administração é o único que enfrenta condicionantes para ser obrigatório - a sua instituição só é compulsória em companhias abertas, sociedades com capital autorizado e sociedades de economia mista, conforme disciplina os artigos 138, §2º e 239 da LSA. Os demais são obrigatórios para todas as sociedades anônimas, sem restrição. Além disso, não obstante a previsão legal desses quatro, os estatutos sociais das sociedades anônimas podem ir além e estabelecer outros órgãos, como, por exemplo, órgãos técnicos ou destinados a aconselhar os administradores, nos termos do artigo 160 da LSA.

Os órgãos sociais que merecem destaque no presente Trabalho de Conclusão de Curso são o Conselho de Administração - análise possível já que o estudo trata necessariamente de companhias abertas, sendo este um requisito essencial para a companhia aderir ao Novo Mercado, como será abordado mais adiante - e a Diretoria, os quais compõem os órgãos de administração das sociedades anônimas abertas.

No Brasil, com a promulgação da LSA, adotou-se expressa e obrigatoriamente o sistema dual de administração para companhias abertas, de capital autorizado e sociedades de economia mista. Antes disso, o Decreto-lei nº 2.627/40, responsável por regular o regime jurídico das sociedades por ações à época, estabelecia que a administração da companhia poderia ser desempenhada por um ou dois diretores e, no caso da pluralidade destes, não havia previsão de que atuariam de forma colegiada, o que poderia, contudo, ser disciplinado no estatuto social.⁷

O fundamento para a imposição da dualidade de órgãos da administração baseia-se no fato de, com as transformações sofridas pelas companhias ao longo do século XX, ter se tornado inviável que a Assembleia Geral exercesse de maneira eficiente a condução dos negócios sociais e a fiscalização dos administradores. Isso se deve basicamente a dois fatores, quais sejam: o fato de esta não se reunir de forma periódica e o fato de os acionistas muitas

⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 747.

vezes não possuem o conhecimento técnico ou mesmo interesse para deliberar e orientar os negócios sociais.⁸

Assim, a sujeição dos diretores a um órgão colegiado cuja função seja deliberar os assuntos da companhia, formado por pessoas distintas remuneradas para desempenhar as suas funções e reunindo-se periodicamente, tal como o Conselho de Administração, fez com que a fiscalização dos órgãos executivos tenha se tornado muito mais eficiente. Ademais, a possibilidade de eleição pela Assembleia Geral dos membros do Conselho de Administração por voto múltiplo, na forma do artigo 141 da LSA, conferiu maior proteção aos acionistas minoritários da companhia, na medida em que possibilitou a representação no órgão da pluralidade de grupos de acionistas.⁹

Cada um dos órgãos da administração possui atribuições específicas. O Conselho de Administração é um órgão deliberativo, na forma de um colegiado, eleito pela Assembleia Geral, posicionando-se hierarquicamente abaixo dela e acima da Diretoria. É esse Conselho que viabiliza a orientação e controle da administração da sociedade. Dentre as suas atribuições, portanto, aquela que pode ser considerada primordial é a de fixar a orientação dos negócios sociais, na forma do artigo 142, inciso I, da LSA, e a de deliberar questões relevantes e estratégicas para a companhia.¹⁰

Por adotar a forma de um colegiado, tem-se que os seus membros individualmente considerados não possuem poder para conduzir as atividades sociais, pois as atribuições legais do Conselho de Administração são deferidas a ele enquanto órgão coletivo, não a cada um dos conselheiros da companhia.¹¹ Uma decorrência disso é que a deliberação do Conselho vincula a todos os seus membros, inclusive os dissidentes ou ausentes, constituindo ato coletivo.¹²

⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 747-748.

⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 748.

¹⁰ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 332.

¹¹ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 266.

¹² EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 267.

Ademais, com a alteração do artigo 146 da LSA conferida pela Lei 12.431/2011, os conselheiros não mais precisam ser acionistas da companhia, sendo remunerados pelo cargo que exercem no montante fixado em Assembleia Geral (artigo 152 da LSA).

A Diretoria, por sua vez, é o órgão responsável pela gestão ordinária dos negócios sociais e pela representação da companhia, ou seja, pela função executiva da companhia.¹³ É composta por diretores eleitos pelo Conselho de Administração, os quais passam a deter vínculo societário com a companhia.¹⁴ As atribuições e os poderes delegados a cada diretor deverão ser especificados no estatuto social, conforme disposto no artigo 143, inciso IV, da LSA. Embora a cada diretor possa ser designada uma função, há, também, a possibilidade de que eles se reúnam para deliberar determinados assuntos em conjunto, como no momento de elaboração das demonstrações financeiras da companhia, conforme previsão estatutária.¹⁵

Os dois órgãos de administração, porém, não se confundem. Enquanto o Conselho de Administração deve sempre agir na forma de colegiado, mediante deliberação, a Diretoria é composta por diretores com poderes para atuar individualmente, ainda que possam se reunir eventualmente para apreciar e decidir determinadas matérias.¹⁶

A essência da distinção entre esses órgãos, portanto, não se pauta na forma como estes que decidem, mas sim no fato de os diretores possuírem atribuições individuais e os membros do Conselho de Administração, com exceção de seu presidente em caso previstos no estatuto, não.¹⁷ Ademais, em respeito ao princípio da indelegabilidade, as funções atribuídas ao Conselho de Administração não podem ser exercidas pela Diretoria.¹⁸

Pelas características dos órgãos de administração até então expostas, percebe-se que entre eles e os acionistas da companhia há uma verdadeira relação de principal-agente,

¹³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 267.

¹⁴ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 298.

¹⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 299.

¹⁶ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 267.

¹⁷ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume 3 - Arts. 138 ao 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 63.

¹⁸ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume 3 - Arts. 138 ao 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 63.

conceito extraído da Teoria da Agência desenvolvida por Jensen e Meckling.¹⁹ Isso pois os administradores são aqueles nomeados para atuar na condução das atividades sociais na posição de “agentes”, ou seja, em nome dos detentores das ações da companhia, os chamados “principais”, representando os seus interesses.

Uma das principais características de uma relação principal-agente é a condição de assimetria de informações, na medida em que é normalmente o agente quem possui acesso às informações relevantes - no caso dos membros do Conselho de Administração e da Diretoria, acesso às principais informações concernentes à companhia para a condução dos negócios sociais. Esse desequilíbrio informacional pode servir de incentivo para um comportamento desviado do interesse social por parte dos administradores, tornando difícil a tarefa de fiscalização por parte dos acionistas.²⁰

Um dos objetivos da legislação societária, portanto, é justamente o de minimizar esse possível - e praticamente inevitável - desequilíbrio de informações presente na relação entre acionistas e administradores, sendo considerada uma das fontes necessárias para garantir a difusão adequada de informações.²¹

Observa-se, contudo, que a relação destes personagens não é a única caracterizadora de uma relação principal-agente no âmbito do direito societário e do mercado de capitais: a relação entre acionista minoritário e acionista controlador, por exemplo, também possui fortes características de representatividade e, conseqüentemente, de assimetria de informações. O foco do presente Trabalho de Conclusão de Curso, no entanto, é a relação envolvendo os acionistas e administradores, na medida em que são estes os principais responsáveis pela condução das atividades sociais.

¹⁹ JENSEN, M. C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*. V. 3, nº 4, 1976.

²⁰ KRAAKMAN, Reinier. et al. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. 2 ed. Nova York: Oxford University Press Inc., 2009, p. 35.

²¹ MOTTA, Fernando. *O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta*. São Paulo: Almedina, 2015, p. 83

1.2. Os Deveres dos Administradores Disciplinados na LSA

Apesar das diferenças anteriormente apontadas entre os órgãos de administração das companhias, a LSA, em seu artigo 145, atribuiu algumas normas comuns a serem aplicadas aos seus componentes e aos membros dos órgãos técnicos e consultivos criados pelo estatuto, em relação a questões envolvendo: (i) requisitos, (ii) impedimentos, (iii) investidura, (iv) remuneração, e (v) deveres e responsabilidades dos administradores.²² Contudo, caso as normas gerais venham a conflitar com os dispositivos específicos que disciplinam a atuação dos membros do Conselho de Administração e dos diretores, são estes os que devem prevalecer, por serem mais especiais.

Afinal, poderia ser extremamente problemático aplicar-se normas gerais acerca de deveres e responsabilidades a figuras que possuem atribuições distintas. Portanto, de forma a aplicar a norma ao caso concreto, é preciso observar a forma de funcionamento do órgão no qual o administrador se encontra inserido, bem como as funções específicas que lhe são atribuídas dentro desse órgão.²³

Dito isso, a LSA prevê os seguintes deveres e responsabilidades comuns a serem observados pelos membros do Conselho de Administração e da Diretoria, os quais podem ser divididos em quatro: (i) o dever de diligência (artigo 153); (ii) o dever de lealdade (artigo 155); (iii) o dever de evitar conflitos de interesses (artigo 156); e (iv) o dever de informar (artigo 157).

O dever de diligência tem como fundamento a necessidade de o administrador cuidar dos negócios da companhia como se fossem seus, empregando todo o cuidado e diligência. A subjetividade envolvida nessa tarefa é evidente, de forma que a doutrina resolveu subdividir esse dever em cinco diferentes condutas, facilitando a verificação de seu cumprimento.²⁴

²² EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume 3 - Arts. 138 ao 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 75.

²³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume 3 - Arts. 138 ao 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 76.

²⁴ PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 102.

Assim, tem-se que o dever de diligência compreenderia: (a) o dever de se qualificar para desempenhar a sua função, obtendo a expertise necessária; (b) o dever de agir conforme o interesse social da companhia; (c) o dever de se manter informado sobre todos os aspectos necessários para a condução dos negócios sociais; (d) o dever de investigar, fazendo uma avaliação crítica de tudo que lhe for apresentado; e (e) o dever de vigiar, monitorando o desenvolvimento das atividades sociais.²⁵

Além disso, nos Estados Unidos foi desenvolvida uma teoria a partir da análise das decisões dos tribunais americanos para delinear de forma objetiva as hipóteses em que as condutas dos administradores poderiam ser revistas pelo Judiciário. É a chamada teoria do *Business Judgment Rule*, que prega que os administradores não podem ser punidos por decisões tomadas de forma independente, desinteressada, informada e conforme o interesse social, fazendo com que sua atuação seja protegida por uma certa presunção de boa-fé.²⁶

Já quanto ao dever de lealdade, tem-se que o seu principal objetivo é garantir que o administrador atue sempre de acordo com o interesse comum dos acionistas, tomando-o como obrigação principal, em detrimento de seu interesse particular.²⁷ É o dever que o membro do Conselho de Administração tem de não se aproveitar do cargo em benefício próprio, bem como de evitar causar prejuízo à companhia, por conduta sua, ou fazer com que ela deixe de se beneficiar. É também este o dever que engloba o dever de sigilo e a responsabilização por divulgação de informação privilegiada.²⁸

O dever de evitar conflito de interesses, por sua vez, diz respeito a uma obrigação de não fazer dirigida ao administrador, procurando evitar que este atue em operações nas quais possua algum interesse conflitante. Observa-se que, diferentemente da previsão do artigo 115, §1º, da LSA, dirigida aos acionistas, o seu artigo 156 não impõe a necessidade de obtenção de benefício particular para que o administrador seja responsabilizado.²⁹

²⁵ PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, p. 102.

²⁶ BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017, p. 129.

²⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 821.

²⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, pp. 821 e 831.

²⁹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 839.

Por fim, há a previsão do dever de informar, objeto central do presente Trabalho de Conclusão de Curso e que, dada a sua relevância para o estudo, será tratado com maior profundidade mais adiante, após indicar-se as obrigações adicionais assumidas pelas companhias ao listarem-se no segmento do Novo Mercado da B3 e o propósito da criação desse segmento como um mecanismo para impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

1.3. As Obrigações Adicionais Previstas no Regulamento do Novo Mercado

O Novo Mercado é um segmento especial de listagem implementado pela B3 - então denominada Bovespa - em dezembro de 2000. Ele corresponde ao mais alto grau de governança corporativa ao qual uma companhia pode optar por se vincular, possuindo regras mais rígidas em comparação com os demais segmentos, quais sejam: Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2. A sua criação se deu com o objetivo de desenvolver o mercado de capitais brasileiro, que até então oferecia pouca proteção aos investidores e, consequentemente, baixo incentivo a investimentos.³⁰

Antes da sua criação, havia uma forte pressão política por parte dos acionistas controladores e dos administradores das companhias para a não implementação de reformas legislativas que conferissem maior grau de governança corporativa, em razão de temerem a redução do valor das ações de controle e o favorecimento ao financiamento de potenciais concorrentes do mercado. Diante disso, a solução encontrada para contornar essa situação foi a via contratual, em detrimento de uma via institucional,³¹ com a criação dos segmentos de listagem pela B3, materializando a estratégia do “*regulatory dualism*”.³²

Tal estratégia tinha como objetivo a criação de uma regulação mais eficiente, que fosse paralela à já existente e à qual as companhias pudessem aderir voluntariamente. Com

³⁰ EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de capitais** - regime jurídico. 3. ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, pp. 251-255.

³¹ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, p. 69.

³² HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J.; PARGENDLER, Mariana. **Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU**. (2010). Faculty Scholarship Series. Paper 28, p. 8.

isso, o problema da forte oposição política às reformas da LSA estaria resolvido, na medida em que esta remanesceria intacta, cabendo unicamente às companhias a decisão acerca da adoção ou não de graus mais altos de governança corporativa em suas estruturas societárias.³³ A ideia era atrair as novas companhias que não tivessem o mesmo nível de capacidade econômico-financeira das já estabelecidas no mercado, para que se diferenciasssem no tocante às práticas de governança corporativa, favorecendo, portanto, a concorrência no mercado de capitais.³⁴

A vinculação ao Regulamento do Novo Mercado, portanto, se dá pela via contratual, mediante a assinatura de um contrato entre a companhia, os seus controladores, administradores e a B3. É por meio desse contrato que a companhia se compromete a observar as regras adotadas pelo segmento.³⁵

Uma das principais características do Novo Mercado é o fato de as companhias serem obrigadas a emitir somente ações ordinárias, ao contrário do que é exigido nos segmentos do Nível 1, Nível 2 e Bovespa Mais Nível 2. Essa exigência faz com que as oportunidades de abuso por parte dos acionistas controladores sejam reduzidas em razão da capacidade conferida aos minoritários de manifestarem as suas preocupações e tentarem influenciar as decisões corporativas por meio do direito de voto.³⁶ Além disso, limitou os incentivos dos acionistas controladores para expropriação, em decorrência da remoção da diferença substancial entre os direitos de voto e o fluxo de caixa presente à época em grande parte das empresas públicas brasileiras.³⁷

Em relação às outras regras, tem-se que, dentre elas, há o direito conferido aos acionistas de venderem as suas ações pelo mesmo preço atribuído às ações do controlador, em caso de alienação do controle da companhia (*tag along* de 100%), bem como o compromisso

³³ HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J.; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*. (2010). Faculty Scholarship Series. Paper 28, p. 8.

³⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. *O Novo Direito Societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, pp. 68-69.

³⁵ EIZIRIK, Nelson. et al. *Mercado de capitais - regime jurídico*. 3. ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 230.

³⁶ HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J.; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*. (2010). Faculty Scholarship Series. Paper 28, p. 17.

³⁷ HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J.; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*. (2010). Faculty Scholarship Series. Paper 28, p. 17.

da companhia de manter no mínimo 25% das suas ações em circulação no mercado (*free float*), ou, em caso de ADTV (*average daily trading volume*) superior a R\$ 25.000.000,00, ao menos 15% de suas ações.³⁸

Há também exigências específicas dirigidas ao conselho de administração e à divulgação de informações nas companhias listadas no referido segmento. Quanto ao primeiro, a sua composição deve conter no mínimo 3 membros (conforme legislação), dos quais, 2 ou 20% - o que for maior - devem ser necessariamente independentes, com mandato unificado de até 2 anos.³⁹

Já em relação às regras de transparência, há a obrigatoriedade de (i) divulgação simultânea, na língua inglesa e portuguesa, de fatos relevantes, informações sobre proventos e *press release*; (ii) divulgação do processo de avaliação do conselho de administração, de seus comitês e da diretoria; (iii) divulgação de políticas de remuneração, indicação de membros do conselho de administração, seus comitês de assessoramento e diretoria estatutária, gerenciamento de riscos, transação com partes relacionadas e negociação de valores mobiliários, com conteúdo mínimo (com exceção da política de remuneração); e (iv) divulgação mensal das negociações com valores mobiliários de emissão da empresa pelos acionistas controladores.⁴⁰

Por fim, o Regulamento do Novo Mercado impôs a obrigatoriedade de inclusão de cláusula compromissória no estatuto social das companhias a ele adeptas, conforme dispõe o seu artigo 39.⁴¹ Isso significa que, nos termos desse artigo, deverão ser resolvidas por meio de arbitragem todas as controvérsias ocorridas no âmbito da companhia relacionadas ou oriundas de sua condição de emissora, envolvendo os seus acionistas, administradores e membros do

³⁸ B3. Novo Mercado. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 29 de jun. de 2019.

³⁹ B3. Novo Mercado. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 29 de jun. de 2019.

⁴⁰ B3. Novo Mercado. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/novo-mercado/>. Acesso em: 29 de jun. de 2019.

⁴¹ “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.”

conselho fiscal, como será mais aprofundado no Capítulo 3 do presente Trabalho de Conclusão de Curso.

Assim, por meio das regras contidas no Regulamento do Novo Mercado acima aludidas, percebe-se que a proposta desse segmento repousa sobre três principais características: (i) informação completa, com requisitos de informação que superam em muito o previsto na legislação societária; (ii) reforço das garantias patrimoniais dos minoritários ao saírem da sociedade; e (iii) proteções estruturais, as quais compreendem a previsão de existência de apenas ações ordinárias e a previsão de resolução de conflitos por meio de arbitragem, medidas que ajudam a perseguir o princípio cooperativo dentro das companhias.⁴²

Esses são alguns exemplos de regras assumidas pelas companhias aderentes ao Regulamento do Novo Mercado e que visam garantir um alto nível de governança corporativa, conferindo, conseqüentemente, maior proteção aos investidores - os quais, nesse segmento de listagem específico, podem variar desde investidores institucionais até pessoas físicas e estrangeiros.

O objetivo de tornar as ações emitidas por essas companhias mais atrativas para os investidores pode ser observado na medida em que um maior grau de governança corporativa, em conjunto com a melhora na qualidade das informações prestadas, faz com que haja grau maior de segurança aos acionistas, resultando em maior volatilidade das ações e retornos acima da média do mercado.⁴³

Tendo em vista a explanação acerca do funcionamento dos órgãos de administração das companhias abertas, dos deveres fiduciários dos seus administradores e das obrigações adicionais previstas pelo Regulamento do Novo Mercado, o capítulo subsequente realizará uma análise mais profunda acerca do dever de informação dos administradores. Nesse sentido, serão demonstrados os fundamentos que fazem com que o regime de informação seja medida importante para a proteção dos acionistas e do mercado nas companhias abertas, bem como a maneira em que é regulado pelo ordenamento jurídico brasileiro.

⁴² SALOMÃO FILHO, Calixto. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015, pp. 69-70.

⁴³ VIEIRA, Solange Paiva; MENDES, André Gustavo Salcedo Teixeira. Governança Corporativa: Uma Análise de sua Evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro, p. 110. Apud EIZIRIK, Nelson. et al. **Mercado de capitais** - regime jurídico. 3. ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

2. O DEVER DE INFORMAÇÃO NAS COMPANHIAS ABERTAS

Como já abordado no capítulo anterior, o dever de informação é um dos deveres fiduciários impostos aos administradores das companhias abertas. O presente capítulo visa analisar os fundamentos que motivam a imposição do referido dever, bem como a maneira como que se encontra disciplinado no ordenamento jurídico brasileiro. Por fim, será analisado mais especificamente o dever de divulgar fato relevante, disposto no artigo 157, parágrafo 4º, da LSA e no artigo 2º da ICVM 358, a fim de examinar a sua incidência diante de casos concretos.

2.1. Fundamentos do Dever de Informação

O dever de prestar informações é considerado um elemento primordial na regulação do mercado de valores mobiliários. A constatação definitiva de sua importância se deu na primeira metade do século XX, nos Estados Unidos, com a ocorrência da quebra da bolsa de valores de Nova York (*New York Stock Exchange*), em 1929.⁴⁴ Isso pois uma das principais causas atribuídas a esse episódio foi justamente a ignorância por parte dos investidores em relação aos empreendimentos nos quais realizavam aportes de capital.⁴⁵

Assim, tem-se que a falta de uma regulação federal norte-americana específica acerca do assunto à época possibilitou a ocorrência de inúmeras operações fraudulentas envolvendo a captação de poupança popular, que por sua vez era alocada de maneira

⁴⁴ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 78.

⁴⁵ Segundo John Keynes, precursor do modelo econômico que embasou o plano do New Deal em reação à depressão econômica que acometeu a economia norte-americana após o *crash* da Bolsa de Valores de Nova York em 1929: “*Many of the greatest economic evils of our time are fruits of risk, uncertainty, and ignorance. It is because particular individuals, fortunate in situation or abilities, are able to take advantage of uncertainty and ignorance (...). I believe that the cure for these things is partly to be sought in the deliberate control of the currency and of credit by a central institution, and partly in the collection and dissemination on a great scale of data relating to the business situation, including the full publicity, by law if necessary, of all business facts which is useful to know.*” (KEYNES, John Maynard. *The end of laissez-faire*. In: *Essays in persuasion by John Maynard Keynes*, pp. 172-173. Apud PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 78.

ineficiente em empreendimentos que não refletiam o valor investido.⁴⁶ A reação norte-americana a esse cenário, portanto, foi a edição de dois diplomas, que posteriormente serviram de inspiração para a Lei nº 6.385 de 1976⁴⁷: o *Securities Act* de 1933, disciplinando a regulamentação das ofertas públicas de valores mobiliários, e o *Securities Exchange Act* de 1934, o qual estendeu ao mercado secundário de ações o princípio da divulgação obrigatória de informações.⁴⁸

Contudo, somente anos depois a relação entre o regime de informação e a adequada formação dos preços atribuídos aos valores mobiliários foi teorizada de maneira sistemática, com a elaboração da chamada “hipótese dos mercados eficientes”, desenvolvida por Eugene Fama no final da década de 1960 e que até hoje continua a embasar, em grande parte, a estruturação do *disclosure* no mercado de valores mobiliários. Segundo essa hipótese, para que a função desse mercado de alocar capital disponível na economia de maneira eficiente fosse atendida, o ideal seria que as companhias pudessem tomar as suas decisões estratégicas e os investidores pudessem escolher entre os valores mobiliários por ela emitidos, cujos preços refletiriam, precisamente, todas as informações disponíveis.⁴⁹

Ainda de acordo com o aludido economista norte-americano, haveria três formas de se verificar a eficiência no contexto do mercado de valores mobiliários, a partir do conjunto de informações disponíveis em cada cenário, quais sejam: (i) testes para a previsibilidade de retornos (eficiência fraca); (ii) estudos de eventos (eficiência semiforte); e (iii) testes para informações privadas (eficiência forte).⁵⁰

A primeira corresponderia à situação em que o preço dos valores mobiliários refletiria apenas as informações pretéritas sobre o seu emissor, impossibilitando a previsão de seu comportamento futuro e fazendo com que os valores fossem distribuídos de maneira aleatória ao longo do tempo. A segunda, por sua vez, refletiria a situação de correspondência entre o preço dos valores mobiliários e todas as informações públicas disponíveis, a serem

⁴⁶ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 80.

⁴⁷ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2015, p. 39.

⁴⁸ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2015, pp. 81 - 82.

⁴⁹ FAMA, Eugene. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. **The Journal of Finance**, v. 25. Nova York: American Finance Association, 1970, p. 383.

⁵⁰ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 87.

incorporadas a ele de forma instantânea. Já a terceira existiria na medida em que o preço dos valores mobiliários refletisse todas as informações, públicas ou não, a respeito de seus emissores, o que consequentemente tornaria dispensável uma regulação obrigando a divulgação de informações ou vedando a utilização de informações privilegiadas nas negociações.⁵¹

Diante das características acima apresentadas, entende-se que é a segunda, qual seja, a eficiência semiforte, a que melhor reflete a noção de eficiência para o mercado sob o ponto de vista econômico, fazendo com que a cotação dos valores mobiliários reflita unicamente as informações publicamente disponíveis, levando-se em consideração o impacto das novas informações no preço dos valores mobiliários negociados, que devem ser a ele incorporadas imediatamente.⁵²

A necessidade de divulgação imediata das informações se justifica pelo fato de que quanto mais rápida a sua divulgação for e, consequentemente, a sua incorporação no preço dos valores mobiliários, menor a chance de sua utilização indevida por aqueles que as detinham antes de estas se tornarem públicas.⁵³ A velocidade na divulgação das informações, portanto, tem o potencial de coibir as possibilidades de *insider trading*, prática que configura o uso indevido de informações privilegiadas com intenção de obter benefício próprio ou para terceiros.⁵⁴

Além disso, a determinação de que essas informações sejam divulgadas de forma imediata possibilita o acesso a elas por todos ao mesmo tempo, preservando a igualdade de oportunidade entre os investidores e tornando mais eficiente o reflexo destas no preço dos valores mobiliários negociados.⁵⁵

A preocupação conferida à precificação dos valores mobiliários se deve à própria natureza de tais instrumentos, os quais, em geral, são adquiridos com vistas ao lucro advindo

⁵¹ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 88.

⁵² CHOI, Stephen J.; PRITCHARD, A. C. *Securities Regulations: Essentials*. Apud PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 88.

⁵³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 391.

⁵⁴ MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 19.

⁵⁵ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 859.

dos retornos futuros do capital empregado. O lapso temporal, portanto, é elemento essencial da transação de valores mobiliários, sendo a perspectiva de lucro fruto de grande incerteza, em razão de estar atrelada a eventos que ainda não aconteceram no momento da transação.⁵⁶

Soma-se a isso o fato de ser inviável que os próprios adquirentes de tais títulos consigam informações acerca da companhia emissora por vias próprias, pois, em regra, não possuem direito de inspecionar de forma irrestrita as atividades sociais. Ainda que tivessem, seria extremamente custoso que cada acionista ou investidor precisasse buscar informações diretamente junto às companhias, sendo que muitas vezes nem teriam interesse em proceder a tal investigação, considerando que nem todo investidor está interessado na maneira como os negócios sociais são conduzidos.⁵⁷ Ademais, como cada companhia é única, não haveria uma padronização das informações, o que dificultaria ainda mais a sua interpretação e a percepção de uma informação falsa por meio da comparação entre elas.⁵⁸

Assim, tem-se que a obrigatoriedade do regime de *disclosure* no mercado de capitais possui como elemento central a garantia de adequada precificação dos valores mobiliários, possibilitando a tomada de decisão fundamentada e consciente por parte dos investidores acerca de seus investimentos.⁵⁹

Contudo, essa não é a única razão capaz de justificar a necessidade de implementação do referido sistema de prestação de informações, pois ele possui diversas outras funções que precisam ser levadas em consideração, como por exemplo: (i) a redução dos custos de agência; (ii) a garantia da confiança dos investidores no mercado de capitais; (iii) a coibição da seleção adversa de emissores no mercado de capitais; (iv) o auxílio aos órgãos do mercado de capitais; e (v) a viabilização de um regime de responsabilidade aplicável a determinados participantes do mercado de valores mobiliários.⁶⁰

⁵⁶ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2015, pp. 40-42.

⁵⁷ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2015, pp. 42- 43.

⁵⁸ KRAAKMAN, Reinier. et al. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. 2 ed. Nova York: Oxford University Press Inc., 2009, pp. 278-279.

⁵⁹ KRAAKMAN, Reinier. et al. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. 2 ed. Nova York: Oxford University Press Inc., 2009, p. 280.

⁶⁰ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 68.

O primeiro ponto acima aludido faz referência ao problema de agência já introduzido no capítulo anterior, o qual diz respeito aos conflitos gerados no âmbito de uma relação principal-agente. De forma de mitigar tais conflitos, o *disclosure* surge como um método eficaz para auxiliar no desestímulo e/ou na identificação de eventual comportamento desviado dos interesses do principal por parte dos administradores ou dos acionistas controladores.⁶¹ Soma-se a isso, o fato de o regime de divulgação de informações também servir de motivo para que os administradores analisem dados que possivelmente seriam ignorados caso o dever de informar não existisse.⁶²

No que diz respeito à garantia da confiança dos investidores no mercado de capitais, tem-se que o fato de existirem obrigações extensivas de divulgar informações relevantes representa uma certa segurança para os investidores, que passam a confiar na qualidade, credibilidade e continuidade das informações prestadas, ainda mais com a consequente responsabilização da companhia emissora em caso de ausência ou imprecisão de divulgação.⁶³

A seleção adversa de companhias emissoras no mercado de capitais, por sua vez, consiste no fato de que, em um cenário em que os investidores não possuem informação adequada sobre os emissores ou não confiam no que é divulgado, eles tendem a aplicar uma margem de desconto relativamente uniforme para todos os valores mobiliários negociados no mercado.⁶⁴ Assim, o regime de *disclosure* pode ser útil para apresentar uma sinalização a respeito da qualidade dos referidos emissores, diferenciando-os perante o investidor e evitando que os mais qualificados se prejudiquem em razão da desconfiança acerca do mercado em geral.

Adicionalmente, tem-se que os órgãos reguladores e autorreguladores também se beneficiam sobremaneira com o regime obrigatório de prestação de informações. É por meio dele, por exemplo, que se torna viável a própria atividade de tais órgãos, na medida em que a supervisão normativa é feita com base nas informações transmitidas pelos emissores e que o

⁶¹ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 98.

⁶² PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 98.

⁶³ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 102.

⁶⁴ AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 84. *The MIT Press*, 1970, pp. 488-500. Disponível em: <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phd/fincorp/MF891%20papers/Akerlof%201970.pdf>. Acesso em: 12 de nov. de 2019.

custo de obtenção dessas informações seria muito alto caso se recaísse unicamente sobre os responsáveis por essa atividade.⁶⁵

Por fim, outra função que pode ser mencionada acerca do regime de *disclosure* diz respeito a viabilização de um regime de responsabilidade aplicável ao emissor ou de intermediário de oferta pública, na medida em que determina quais omissões ou imprecisões de informações ensejarão responsabilidade do emissor ou de outros membros envolvidos na operação. Assim, o regime de informação protege não só os acionistas e investidores, como também as próprias companhias emissoras, administradores, controladores e instituições intermediárias, já que estabelece limites objetivos à sua responsabilização e um padrão de comportamento adequado que deve ser adotado por eles.⁶⁶

Percebe-se, portanto, serem inúmeros os fundamentos capazes de justificar a importância do regime de *disclosure* no âmbito do mercado de capitais, tanto para os investidores, os emissores, os órgãos reguladores e autorreguladores, quanto para o próprio desenvolvimento do mercado. Devido ao seu relevante papel, tal regime sofre intensa regulação para que o seu funcionamento adequado seja assegurado, de forma a conferir segurança aos investidores e ao mercado como um todo⁶⁷, como será observado no item a seguir.

2.2. A Regulação Brasileira do Dever de Informação

No Brasil, são dois os instrumentos legais que regulam o regime de *disclosure* nas companhias abertas: a LSA e a Lei nº 6.386/76. Tais leis foram promulgadas poucos anos após a crise especulativa de 1971 que acometeu o mercado brasileiro, marcada por um cenário de crise de confiança na estrutura regulatória do mercado de valores mobiliários, então

⁶⁵ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, pp. 106-107.

⁶⁶ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 108.

⁶⁷ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2015, p. 49.

fiscalizado pelo Banco Central, que mostrava-se incapaz de fiscalizar a atuação oportunista dos agentes das companhias emissoras.⁶⁸

Assim, a LSA possui diversos dispositivos no sentido de assegurar a adequada prestação de informações por parte da companhia impostos a diversos de seus agentes e destinados a informar não apenas os acionistas, mas também aos demais interessados na condução dos negócios sociais⁶⁹, convertendo-se em verdadeiro dever de ordem pública.⁷⁰ O foco do presente Trabalho de Conclusão de Curso, entretanto, recai sobre o dever de informar atribuído aos administradores das companhias, disciplinado no artigo 157 da LSA.

Pela redação do *caput* do referido artigo, é possível perceber de imediato que o dever de informar é obrigação exclusiva dos administradores de companhias abertas, não se estendendo a companhias fechadas.⁷¹ É nesse dever em que são pautadas as obrigações da companhia aberta de prestar informações aos seus acionistas, aos seus credores e ao mercado em geral, visando mitigar a assimetria de informações e, conseqüentemente, os problemas de agência identificados anteriormente.

Em relação aos acionistas, o dever de informar possui o objetivo central de garantir o seu direito à fiscalização da companhia, direito essencial previsto no artigo 109, inciso III, da LSA, reduzindo o risco de atuação alheia aos interesses sociais por parte dos administradores e de utilização de informações privilegiadas. Assim, percebe-se que embora não haja previsão expressa no artigo 109 da LSA de um direito essencial à informação dos acionistas, é possível afirmar que tal direito decorre do direito à fiscalização - pois para exercê-lo é preciso que se esteja em posse de informações - bem como do próprio dever dos administradores de prestar informações.⁷²

⁶⁸ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. **A Lei das S.A.:** pressupostos, elaboração e modificação. v.1. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, pp. 127 - 128.

⁶⁹ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta.** 1. ed. São Paulo: Almedina, 2015, p. 56.

⁷⁰ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias.** 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 858.

⁷¹ “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. (Vide Lei nº 12.838, de 2013)”

⁷² LOTUFO, Mirelle Bittencourt. O Direito do Acionista à Informação e a Confidencialidade na Arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 53, 2017, p. 284.

Os acionistas, contudo, não são os únicos destinatários da norma prevista no artigo 157 da LSA. A norma, ao estipular a obrigação de os administradores fornecerem informações, também se destina à proteção dos credores, na medida em que o referido dever possui relevante papel no sentido de conferir a eles maior capacidade de avaliar o risco de negociarem com a companhia, e ao mercado, o qual se pauta nas informações fornecidas para “precificar” os títulos emitidos por ela de forma mais precisa possível.⁷³

Percebe-se, portanto, que a obrigação de *disclosure* é regra primordial na regulação do mercado de capitais, ao mesmo tempo em que é a menos intervencionista, na medida em que atribui aos administradores das próprias companhias o dever de prestar informações para que os investidores possam decidir livremente sobre onde aplicar os seus recursos. Dessa forma, não se delega ao órgão regulador – a CVM – a competência para escolher quais companhias podem ou não abrir o capital, nem a competência para realizar um exame de mérito sobre as companhias e seus títulos ofertados publicamente.⁷⁴

Passando-se à análise das obrigações específicas do dever de informação dos administradores, tem-se que o *caput* do artigo 157 da LSA prevê que, ao firmarem o termo de posse, os administradores de companhias abertas devem declarar o número de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis em ações, tanto as que forem de emissão da própria companhia quanto as de sociedades controladas ou do mesmo grupo de que seja titular.

De igual modo, os administradores são obrigados a informar imediatamente à CVM e às bolsas de valores mobiliários ou entidades do mercado de balcão organizado nas quais os valores mobiliários emitidos pela companhia estejam admitidos à negociação, as eventuais modificações em suas posições acionárias na companhia, na forma do parágrafo 6º do referido artigo. Essas duas regras, em conjunto, permitem saber se os administradores adquiriram ou venderam valores mobiliários emitidos pelas companhias e o momento em que tais negociações ocorreram, pois se ocorrerem antes da divulgação de fato relevante, será possível

⁷³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 385-386.

⁷⁴ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, pp. 386-387.

presumir que tiveram acesso à informação privilegiada, incorrendo na prática de *insider trading*.⁷⁵

Além dessas informações, o parágrafo 1º do referido artigo prevê a obrigação do administrador de revelar à assembleia geral ordinária, a pedido de acionistas que detenham ao menos 5% do capital social: (a) a quantidade exata de valores mobiliários de emissão da companhia ou de suas sociedades controladas, ou até mesmo do mesmo grupo, que tenha adquirido ou alienado, direta ou indiretamente, no exercício anterior; (b) as opções de compra contratadas ou exercidas no exercício anterior; (c) os benefícios ou vantagens, tanto indiretas quanto complementares, que esteja recebendo ou já tenha recebido da companhia ou de suas coligadas, controladas ou companhias do mesmo grupo; (d) as condições estabelecidas nos contratos de trabalho firmados pela companhia com os seus diretores e empregados de alto nível; bem como (e) quaisquer outros atos ou fatos que sejam relevantes para as atividades da companhia.

O parágrafo 4º desse dispositivo, por sua vez, determina a obrigatoriedade de prestar informações imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa (i) deliberações das assembleias gerais ou dos órgãos de administração da companhia; ou (ii) fato relevante ocorrido no âmbito de seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia. Ressalta-se, contudo, que a divulgação de fato relevante imposta por esse parágrafo não se confunde com a obrigação de revelar fatos relevantes disposta no acima aludido parágrafo 1º, inciso “e”, do artigo 157. Isso pois enquanto esta tem como objetivo informar os acionistas, mediante a solicitação de ao menos 5% destes, no momento de realização de assembleia geral ordinária, aquela é destinada ao mercado em geral, devendo ser informada de forma imediata independentemente de solicitação.⁷⁶

Nota-se, entretanto, que o legislador optou por estabelecer um conceito flexível de fato relevante, deixando para que ele fosse analisado diante de cada caso concreto. Isso gera um cenário de enorme insegurança por parte dos administradores, que tendem a divulgar alguns fatos nem tão relevantes só pelo medo de uma possível penalização por parte do órgão

⁷⁵ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 389.

⁷⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 859.

regulador⁷⁷, como será abordado de forma mais aprofundada no próximo item do presente Trabalho de Conclusão de Curso.

O dever de prestar ou divulgar informações, contudo, não é ilimitado. A LSA, em seu artigo 157, parágrafo 5º, confere aos administradores a prerrogativa de deixar de fornecer informações acerca de fatos relevantes nos casos em que entenderem que estas porão em risco o interesse legítimo da companhia, representando uma exceção ao regime de *disclosure*. Nesses casos, cabe à CVM, mediante iniciativa própria ou por provocação de quaisquer acionistas ou até mesmo dos próprios administradores, decidir sobre a obrigatoriedade da prestação da informação e a possível responsabilidade dos administradores. Além disso, tem-se que o sigilo não poderá ser mantido se a informação escapar do controle da companhia ou ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários por ela emitidos.⁷⁸

O regime informacional também encontra respaldo na Lei nº 6.386/76, a qual criou a CVM e regula o mercado de valores mobiliários. O seu artigo 4º, inciso VI, por exemplo, define o acesso ao público de informações acerca dos valores mobiliários negociados e das companhias que os tenham emitido como um dos pilares a serem observados tanto pelo Conselho Monetário Nacional, quanto pela CVM ao desempenharem as suas atividades regulatórias.

À CVM também se atribuiu a competência para regulamentar as matérias expressamente disciplinadas na Lei nº 6.385/76 e na LSA⁷⁹, bem como para, por exemplo, fixar normas referentes (i) ao procedimento de registro de ofertas públicas de valores mobiliários⁸⁰, (ii) ao registro de companhia aberta⁸¹, (iii) à natureza das informações a serem divulgadas pelas referidas companhias e a sua periodicidade⁸²; (iv) ao conteúdo do relatório da administração e das demonstrações financeiras⁸³; e (v) à divulgação de fatos relevantes⁸⁴.

⁷⁷ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 278.

⁷⁸ art. 6º da ICVM 358.

⁷⁹ Artigo 8º da Lei nº 6.386/76.

⁸⁰ Artigo 19, §5º, II e §6º, da Lei nº 6.386/76.

⁸¹ Artigo 21, §6º, da Lei nº 6.386/76.

⁸² Artigo 22, §1º, I, da Lei nº 6.386/76.

⁸³ Artigo 22, §1º, II, da Lei nº 6.386/76.

⁸⁴ Artigo 22, §1º, IV, da Lei nº 6.386/76.

Cumpra, então, mencionar alguns dos atos expedidos pela CVM que regulamentam tais matérias.

A Instrução CVM nº 480 de 2009 (ICVM 480) regulamentou o registro dos emissores de valores mobiliários e o seu regime informacional, estabelecendo a necessidade de os emissores de valores mobiliários constituírem-se na forma de sociedade por ações, exceto nas hipóteses expressamente indicadas, e procurou o incremento da qualidade das informações prestadas, conferindo poder sancionador ao regulador com relação aos que descumprirem os princípios nela estabelecidos. Ademais, o referido instrumento normativo dividiu as informações a serem prestadas pelas companhias emissoras em informações eventuais e informações periódicas, diferenciando-as de acordo com a periodicidade de necessidade de divulgação.

Dentre as informações periódicas, destaca-se a obrigatoriedade de divulgar o Formulário de Referência, documento responsável por reunir as principais informações exigidas das companhias abertas e que é requisito para a concessão e a manutenção de seu registro perante a CVM, devendo ser apresentado no momento do registro e atualizado anualmente, com exceção de algumas de suas seções que precisam ser atualizadas no prazo de sete dias úteis no caso de ocorrência de alguns eventos específicos.⁸⁵

Já acerca da obrigatoriedade de divulgação das demonstrações financeiras da companhia, tem-se que a Instrução CVM nº 457 de 2007 (ICVM 457) estabeleceu a necessidade de adequação destas com o *International Financial Reporting Standards* (IFRS), com o objetivo de promover o aumento da transparência e da confiabilidade nas informações contidas das referidas demonstrações, bem como o de incentivar investimentos estrangeiros nas companhias brasileiras, devido à utilização dos padrões contábeis internacionais.⁸⁶

Há alguns princípios que norteiam o conteúdo que deve estar presente nas demonstrações das companhias, como a relevância da informação, a sua materialidade, representação fidedigna, comparabilidade, verificabilidade, tempestividade, compreensividade

⁸⁵ Artigo 24 da ICVM 480.

⁸⁶ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 254.

e o equilíbrio entre custo e benefício decorrente da sua produção.⁸⁷ É por meio desses princípios que se pretende que a situação econômico-financeira da companhia e a sua capacidade de obter recursos sejam refletidas da maneira mais precisa possível nas suas demonstrações financeiras.⁸⁸

Por fim, há a ICVM 358, que dispõe, em linhas gerais, sobre a divulgação e o uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas, complementando a norma disposta no artigo 157, parágrafo 4º, da LSA e que será abordada de forma mais aprofundada no item a seguir, no qual se pretende analisar quais eventos poderiam ser classificados como fatos relevantes.

Em suma, portanto, conclui-se que todas as imposições normativas contempladas no presente item têm como objetivo regular um regime de prestação de informação capaz de proteger os acionistas, credores da companhia e o mercado em geral dos riscos decorrentes da assimetria informacional inerente ao funcionamento das companhias abertas.

2.3. O Dever de Divulgar Fato Relevante

Como já mencionado no item anterior, a LSA atribuiu um conceito aberto ao que poderia ser considerado fato relevante, não delimitando precisamente todas as suas possibilidades de ocorrências. Assim, em janeiro de 2002, a CVM expediu a ICVM 358, que complementa a norma disposta no artigo 157, parágrafo 4º, da LSA.

Essa Instrução visa traçar, por meio de seu artigo 2º, o que poderia ser definido como “relevante” para os seus efeitos, mitigando a subjetividade da palavra. Assim, dispõe que é considerada relevante qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembleia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou ainda qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios sociais que possa influir de modo ponderável: (i) na cotação dos

⁸⁷ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 255.

⁸⁸ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 255.

valores mobiliários de emissão desta companhia ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter os seus valores mobiliários; e (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Percebe-se que essa definição por si só já inclui novas informações ao escopo de fato relevante previsto na regra do artigo 157, parágrafo 4º, da LSA, ao considerar expressamente como relevantes os fatos ou atos que possam influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou que a ela se referem (inciso I), bem como na decisão dos investidores de exercer os direitos que lhes são inerentes, na condição de titulares de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados (inciso III). O inciso II, por sua vez, reproduz perfeitamente o já explicitado na LSA, somente incluindo a possibilidade de os investidores decidirem “manter” os valores mobiliários, explicitando a intenção já contida na norma.⁸⁹

Esse mesmo artigo 2º traça alguns exemplos, em seu parágrafo único, de atos ou fatos que, em regra, devem ser tidos como relevantes, como a transferência de controle acionário da companhia (inciso I), o cancelamento de registro da companhia aberta (inciso VI), submissão à operação de incorporação, fusão ou cisão (inciso VII), e - a hipótese incluída pela Instrução CVM nº 590 de 2017 (ICVM 590) e a que mais interessa ao presente Trabalho de Conclusão de Curso - a propositura de procedimento arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia (inciso XXII).

De qualquer modo, a enumeração de atos ou fatos considerados relevantes pela ICVM 358 possui caráter meramente exemplificativo, objetivando apenas facilitar a identificação de alguns dos possíveis casos.⁹⁰ Ademais, não é porque um determinado evento consta no rol do referido artigo 2º, parágrafo único, que ele necessariamente precisa ser divulgado, pois o dispositivo exemplifica apenas fatos potencialmente relevantes.⁹¹

⁸⁹ MOTA, Fernando de Andrade. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. 1. ed. São Paulo: Almedina, 2015, p. 145.

⁹⁰ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 394.

⁹¹ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 861.

Assim, à semelhança do artigo 157, parágrafo 4º, da LSA, percebe-se que a referida Instrução manteve a subjetividade do conceito de fato relevante, ainda que tenha delineado mais algumas de suas características, obrigando a CVM a interpretá-lo caso a caso em diversas oportunidades.

No PA RJ 2006/5928, por exemplo, foi decidido que, para que seja considerada fato relevante, não há necessidade de que a informação esteja formalizada ou que seja definitiva, bastando que não seja meramente especulativa.⁹² Assim, entendeu-se que uma informação envolvendo mais de uma parte pode ser divulgada ainda que não haja consenso entre todas elas, mas desde que uma delas já tenha decidido prosseguir com o negócio.⁹³

Para tanto, necessário concluir que também não há a necessidade de se conhecer todos os elementos de um determinado fato relevante, podendo a divulgação ocorrer aos poucos, à medida que as informações venham a ser produzidas. No caso de existirem negociações para a aquisição de uma sociedade por uma companhia, por exemplo, pode ser divulgada a existência das negociações e, posteriormente, a conclusão destas.⁹⁴ Ademais, nesse mesmo caso foi decidido que, para ser considerado fato relevante, basta que o fato tenha o potencial de alterar uma decisão de investimento de um investidor racional, não sendo necessário, portanto, que a alteração venha de fato a ocorrer.⁹⁵

A subjetividade inerente ao conceito de fato relevante, exigindo um juízo individual acerca da relevância e materialidade de certos fatos ocorridos no âmbito das companhias, entretanto, pode ser problemática para elas e até mesmo para o próprio mercado. Isso pois a ausência de parâmetros objetivos que guiem a companhia incentiva o Diretor de Relações

⁹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2006/5928. Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17.04.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070417_PAS_RJ20065928.pdf>. Acesso em: 10 de set. de 2019.

⁹³ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2006/5928. Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17.04.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070417_PAS_RJ20065928.pdf>. Acesso em: 10 de set. de 2019.

⁹⁴ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2006/5928. Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17.04.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070417_PAS_RJ20065928.pdf>. Acesso em: 10 de set. de 2019.

⁹⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2006/5928. Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17.04.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070417_PAS_RJ20065928.pdf>. Acesso em: 10 de set. de 2019.

com Investidores (DRI) – responsável por enviar os atos ou fatos relevantes à CVM, na forma do artigo 3º, §1º, da ICVM 358 – a divulgar uma quantidade excessiva de informações, em decorrência do potencial risco de responsabilização pela sua não divulgação, adotando-se uma postura mais conservadora⁹⁶. Além disso, o fato de a CVM não aplicar punição para a divulgação de fatos não relevantes permite que os administradores a usem para propósitos diversos, como instrumento de *marketing*.⁹⁷ A esse fenômeno atribui-se o nome de “hipertrofia do fato relevante”.⁹⁸

Como consequência, a divulgação excessiva de informações, além de poder ser extremamente custosa para a companhia, pode também fazer com que as informações que sejam realmente relevantes para os investidores passem despercebidas em meio às demais. Como forma de coibir que tal comportamento ocorra de maneira intencional, a ICVM 358 estipulou uma forma específica para a divulgação de informação, que deve ser feita de forma clara, precisa e em linguagem acessível⁹⁹, fazendo com que, caso ela seja divulgada de maneira diversa visando dificultar o seu acesso e compreensão, a companhia possa sofrer sanções.¹⁰⁰

Por fim, cumpre ressaltar que, a despeito da responsabilidade para divulgação de atos e fatos relevantes seja do DRI, os eventos que sejam conhecidos por acionistas controladores, diretores, membros do conselho de administração, do conselho fiscal de quaisquer outros órgãos com funções técnicas ou consultivas devem ser por eles comunicados à CVM no caso da omissão do referido diretor, sob pena de responsabilização, na forma do artigo 3º, parágrafo 2º, da ICVM 358.

⁹⁶ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 278.

⁹⁷ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 862.

⁹⁸ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 862.

⁹⁹ “Art. 3º Cumpre ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.

(...)

§5o A divulgação e a comunicação de ato ou fato relevante, inclusive da informação resumida referida no §8º, devem ser feitas de modo claro e preciso, em linguagem acessível ao público investidor.”

¹⁰⁰ PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 279.

Nesse sentido, a fim de se verificar a relação do dever de divulgar fato relevante com a regra de sigilo para as arbitragens envolvendo companhias listadas no Novo Mercado, faz-se necessária a análise do instituto da arbitragem no direito societário e no mercado de capitais. No capítulo subsequente, portanto, serão demonstradas as vantagens da utilização da arbitragem como mecanismo de resolução de conflitos no âmbito das companhias, bem como a análise de uma de suas vantagens mais comumente indicadas, qual seja, a confidencialidade.

3. A ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS

A arbitragem é um método heterocompositivo de resolução de conflitos, o que significa dizer que, à semelhança da jurisdição estatal, a decisão dos árbitros é impositiva aos litigantes. Diferentemente da jurisdição estatal, contudo, a arbitragem é um mecanismo privado de resolução de litígios destinado a solucionar somente conflitos relativos a direitos patrimoniais acerca dos quais as partes possam dispor.¹⁰¹

O presente capítulo visa introduzir algumas vantagens proporcionadas pela arbitragem ao ser utilizada como mecanismo de resolução de conflitos societários, bem como apresentar dados relativos à percepção do mercado acerca do referido instituto. Em seguida, analisar-se-á, mais especificamente, uma das vantagens mais comumente atribuídas à arbitragem, qual seja, a sua confidencialidade. Por fim, serão analisados os regulamentos de algumas das principais câmaras internacionais e nacionais para examinar a maneira como tratam do dever de sigilo nos procedimentos que tramitam perante elas.

3.1. As Vantagens da Arbitragem como Método de Resolução de Conflitos no Âmbito das Companhias

A possibilidade de se eleger a arbitragem como método de resolução de conflitos societários foi expressamente incluída na LSA em 2001, com a inserção do parágrafo 3º ao seu artigo 109 pela Lei nº 10.303/2001. Tal dispositivo conferiu às companhias a opção de incluírem cláusula compromissória em seus estatutos sociais, a qual poderá prever que os conflitos envolvendo os acionistas e a companhia, ou os acionistas minoritários e os acionistas controladores, poderão ser solucionados por meio da jurisdição arbitral, nos termos em que dispor.¹⁰²

¹⁰¹ CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo**: um comentário à Lei nº 9.307/96. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007, p. 51.

¹⁰² “Art. 109. Nem o estatuto social nem a assembléia-geral poderão privar o acionista dos direitos de: (...)

Apesar de parte da doutrina defender que já era possível a previsão de cláusula compromissória em estatutos sociais, a opção do legislador de inseri-la expressamente na LSA evidencia o seu intuito de fortalecer a arbitragem e incentivar a sua utilização em matéria societária.¹⁰³

Para se entender a importância desse mecanismo para a resolução de conflitos societários, é preciso analisar algumas de suas vantagens. São inúmeras as razões pelas quais, em geral, se considera a arbitragem como um dos métodos mais adequados para a solução de conflitos empresariais, mas dentre essas, cinco merecem destaque: (i) a celeridade do procedimento arbitral; (ii) a possibilidade de escolha dos árbitros; (iii) a expertise dos árbitros; (iv) o sigilo do procedimento arbitral; (v) a flexibilidade do procedimento arbitral.

Em relação à celeridade, tem-se que os procedimentos arbitrais costumam ser consideravelmente mais céleres do que a morosa jurisdição estatal. Em uma pesquisa realizada entre 2010 e 2017, constatou-se que o tempo médio de duração do procedimento arbitral nas cinco principais câmaras brasileiras é de 19,6 meses¹⁰⁴, enquanto na pesquisa realizada pelo Conselho Nacional de Justiça referente ao ano-base de 2018, constatou-se que a duração média de um processo tramitando perante a Justiça Estadual é 59 meses.¹⁰⁵

Essa celeridade pode ser explicada por diversos motivos, como o fato de não haver possibilidade legalmente prevista de recursos durante o procedimento arbitral nem após a prolação de sua sentença, com exceção da ação anulatória judicial nas hipóteses específicas previstas no artigo 32 da Lei de Arbitragem, bem como o fato de que aos juízes estatais

§ 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. [\(Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001\)](#)”

¹⁰³ TIMM, Luciano Benetti; TELLECHEA, Silva Rodrigo. O Acordo de Acionistas e o Uso da Arbitragem Como Forma de Resolução de Conflitos Societários. **Revista Brasileira de Arbitragem**, v.4, Issue 15, pp. 34 - 35.

¹⁰⁴ A média foi calculada com base nos dados de cinco câmaras: Centro de Arbitragem da AMCHAM - Brasil; Centro de Arbitragem da Câmara de Comércio Brasil-Canadá; Câmara de Mediação, Conciliação e Arbitragem de São Paulo - CIESP/FIESP; Câmara de Arbitragem Empresarial - Brasil e CAM. A duração do procedimento foi considerada desde a data do termo de arbitragem até a prolação da sentença arbitral. (LEMES, Selma. **Arbitragem em Números e Valores**, pp. 4 - 5. Disponível em: < <http://selmalemes.adv.br/artigos/An%C3%A1lise-%20Pesquisa-%20Arbitragens%20Ns.%20e%20Valores-%202010%20a%202017%20-final.pdf>>. Acesso em: 11 de set. de 2019.)

¹⁰⁵ Conselho Nacional de Justiça. **Justiça em Números 2019**. Brasília: CNJ, 2019, p. 152. Disponível em: < https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/conteudo/arquivo/2019/08/justica_em_numeros20190919.pdf>. Acesso em: 20 de nov. de 2019.

incumbe-se o julgamento de diversas causas por ano, quantidade bem superior do que a conferida a um árbitro.¹⁰⁶

A celeridade na resolução de conflitos societários é uma característica prestigiada na arbitragem por conferir maior segurança jurídica às companhias, as quais conseguem organizar os seus recursos com maior previsibilidade para enfrentar os custos do procedimento arbitral, como a mobilização de seu pessoal e espaço nas suas demonstrações financeiras.¹⁰⁷ A demora em se resolver o litígio, por sua vez, acarreta prejuízos substanciais, podendo ocasionar a perda de oportunidades negociais e a paralisação das atividades sociais.¹⁰⁸

Atualmente, houve um perceptível aumento no tempo de tramitação dos procedimentos arbitrais, que chegam a durar até três anos.¹⁰⁹ Contudo, advogados representantes de relevantes empresas brasileiras ao serem indagados sobre o impacto disso sobre a escolha da arbitragem, afirmaram continuarem considerando a arbitragem como o melhor instrumento para a solução de seus litígios, pelas outras vantagens a ela inerentes.¹¹⁰

Uma dessas outras vantagens é justamente a possibilidade de as partes escolherem os árbitros que irão julgar os conflitos. A Lei de Arbitragem dispõe que às partes compete estabelecer o processo de escolha dos árbitros, de comum acordo, ou optar pela adoção das regras de entidade especializada ou um órgão arbitral institucional.¹¹¹ Isso pode ser considerado positivo para elas pois, além de permitir que escolham um profissional em que confiem, também permite a criação de um mecanismo de *accountability* vertical entre elas e

¹⁰⁶ LEMES, Selma. Sete Motivos para Eleger a Arbitragem em Contratos Empresariais e Públicos, 2008, p. 21. Disponível em: < <http://selmalemes.adv.br/artigos/artigo62.pdf> >. Acesso em: 11 de set. de 2019.

¹⁰⁷ PIMENTA, Guilherme. **Mesmo com Aumento de Tempo, Arbitragem é Primeira Escolha de Companhias.** Jota, 14 de ago. 2019. Disponível em: <https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/mesmo-com-aumento-de-tempo-arbitragem-e-primeira-escolha-de-companhias-14082019>. Acesso em: 15 de set. de 2019.

¹⁰⁸ MARTINS, Pedro A. Batista. **Arbitragem no Direito Societário.** 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 114.

¹⁰⁹ PIMENTA, Guilherme. **Mesmo com Aumento de Tempo, Arbitragem é Primeira Escolha de Companhias.** Jota, 14 de ago. 2019. Disponível em: <https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/mesmo-com-aumento-de-tempo-arbitragem-e-primeira-escolha-de-companhias-14082019>. Acesso em: 15 de set. de 2019.

¹¹⁰ PIMENTA, Guilherme. **Mesmo com Aumento de Tempo, Arbitragem é Primeira Escolha de Companhias.** Jota, 14 de ago. 2019. Disponível em: <https://www.jota.info/paywall?redirect_to=//www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/mesmo-com-aumento-de-tempo-arbitragem-e-primeira-escolha-de-companhias-14082019>. Acesso em: 15 de set. de 2019.

¹¹¹ Lei de Arbitragem. “Art. 13. Pode ser árbitro qualquer pessoa capaz e que tenha a confiança das partes. § 3º As partes poderão, de comum acordo, estabelecer o processo de escolha dos árbitros, ou adotar as regras de um órgão arbitral institucional ou entidade especializada.”

os árbitros, uma vez que a atuação do árbitro pode ser avaliada pelas partes ao final do procedimento, e, com base nisso, ele poderá ser escolhido, ou não, para decidir outros eventuais conflitos.¹¹²

Assim, o mecanismo de *accountability* vertical pode ser extremamente eficiente para a redução dos custos de transação da escolha dos árbitros, na medida em que viabiliza uma espécie de “seleção natural” dos árbitros que julgam com a excelência e seriedade necessárias para solucionar o conflito, independentemente da posição adotada.¹¹³ Isso se revela ainda mais importante em um cenário em que se constata que 77% das informações sobre os árbitros são obtidas “*word of mouth*”, de acordo com o estudo de 2018 realizado pela *School of International Arbitration*, da *Queen Mary University of London*, em conjunto com o *White & Case International Arbitration Group*.¹¹⁴

A livre escolha dos árbitros, contudo, não é irrestrita, pois a ela se aplicam as mesmas regras de impedimento e suspeição de juízes previstas nos artigos 144 e 145 do Código de Processo Civil de 2015, por força do artigo 14 da Lei de Arbitragem.¹¹⁵ Isso significa dizer que, por exemplo, o árbitro escolhido pela parte não pode ser seu amigo íntimo ou interessado no julgamento do processo. Tais regras visam justamente assegurar que os árbitros procedam com imparcialidade, independência, competência, diligência e discrição ao longo do procedimento, como exigido pelo parágrafo 6º, do artigo 13 da Lei de Arbitragem.¹¹⁶

Ademais, a possibilidade de escolha dos árbitros está diretamente relacionada a outra vantagem também comumente apontada sobre a arbitragem: a expertise dos árbitros. Isso pois, é natural que as partes, em razão de poderem escolher os árbitros dentro de um leque de

¹¹² MACHADO, Rafael Bicca. **A Arbitragem Empresarial no Brasil: uma análise pela nova Sociologia Econômica do Direito**. 1. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009, pp. 87 - 88.

¹¹³ MACHADO, Rafael Bicca. **A Arbitragem Empresarial no Brasil: uma análise pela nova Sociologia Econômica do Direito**. 1. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009, p. 89.

¹¹⁴ O estudo se baseou na resposta de 922 pessoas, dentre elas advogados, árbitros, acadêmicos, especialistas e investidores. (Queen Mary University of London; White & Case. 2018 *International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration*, pp. 20 - 21. Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>.

Acesso em: 28 de out. de 2019.

¹¹⁵ “Art. 14. Estão impedidos de funcionar como árbitros as pessoas que tenham, com as partes ou com o litígio que lhes for submetido, algumas das relações que caracterizam os casos de impedimento ou suspeição de juízes, aplicando-se-lhes, no que couber, os mesmos deveres e responsabilidades, conforme previsto no Código de Processo Civil.”

¹¹⁶ Art. 13. Pode ser árbitro qualquer pessoa capaz e que tenha a confiança das partes.

§ 6º No desempenho de sua função, o árbitro deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e discrição.

opções disponíveis, escolham aqueles que possuam a expertise necessária para tratarem dos assuntos específicos abrangidos pelo conflito.¹¹⁷

A especialidade dos árbitros é importante principalmente se considerada a complexidade dos assuntos que são levados à arbitragem, que poderão envolver, a título de exemplo, um contrato de *joint venture* celebrado entre uma sociedade brasileira e uma sociedade americana para o desenvolvimento de produtos químicos a serem exportados para o mercado chinês.¹¹⁸ Em um cenário como esse, difícil imaginar que um juiz, com a sua formação tradicionalmente generalista que o permite julgar as inúmeras causas que lhe são incumbidas, consiga decidir sobre o caso de maneira mais adequada e eficiente do que alguém que já possua experiência no assunto.¹¹⁹

Outro aspecto da arbitragem que costuma ser indicado como uma de suas vantagens é o sigilo, em contraposição à publicidade conferida aos processos judiciais que não tramitam em segredo de justiça.¹²⁰ Embora nem sempre a arbitragem seja sigilosa - como será abordado no próximo item do presente Trabalho de Conclusão de Curso -, tem-se que, muitas vezes, o sigilo é apontado como essencial para a “alma dos negócios” das sociedades envolvidas na disputa, as quais não gostariam de ter suas informações estratégicas amplamente divulgadas ao público.¹²¹

Ademais, o sigilo também pode ser positivo ao preservar a relação comercial entre as partes envolvidas no litígio, o que poderia não ser possível diante do risco de se criar um ambiente inamistoso diante da exposição do problema ao público, agravado pela morosidade em se solucionar o conflito.¹²² Além disso, a confidencialidade é capaz de salvaguardar a

¹¹⁷ LEMES, Selma. **Sete Motivos para Elegar a Arbitragem em Contratos Empresariais e Públicos**, 2008, p. 21. Disponível em: < <http://selmalemes.adv.br/artigos/artigo62.pdf> >. Acesso em: 11 de set. de 2019.

¹¹⁸ MACHADO, Rafael Bicca. **A Arbitragem Empresarial no Brasil: uma análise pela nova Sociologia Econômica do Direito**. 1. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009. P. 92.

¹¹⁹ MACHADO, Rafael Bicca. **A Arbitragem Empresarial no Brasil: uma análise pela nova Sociologia Econômica do Direito**. 1. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009. P. 92.

¹²⁰ LEMES, Selma. **Sete Motivos para Elegar a Arbitragem em Contratos Empresariais e Públicos**, 2008, p. 23. Disponível em: < <http://selmalemes.adv.br/artigos/artigo62.pdf> >. Acesso em: 11 de set. de 2019.

¹²¹ HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Companhias Abertas: Confidencialidade e Anúncio de Fato Relevante à Luz das Alterações da Instrução CVM nº 358. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidade em Direito Societário e Mercado de Capitais** - Vol. II. Rio de Janeiro: Lumes Juris, 2016, p. 98.

¹²² FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIRA, André de Luiz. A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites. In: LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez (coord.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 417.

reputação das sociedades litigantes, evitando que ela seja maculada pelo efeito de se divulgar o conflito e fazendo com que o seu desempenho no mercado seja afetado pela disputa.¹²³

Por fim, a última vantagem da arbitragem a ser analisada é a flexibilidade de seu procedimento, consequência do princípio da autonomia da vontade no qual se funda.¹²⁴ Tal princípio delega às partes a competência para escolher diversos aspectos a respeito de como será realizado o procedimento arbitral, como a escolha dos árbitros, já mencionada anteriormente, e a escolha da lei aplicável, por exemplo. Embora a competência das partes seja, por vezes, limitada pela atuação dos árbitros, as prerrogativas de escolha conferidas a elas já são capazes de tornar o procedimento mais eficiente, na medida em que este pode ser “customizado” para melhor atender as especificidades de cada caso.¹²⁵

Em decorrência de todas essas características da arbitragem supramencionadas - celeridade, escolha e expertise dos árbitros, sigilo e flexibilidade procedimental -, evidencia-se a capacidade da presença de cláusula compromissória nos estatutos de sociedades anônimas de capital aberto influenciar até mesmo no preço dos papéis negociáveis por elas emitidos, valorizando-os.¹²⁶

Isso pois, no âmbito do mercado de capitais, a adoção da arbitragem como mecanismo de resolução de disputas tornou-se uma importante medida para assegurar o adequado nível de governança corporativa nas companhias abertas. Afinal, questionava-se, por exemplo, quão eficaz seria a criação de segmentos especiais de listagem com vistas a implementar medidas de governança corporativa pela Bovespa, atual B3, se as companhias a eles vinculadas dependessem do mesmo mecanismo de *enforcement* que as demais, qual seja, o Poder

¹²³ FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIRA, André de Luiz. A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites. In: LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez (coord.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 417.

¹²⁴ MARTINS, Pedro A. Batista. **Arbitragem no Direito Societário**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012, pp. 34 - 35.

¹²⁵ Nesse sentido v. BOCKSTIEGEL, Karl-Heinz. Presenting evidence in international arbitration. *ICSID Review: Foreign Investment Law Journal*, Washington, v. 16, n. 1, p. 1/9, 2001: “There are many ways of managing case efficiently, and it is one of the advantages of arbitration over court litigation that arbitral tribunals can shape a tailor made procedure that takes into account the many particularizes of each case [...] Although it is important to clarify the rules of the game as early as possible, it is also important to leave room for flexibility later in the proceedings [...]”. In: MARINHO, Thiago Nunes. Resenhas de Livros: Flexibilidade do Procedimento Arbitral. Autor: Marcos André Franco Montoro. **Revista Brasileira de Arbitragem**, Vol. X, Issue 39, pp. 237 - 239.

¹²⁶ VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. **Arbitragem no Direito Societário**. 1. ed. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004, p. 240.

Judiciário, que já se revelou ser ineficiente em diversos aspectos para a resolução de disputas empresariais.¹²⁷

A preocupação se justifica na medida em que, para o mercado de capitais, é imprescindível que haja confiança na eficácia das regras que o regulam para que ele consiga funcionar de maneira adequada,¹²⁸ fazendo com que seja necessária a existência de um instrumento eficiente de solução de litígios, capaz de conferir a apropriada aplicação das regras, aplicando sanções e responsabilizando quem as viola, bem como compensando os que foram prejudicados.¹²⁹

Considera-se que o Judiciário brasileiro, portanto, marcado pela morosidade no julgamento dos processos e pela sua baixa especialidade em matéria societária, não seria capaz de conferir a adequada eficiência exigida ao desenvolvimento do mercado de capitais.¹³⁰ O mesmo não se pode dizer do cenário norte-americano, em que as cortes de Delaware se especializaram na resolução de conflitos societários e sua boa reputação é considerada fator importante para o grau de desenvolvimento dos Estados Unidos no âmbito do seu mercado de capitais.¹³¹

Assim, a arbitragem vem sendo considerada um meio eficaz de governança corporativa, com a sua utilização sendo, inclusive, recomendada pela Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, de 2002, em seu item III.6¹³², e pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do Instituto Brasileiro de

¹²⁷ HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J.; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*. (2010). *Faculty Scholarship Series. Paper 28*, p. 19 – 21.

¹²⁸ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Mercado de Capitais & insider trading. In: Mattos Filho Veiga Filho Marrey Jr. e Quiroga Advogados. **Arbitragem no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Imprensa Régia, 2010, p. 29.

¹²⁹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Mercado de Capitais & insider trading. In: Mattos Filho Veiga Filho Marrey Jr. e Quiroga Advogados. **Arbitragem no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Imprensa Régia, 2010, p. 29.

¹³⁰ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Mercado de Capitais & insider trading. In: Mattos Filho Veiga Filho Marrey Jr. e Quiroga Advogados. **Arbitragem no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Imprensa Régia, 2010, p. 29.

¹³¹ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Mercado de Capitais & insider trading. In: Mattos Filho Veiga Filho Marrey Jr. e Quiroga Advogados. **Arbitragem no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Imprensa Régia, 2010, p. 30.

¹³² “Arbitragem Para Questões Societárias

III.6 O estatuto da companhia deve estabelecer que as divergências entre acionistas e companhia ou entre acionistas controladores e acionistas minoritários serão solucionadas por arbitragem. A adoção da arbitragem visa acelerar a solução de impasses, sem prejuízo da qualidade do julgamento. A eficácia de uma tal disposição estatutária depende de que sejam escolhidas câmaras arbitrais cujos membros tenham reconhecida capacidade em matérias societárias.”

Governança Corporativa (IBGC) de 2015, em seu item 1.4, juntamente com a mediação, no caso de impossibilidade de solução com base em negociação.¹³³

É pelas vantagens acima analisadas, ainda, que a arbitragem é mecanismo de resolução de conflitos de observância obrigatória para aquelas companhias que optarem por se listar nos segmentos especiais Nível II, Bovespa Mais e Novo Mercado da B3, conforme os seus respectivos regulamentos. No Regulamento do Novo Mercado, como já abordado no Capítulo 1, as companhias a ele vinculadas devem submeter as controvérsias existentes entre seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, caso haja, à arbitragem perante a CAM, câmara de arbitragem instaurada pela B3.

A CAM, por sua vez, determina em seu regulamento que as arbitragens deverão observar o dever de sigilo, como será abordado com mais profundidade no item 3.3 do presente capítulo. Antes, contudo, é preciso analisar se a confidencialidade é característica inerente aos procedimentos arbitrais ou se ela só é necessária quando convencionada pelas partes.

3.2. A Confidencialidade na Arbitragem

Como já introduzido no item anterior, o sigilo é frequentemente apontado como uma das características mais vantajosas da arbitragem enquanto mecanismo de resolução de litígios. De acordo com a pesquisa realizada em 2018 pela *School of International Arbitration*, da *Queen Mary University of London*, em conjunto com o *White & Case International Arbitration Group*, 87% dos entrevistados consideram a confidencialidade um aspecto importante da arbitragem (40% consideram “muito importante”; 33%, “bastante

¹³³ “1.4 Mediação e arbitragem Fundamento

É fundamental prever formas ágeis e eficazes de resolução de controvérsias e divergências entre sócios e administradores e entre estes e a própria organização, para evitar prejuízos ao desempenho ou redução do valor da organização. Práticas a) Os conflitos entre sócios, administradores e entre estes e a organização devem, preferencialmente, ser resolvidos mediante a negociação entre as partes. Caso isso não seja possível, recomenda-se que sejam resolvidos por meio de mediação e/ou arbitragem. É recomendável a inclusão desses mecanismos no estatuto/contrato social ou em compromisso a ser firmado entre as partes. b) A companhia deve informar equitativamente ao mercado as principais decisões e atos referentes aos procedimentos arbitrais que tenham a possibilidade de impactar o valor de títulos de emissão da sociedade ou as decisões de investimento dos sócios.”

importante”; e 14%, “importante em alguma medida”)¹³⁴, ainda que não seja considerada a sua principal vantagem.¹³⁵

Contudo, há que se observar que a arbitragem não é sigilosa por força de lei, já que nenhum dispositivo da Lei de Arbitragem impõe a obrigatoriedade de confidencialidade em procedimentos arbitrais. A Lei de Arbitragem limitou-se a estabelecer, em seu artigo 13, parágrafo 6º, que os árbitros devem atuar com discrição no curso do procedimento arbitral.¹³⁶ Diante desse cenário, questiona-se se a confidencialidade seria uma característica intrínseca à arbitragem, a qual, em razão de estar atrelada a sua natureza essencialmente privada, independeria de previsão legal ou estipulação pelas partes.¹³⁷

Em primeiro lugar, é necessário traçar uma distinção entre os conceitos de privacidade e confidencialidade, para melhor analisar o tema da confidencialidade em procedimentos arbitrais.

A arbitragem é, por definição, um método privado de resolução de controvérsias, no sentido de ser desvinculada do Poder Público, envolvendo apenas as partes, os árbitros e, por vezes, uma instituição ou entidade especializada no seu procedimento e eventuais terceiros partícipes.¹³⁸ Tal característica, contudo, não pode ser confundida com a noção de confidencialidade. Isso pois o fato de a arbitragem ser conduzida em ambiente privado, sem a participação de terceiros no litígio em audiências ou nas demais fases do seu procedimento,

¹³⁴ Queen Mary University of London; White & Case. 2018 *International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration*, p. 27. Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>.

Acesso em: 28 de out. de 2019.

¹³⁵ A confidencialidade foi apontada como a quinta característica mais valorizada na arbitragem internacional, atrás de “*enforceability of awards*”, “*avoiding specific legal systems/national courts*”, “*flexibility*” e “*ability of parties to select arbitrators*”. Ibid., p. 7.

¹³⁶ “Art. 13. Pode ser árbitro qualquer pessoa capaz e que tenha a confiança das partes.

§ 6º No desempenho de sua função, o árbitro deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e discrição.”

¹³⁷ MARTINELLI, Ivan; GARCEZ, Jose Maria Rossani. A Confidencialidade na Arbitragem. In: MUNIZ, Joaquim de Paiva, et al. (coord.). **Arbitragem e Mediação: Temas Controvertidos**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 239 - 240.

¹³⁸ FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIRA, André de Luiz. A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites. In: LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez (coord.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 419.

não significa dizer que os envolvidos no conflito estejam obrigados a manter sigilo sobre as informações relativas à arbitragem.¹³⁹

Assim, enquanto a privacidade visa preservar o procedimento arbitral de envolvimento de terceiros estranhos ao conflito, sendo, portanto, um conceito dirigido a esses terceiros, a confidencialidade é um dever imposto aos próprios sujeitos envolvidos na arbitragem, que precisam se abster de divulgar qualquer informação, documentos, provas ou decisões conhecidos por ocasião do procedimento arbitral.¹⁴⁰

No mesmo sentido, tem-se que a imposição legal do dever de discrição aos árbitros, no artigo 13, parágrafo 6º, da Lei de Arbitragem, também não implica necessariamente o dever de guardar segredo absoluto acerca dos fatos ocorridos na arbitragem¹⁴¹, embora parte da doutrina entenda de forma contrária.¹⁴²

Feito o discernimento entre os referidos conceitos, há que se enfrentar a questão anteriormente apresentada: a arbitragem precisa de expressa previsão legal ou estipulação das partes para ser considerada confidencial ou essa é uma característica inerente a ela?

A doutrina brasileira não apresenta um posicionamento unânime acerca dessa problemática. Enquanto alguns autores - como João Bosco Lee¹⁴³, Selma Ferreira Lemes¹⁴⁴ e, em um artigo escrito em conjunto, José Antonio Fichtner, Sergio Nelson Mannheimer e André Luís Monteiro¹⁴⁵ - entendem não ser possível presumir uma confidencialidade que não

¹³⁹ FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIRA, André de Luiz. A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites. In: LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez (coord.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 419.

¹⁴⁰ FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções. **Revista de Direito Privado**. V. 49, p. 19, 2012.

¹⁴¹ FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIRA, André de Luiz. A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites. In: LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez (coord.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 420.

¹⁴² “De nossa parte, consideramos que a Lei de Arbitragem brasileira, no art. 13, § 6.º, impõe aos árbitros o dever de confidencialidade. A confidencialidade em relação ao árbitro, no nosso ordenamento jurídico, possui como fonte a própria lei, dispensando, assim, previsão na convenção de arbitragem, no termo de arbitragem ou no regulamento da instituição arbitral administradora.” (FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções. **Revista de Direito Privado**. V. 49, pp. 21-22, 2012.)

¹⁴³ LEE, João Bosco. O princípio da confidencialidade na arbitragem comercial internacional. In: VALENÇA FILHO, Cláudio de Melo. **Estudos de arbitragem**. Curitiba: Juruá, 2008, pp. 289-290.

¹⁴⁴ Lemes, Selma Ferreira. **Arbitragem na concessão de serviços públicos** - Arbitrabilidade objetiva. Confidencialidade ou publicidade processual? P. 20. Disponível em: <www.selmalemes.com.br/artigos/artigo_juri15.pdf>. Acesso em: 16.10.2019.

¹⁴⁵ FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções. **Revista de Direito Privado**. V. 49, p. 20, 2012.

se encontra expressamente prevista em lugar algum, há quem entenda que tal dever poderia ser extraído de outras disposições normativas, como do artigo 422 do Código Civil de 2002, o qual disciplina o princípio da boa-fé objetiva. Na visão de José Emílio Nunes Pinto, por exemplo, as partes, ao escolherem submeter eventual litígio à arbitragem, o fazem com a intenção de encontrar o sigilo necessário para preservar as questões decorrentes do negócio jurídico ajustado entre elas, o que deveria ser preservado à luz do princípio da boa-fé objetiva.¹⁴⁶

A interpretação de que a arbitragem não é confidencial em sua essência, contudo, parece ser a mais coerente diante da impossibilidade de se punir algum sujeito envolvido no procedimento por não obedecer a uma regra que sequer tenha sido convencionada ou se encontre legalmente imposta. Assim, principalmente por se tratar de uma restrição de direitos,¹⁴⁷ entende-se que a confidencialidade deverá estar expressamente prevista para que possa ser exigida.

Não obstante essa discussão acerca do sigilo ser ou não característica inerente à arbitragem, tem-se que a maioria das câmaras arbitrais resolveram se antecipar, diante de um possível problema, e impuseram, em sua maioria, a confidencialidade como regra a ser observada pelos envolvidos nos procedimentos arbitrais que tramitam perante elas.

Faz-se necessário, portanto, analisar alguns regulamentos das principais instituições arbitrais, tanto internacionais quanto nacionais, a fim de se comparar, ao final, o modo como a obrigatoriedade de sigilo é imposta em seus dispositivos. Para tanto, serão analisados os regulamentos das duas principais instituições arbitrais internacionais e as principais câmaras nacionais em matéria de conflitos societários.

¹⁴⁶ “Partamos da conclusão numa homenagem ao método indutivo. Nossa resposta é afirmativa, ou seja, no direito brasileiro a confidencialidade é inerente ao procedimento arbitral, derivando da aplicação do art. 422 do CC/2002 (LGL\2002\400) que consagra o princípio geral da boa-fé objetiva.” (PINTO, José Emílio Nunes. A Confidencialidade na Arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**. V. 6, p. 31, 2005.)

¹⁴⁷ FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções. **Revista de Direito Privado**. V. 49, p. 20, 2012.

3.3. A Confidencialidade nos Regulamentos das Câmaras

No cenário internacional, de acordo com a pesquisa realizada em 2018 pela *School of International Arbitration*, da *Queen Mary University of London*, em conjunto com o *White & Case International Arbitration Group*, a ICC e a LCIA ocupam o posto das duas primeiras câmaras preferidas pelos entrevistados, nessa ordem.¹⁴⁸ Cabe analisar, portanto, a maneira como é tratada a confidencialidade dos procedimentos arbitrais em seus regulamentos.

O regulamento da ICC, ao dispor sobre o assunto em seu artigo 22.3, determina que o tribunal arbitral pode proferir ordens acerca da confidencialidade dos procedimentos arbitrais ou matérias a eles relacionadas mediante requerimento de qualquer parte, bem como pode adotar medidas para proteção dos segredos comerciais e informações confidenciais.¹⁴⁹

Tal dispositivo demonstra que a confidencialidade, para a referida instituição, não é um dever que nasce a partir da opção das partes pela câmara, sendo apenas um aspecto que pode vir a ser considerado pelo tribunal arbitral, mediante a solicitação das partes. Ademais, nota-se a preocupação do regulamento em proteger os segredos comerciais e informações confidenciais das partes, o que pode ser entendido como a principal motivação, de acordo com o referido regulamento, para ser determinado algum tipo de sigilo no procedimento arbitral.

A LCIA, por sua vez, possui em seu regulamento dispositivo bem mais detalhado acerca da confidencialidade nos procedimentos arbitrais que tramitam perante ela, tratando da vinculação ao sigilo como um mecanismo de *opt-out*, ao contrário do modelo de *opt-in* utilizado pela ICC.¹⁵⁰ Em outras palavras, a confidencialidade deve ser observada como

¹⁴⁸ Queen Mary University of London; White & Case. 2018 *International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration*, p. 13. Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>.

Acesso em: 28 de out. de 2019.

¹⁴⁹ “Artigo 22 – Condução da arbitragem.

Mediante requerimento de qualquer parte, o tribunal arbitral poderá proferir ordens relativas à confidencialidade do procedimento arbitral ou de qualquer outro assunto relacionado à arbitragem e poderá adotar quaisquer medidas com a finalidade de proteger segredos comerciais e informações confidenciais.”

¹⁵⁰ “Article 30 Confidentiality

30.1 The parties undertake as a general principle to keep confidential all awards in the arbitration, together with all materials in the arbitration created for the purpose of the arbitration and all other documents produced by another party in the proceedings not otherwise in the public domain, save and to the extent that disclosure

princípio geral nas arbitragens que tramitam perante a LCIA, exceto se as partes acordem expressamente o contrário, o que está em consonância com a preferência dos advogados de departamentos jurídicos de empresas.¹⁵¹ Ademais, o referido artigo prevê que o sigilo abará todos os documentos envolvidos na arbitragem, a menos que haja dever legal de divulgação para proteger ou perseguir um direito legalmente previsto ou para executar uma sentença de boa-fé perante o Judiciário.

Já no Brasil, há diversas instituições arbitrais que dispõem, em seus regulamentos, previsão acerca da confidencialidade nos procedimentos que a elas se vinculam. O Regulamento do Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara do Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC) - instituição que detém o maior número de arbitragens tramitando no Brasil¹⁵² - impõe o dever de sigilo em seu artigo 14, ressaltando as hipóteses previstas em lei, acordadas expressamente pelas partes, ou diante da necessidade de proteção de direito de parte envolvida no procedimento arbitral.¹⁵³

Em relação ao aspecto subjetivo, qual seja, sobre quem recai o dever de sigilo, a referida Câmara disciplinou expressamente que os seus membros, os árbitros, os peritos, as partes e os demais intervenientes estão vinculados ao dever de guardar sigilo, que recairá sobre quaisquer informações a que se tenha tido acesso em razão do ofício ou de participação

may be required of a party by legal duty, to protect or pursue a legal right, or to enforce or challenge an award in legal proceedings before a state court or other legal authority.

30.2 *The deliberations of the Arbitral Tribunal shall remain confidential to its members, save as required by any applicable law and to the extent that disclosure of an arbitrator's refusal to participate in the arbitration is required of the other members of the Arbitral Tribunal under Articles 10, 12, 26 and 27.*

30.3 *The LCIA does not publish any award or any part of an award without the prior written consent of all parties and the Arbitral Tribunal. "*

¹⁵¹ Segundo a pesquisa de 2018 realizada pela *School of International Arbitration*, da *Queen Mary University of London*, em conjunto com o *White & Case International Arbitration Group*, 68% dos advogados de departamento jurídico de empresas acreditam que a obrigatoriedade de confidencialidade na arbitragem deveria ser um mecanismo de *opt-out*. (Queen Mary University of London; White & Case. 2018 *International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration*, p. 28. Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>.

Acesso em: 28 de out. de 2019.)

¹⁵² LEMES, Selma. **Arbitragem em Números e Valores**, p. 2. Disponível em: <<http://selmalemes.adv.br/artigos/An%C3%A1lise-%20Pesquisa-%20Arbitragens%20Ns.%20e%20Valores-%202010%20a%202017%20-final.pdf>>. Acesso em: 11 de set. de 2019.

¹⁵³ “14.1 O procedimento arbitral é sigiloso, ressaltadas as hipóteses previstas em lei ou por acordo expresso das partes ou diante da necessidade de proteção de direito de parte envolvida na arbitragem.”

no procedimento arbitral.¹⁵⁴ A CAM-CCBC, no entanto, se reservou o direito de publicar excertos das sentenças, sem mencionar as partes ou tornar a sua identificação possível.¹⁵⁵

De maneira semelhante estabeleceu a CAM ao impor o dever de sigilo às partes, aos árbitros, aos membros da câmara e aos terceiros que participarem do procedimento arbitral na condição de testemunha, perito ou assistente técnico, em relação às informações sobre o seu conteúdo, ressalvadas as hipóteses em que a divulgação é necessária ao cumprimento de normas dos órgãos reguladores ou previsão legal.¹⁵⁶ A referida instituição também se reservou o direito de publicar um ementário periodicamente contendo as sentenças arbitrais proferidas, a fim de servir como um referencial para os árbitros em suas decisões, suprimindo-se qualquer elemento que possibilite a identificação dos procedimentos,¹⁵⁷ o qual foi disponibilizado pela primeira vez em 2018.¹⁵⁸

Percebe-se, portanto, que ambas as câmaras nacionais possuem regras bastante semelhantes em relação à imposição de confidencialidade em seus procedimentos arbitrais, que é tratada como regra de vinculação automática. Relacionando isso com o fato de serem as principais instituições a julgar causas de natureza societária¹⁵⁹, tem-se que os conflitos societários que são dirimidos por meio de arbitragem no Brasil costumam ser necessariamente

¹⁵⁴ “14.2. É vedado aos membros do CAM-CCBC, aos árbitros, aos peritos, às partes e aos demais intervenientes divulgar quaisquer informações a que tenham tido acesso em decorrência de ofício ou de participação no procedimento arbitral.”

¹⁵⁵ “14.1.1. Para fins de pesquisa e levantamentos estatísticos, o CAM-CCBC se reserva o direito de publicar excertos da sentença, sem mencionar as partes ou permitir sua identificação.”

¹⁵⁶ “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.”

¹⁵⁷ “7.10 Periodicamente, a Câmara de Arbitragem produzirá a publicação de Ementário das Sentenças Arbitrais proferidas, agrupadas por temas tratados, as quais poderão ser levadas em conta pelos árbitros, como simples referencial, a fim de orientar suas decisões. A publicação das sentenças suprimirá qualquer elemento que possibilite a identificação do procedimento.

(...)

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

¹⁵⁸ Câmara de Arbitragem do Mercado. **Ementário das Sentenças Arbitrais da CAM**, 06 de dez. de 2018. Disponível em: < http://www.b3.com.br/pt_br/b3/qualificacao-e-governanca/camara-de-arbitragem-do-mercado-cam/ementario/>. Acesso em: 30 de jun. de 2019.

¹⁵⁹ Segundo a pesquisa realizada por Selma Lemes, 42,58% das arbitragens que tramitavam perante a CAM-CCBC em 2017 eram de matéria societária. Já na CAM, o percentual constatado foi de 89,47%. (LEMES, Selma. **Arbitragem em Números e Valores**, p. 3. Disponível em: < <http://selmalemes.adv.br/artigos/An%C3%A1lise-%20Pesquisa-%20Arbitragens%20Ns.%20e%20Valores-%202010%20a%202017%20-final.pdf>>. Acesso em: 11 de set. de 2019.)

sigilosos, ainda mais quando se trata de companhias listadas no Novo Mercado, as quais devem necessariamente submeter os seus conflitos à arbitragem, como demonstrado no item 3.1 do presente capítulo.

Além disso, nota-se que há uma preocupação em determinar sobre quem e sobre o quê recairá o dever de confidencialidade, já que a Lei de Arbitragem é silente quanto a isso. Ambos os regulamentos também preveem exceções à referida obrigatoriedade, com a diferença de que a CAM-CCBC incluiu também em suas ressalvas as hipóteses de haver um acordo pelas partes determinando a publicidade da arbitragem ou a necessidade de proteção de direito de alguma das partes envolvidas, não somente a exceção em relação às hipóteses previstas em lei. A CAM, por sua vez, foi mais breve em seu dispositivo, relacionando as exceções somente ao cumprimento de normas dos órgãos reguladores e previsão legal de divulgação.

Feitas essas considerações a respeito da utilização da arbitragem como mecanismo de resolução de conflitos no âmbito do mercado de capitais, faz-se necessário adentrar no aparente conflito entre a previsão de confidencialidade no Regulamento da CAM, ao qual se vinculam as companhias listadas no Novo Mercado, e o dever de informação dos administradores de tais companhias, na medida em que parece se tratar de orientações diametralmente opostas. O capítulo subsequente, portanto, analisará esse conflito com base nos mecanismos de divulgação de arbitragens já previstos pela CVM e nos casos julgados pela referida autarquia.

4. O APARENTE CONFLITO ENTRE A CONFIDENCIALIDADE DA ARBITRAGEM E O DEVER DE INFORMAÇÃO EM COMPANHIAS LISTADAS NO NOVO MERCADO

Nos capítulos anteriores do presente Trabalho de Conclusão de Curso foram demonstrados dois aspectos relevantes acerca do funcionamento das companhias listadas no Novo Mercado: (i) o fato de se vincularem a normas que denotam um alto grau de governança corporativa e de comprometimento com o investidor, por meio de regras que garantam um aumento na transparência dos negócios sociais aos acionistas e ao mercado; e (ii) o fato de estarem obrigadas a resolver os seus conflitos envolvendo seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal por arbitragem, perante a CAM, cujo regulamento estipula expressamente que as arbitragens serão sigilosas.

Embora tanto o dever de informação quanto a arbitragem sejam medidas consideradas capazes de garantir maior grau de governança corporativa no âmbito das companhias abertas, é possível identificar um conflito entre tais elementos quando se estabelece que a arbitragem deve ocorrer obrigatoriamente sob sigilo. Isso pois é possível que em determinado procedimento arbitral sejam discutidas questões com potencial de impactar no valor das ações emitidas pela companhia, por exemplo. Ainda, também é possível vislumbrar a possibilidade de uma determinada arbitragem ser instaurada para discutir determinados direitos de um acionista enquanto titular de valores mobiliários da companhia, sem, contudo, que os outros acionistas potencialmente impactados pela decisão tenham ciência desta.

O presente capítulo, portanto, possui como objetivo analisar esse possível conflito existente no âmbito das companhias abertas listadas no Novo Mercado. Para tanto, primeiro será analisado em que medida as normas de divulgação de informações da CVM já contemplam em seu escopo a necessidade de divulgação de informações acerca de procedimentos arbitrais. Em seguida, será analisado o posicionamento adotado pela CVM em relação a essa questão ao julgar os PA RJ 2008/0714 e PA RJ 2012/13700, quando foi instada a avaliar sobre a existência do suposto conflito. Por fim, serão feitas algumas considerações críticas, com base na doutrina e nos entendimentos da própria CVM, a respeito de tal posicionamento.

4.1. Os Mecanismos de Divulgação de Procedimentos Arbitrais Impostos pela CVM

Como já abordado no Capítulo 2 do presente Trabalho de Conclusão de Curso, antes da edição da ICVM 590, de 2017, não havia nenhuma hipótese de ato ou fato relevante disciplinada nos incisos do parágrafo único do artigo 2º da ICVM 358 que mencionasse expressamente eventuais procedimentos arbitrais envolvendo companhias. Nesse sentido, o inciso XXII do referido parágrafo único limitava-se a exemplificar como fato relevante a impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência e propositura de ação judicial que viesse a afetar a situação econômico-financeira das companhias.¹⁶⁰

Foi na audiência pública nº 05/2016¹⁶¹, instaurada para discutir as alterações na ICVM 358, que o escritório de advocacia Galdino, Coelho, Mendes Advogados ressaltou o fato de existirem procedimentos administrativos e arbitrais também capazes de afetar de forma relevante a situação da companhia e que, portanto, a referida instrução deveria passar a mencionar expressamente a instauração de processo administrativo ou arbitral em seu texto.

A sugestão foi acatada pela CVM, que alterou em 2017 a ICVM 358 para incluir, em seu artigo 2º, parágrafo único, inciso XXII, a propositura de procedimento arbitral que pudesse afetar a situação econômico-financeira da companhia como hipótese de fato potencialmente relevante.¹⁶² A CVM, contudo, frisou que as hipóteses indicadas no referido

¹⁶⁰ “Art. 2o Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia 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:

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

(...)

XXII - impetração de concordata, requerimento ou confissão de falência ou propositura de ação judicial que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.”

¹⁶¹ Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Análise. **Audiência Pública SDM nº 05/2016** - Processo CVM nº RJ 2015-6981. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/Relatorio_de_Audiencia_Publica_SDM_052016.pdf. Acesso em: 17 de out. de 2019.

¹⁶² “Art. 2o Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou

parágrafo único constituem apenas uma lista não exaustiva de exemplos de atos ou fatos que possam ser considerados relevantes, observação alinhada com o entendimento doutrinário sobre o assunto.¹⁶³

Ressaltou, ainda, naquela oportunidade, que a ausência de menção expressa a determinados eventos na ICVM 358 não afastaria o dever de imediata divulgação, caso fosse verificado o potencial para afetar a decisão dos investidores ou a cotação dos valores mobiliários emitidos pela companhia, o que já havia sido inclusive decidido especificamente em relação à arbitragem na ocasião do julgamento do PA CVM nº RJ 2008/0714, como será analisado mais profundamente no próximo item.

Além disso, na ocasião da acima aludida audiência pública, o escritório de advocacia Souza, Cescon, Barrieu & Flesch – Advogados sugeriu outra alteração na redação do inciso XXII do parágrafo único do art. 2º da ICVM 358, dessa vez para que o termo “propositura de ação judicial” fosse substituído por “decisão judicial”, sob a justificativa de que seria apenas esse o momento em que seria gerada uma obrigação de divulgação para a companhia.¹⁶⁴

A sugestão, contudo, foi recusada pela CVM. A autarquia frisou que a administração da companhia, ao avaliar a necessidade de divulgação de fato relevante, deve considerar todos os fatores que poderiam influenciar a decisão do investidor, como, a título de exemplo, os riscos jurídicos em decorrência de discussão a respeito da validade de cláusulas estatutárias ou riscos à imagem da companhia advindos do próprio objeto da causa. Assim, a CVM determinou que a própria propositura de uma ação judicial, administrativa ou arbitral tem o potencial de configurar fato relevante e que os administradores não devem considerar apenas a magnitude do impacto da decisão sobre a situação da companhia ao decidirem divulgar ou não um determinado fato.

fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

Parágrafo único. Observada a definição do caput, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes:

(...)

XXII – pedido de recuperação judicial ou extrajudicial, requerimento de falência ou propositura de ação judicial, de procedimento administrativo ou arbitral que possa vir a afetar a situação econômico-financeira da companhia.

¹⁶³ EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 394.

¹⁶⁴ Comissão de Valores Mobiliários. Relatório de Análise. **Audiência Pública SDM nº 05/2016** - Processo CVM nº RJ 2015-6981. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2016/Relatorio_de_Audiencia_Publica_SDM_052016.pdf. Acesso em: 17 de out. de 2019.

Percebe-se, portanto, a relevância das discussões ocorridas no âmbito da audiência pública nº 05/2016 para esclarecer o entendimento da CVM acerca da maneira como, segundo ela, deveriam ser divulgados fatos relevantes sobre os procedimentos arbitrais envolvendo as companhias, dada a subjetividade inerente ao conceito de fato relevante disciplinado tanto no artigo 157, parágrafo 4º, da LSA, quanto no artigo 2º da ICVM 358.

Além disso, ainda que a própria CVM¹⁶⁵ e a doutrina¹⁶⁶ já houvessem se manifestado sobre a equiparação do procedimento arbitral ao processo judicial para fins de interpretação da ICVM 358, o fato de a referida instrução ser modificada para incluir expressamente a previsão de instauração de procedimento arbitral como exemplo de fato relevante demonstrou a atenção que vinha sendo dada ao assunto, bem como o objetivo da CVM de estimular reações por parte das companhias e de seus administradores¹⁶⁷, já que até então verificava-se ser incomum que as companhias publicassem fatos relevantes contendo informações sobre arbitragens.¹⁶⁸

Não obstante essa recente inclusão de instauração de procedimentos arbitrais como hipótese de fato relevante, tem-se que a informação a respeito desses eventuais litígios já era obrigatória por força da ICVM 480, a qual regulamenta o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários, como já abordado no Capítulo 2 do presente Trabalho de Conclusão de Curso. Essa instrução já continha previsão expressa acerca da necessidade de divulgação de procedimentos arbitrais por meio do Formulário de Referência, tanto no seu campo de “informações financeiras selecionadas”, quanto no campo de “fatores de risco”.

¹⁶⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0714. Diretor Relator Otavio Yazbek. Julgado em 09.02.2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0005/6517-0.pdf>>. Acesso em: 20 de mar. De 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ 2012/13700. Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 18.06.2013. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0010/8659-0.pdf>>. Acesso em:

¹⁶⁶ MARTINELLI, Ivan; GARCEZ, Jose Maria Rossani. A Confidencialidade na Arbitragem. In: MUNIZ, Joaquim de Paiva. et al. (coord.). **Arbitragem e Mediação: Temas Controvertidos**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 251.

¹⁶⁷ HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Companhias Abertas: Confidencialidade e Anúncio de Fato Relevante à Luz das Alterações da Instrução CVM nº 358. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidade em Direito Societário e Mercado de Capitais** - Vol. II. Rio de Janeiro: Lumes Juris, 2016, p. 98.

¹⁶⁸ Em 2015, apurou-se por meio de um levantamento estatístico que apenas oito companhias abertas que aderiram à CAM, independentemente de pertencerem a algum segmento de listagem da B3, divulgaram procedimentos arbitrais como fato relevante. (FRERICHES, Alice Andrade Baptista. I Conferência Brasileira de Arbitragem e Mercado. **Revista Brasileira de Arbitragem**. Vol. XIII, 2016, p. 246).

Quanto ao primeiro, disposto no item 3.4.d do Anexo 24 da ICVM 480, ressalta-se que este enquadrava a existência de procedimento arbitral como um fator de potencial restrição à distribuição de dividendos, devendo, se for o caso, ser indicado na descrição da política de destinação dos resultados dos três últimos exercícios sociais da companhia.¹⁶⁹ Já quanto ao campo “fatores de risco”, tem-se que o procedimento arbitral foi nele abrangido em diversos itens, de forma a disponibilizar ao mercado algumas informações sobre as arbitragens envolvendo as companhias.¹⁷⁰ A referida norma, contudo, é expressa ao afirmar que no caso de as arbitragens serem sigilosas, as informações contidas no formulário de referência podem se limitar aos valores envolvidos, bem como à análise de seu possível impacto para a companhia.¹⁷¹

Percebe-se, portanto, que mesmo antes de a arbitragem ser incluída como hipótese de fato relevante, a CVM já havia previsto a necessidade de divulgar certas informações a seu respeito no formulário de referência e nas demonstrações financeiras das companhias. Contudo, a exigência de divulgação de tais informações seria mitigada na hipótese de o procedimento arbitral tramitar sob sigilo, caso em que somente algumas informações consideradas como relevantes deveriam constar nos referidos documentos, o que pode representar um indício da preocupação da CVM em respeitar a confidencialidade pactuada pelas companhias e reconhecê-la como legítima.¹⁷²

¹⁶⁹ “3. Informações financeiras selecionadas:

(...)

3.4. Descrever a política de destinação dos resultados dos 3 últimos exercícios sociais, indicando:

(...)

d. eventuais restrições à distribuição de dividendos impostas por legislação ou regulamentação especial aplicável ao emissor, assim como contratos, decisões judiciais, administrativas ou arbitrais”

¹⁷⁰ “4. Fatores de risco

(...)

4.3. Descrever os processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que o emissor ou suas controladas sejam parte, discriminando entre trabalhistas, tributários, cíveis e outros: (i) que não estejam sob sigilo, e (ii) que sejam relevantes para os negócios do emissor ou de suas controladas, indicando: a. juízo; b. instância; c. data de instauração; d. partes no processo; e. valores, bens ou direitos envolvidos; f. principais fatos; g. se a chance de perda é: i. provável; ii. possível; iii. remota; h. análise do impacto em caso de perda do processo;

4.3.1. Indicar o valor total provisionado, se houver, dos processos descritos no item 4.3”

¹⁷¹ “4. Fatores de risco

(...)

4.5. Em relação aos processos sigilosos relevantes em que o emissor ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima, analisar o impacto em caso de perda e informar os valores envolvidos.”

¹⁷² HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Companhias abertas: Confidencialidade e Anúncio de Fato Relevante à Luz das Alterações da Instrução CVM nº 358. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidade em Direito Societário e Mercado de Capitais** - Vol. II. Rio de Janeiro: Lumes Juris, 2016, p. 110.

Há que se analisar, todavia, em que medida a previsão de divulgação de algumas informações acerca das arbitragens, seja mediante a elaboração de fatos relevantes, seja mediante a inclusão de informações no formulário de referência e nas demonstrações financeiras da companhia, seria capaz de assegurar o direito à fiscalização dos acionistas. Faz-se necessário, portanto, analisar os dois casos em que essa questão foi levada ao colegiado da CVM, a fim de extrair o seu entendimento.

4.2. O Posicionamento da CVM nos Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0714 e Processo Administrativo nº RJ 2012/13700

A questão do sigilo nas arbitragens envolvendo companhias listadas no Novo Mercado foi objeto de questionamento perante a CVM, pela primeira vez, no bojo do PA RJ 2008/0713. Nele, um pequeno investidor encaminhou uma reclamação por meio da qual defendia que a previsão de sigilo constante do Regimento e do Regulamento da CAM representava violação do direito essencial dos acionistas de fiscalização dos negócios sociais, previsto no artigo 109, inciso III, da LSA.

Nesse sentido, requereu (i) a supressão da referida previsão de sigilo nas arbitragens perante a CAM; e (ii) a disponibilização de meios para obter informações sobre os procedimentos arbitrais em curso e os já extintos e que, somente a requerimento das partes e por decisão fundamentada, o sigilo dos procedimentos possa ser deferido pela CVM.

Sobre isso, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP), área técnica da CVM responsável por fiscalizar os registros das companhias abertas e a observância de normas sobre atividades relacionadas ao registro e à divulgação de informações, se manifestou no sentido de que as regras de confidencialidade da CAM não podem se sobrepor ao dever de informação previsto no artigo 157 da LSA e disciplinado pela ICVM 358. Além disso, entendeu não ser razoável que o sigilo se estenda à sentença arbitral, não obstante ser cabível o dever de confidencialidade ao longo do procedimento arbitral.

Já a B3, então Bovespa, ao ser chamada a se pronunciar, manifestou-se no sentido de que a divulgação de informações é obrigatória nas hipóteses previstas pela ICVM 358,

cabendo à companhia envolvida fazer a divulgação ou a se abster, no caso de haver interesse social relevante que o justifique, bem como que o Regulamento da CAM prevê a publicação das sentenças arbitrais, com a supressão dos nomes das partes litigantes e qualquer elemento que torne possível a sua identificação.

A Procuradoria Federal Especializada (PFE), por sua vez, defendeu o entendimento de que a previsão de confidencialidade pelo Regulamento da CAM seria necessária para proteger as partes contra o uso indevido de informações por terceiros estranhos à lide, não sendo possível afirmar a sua absoluta incompatibilidade com o dever de informação previsto na LSA, bem como que a divulgação das sentenças arbitrais só deveria ocorrer nas hipóteses em que se caracterizasse ato ou fato relevante, nos termos da ICVM 358. Ainda, alegou não se vislumbrar qualquer respaldo jurídico no requerimento de que sejam disponibilizados meios para obtenção de informações acerca de arbitragens em curso e já extintas. Após a sua manifestação, a SEP emitiu nova opinião concordando com o entendimento da PFE.

O reclamante, contudo, inconformado com o indeferimento de seus pedidos, apresentou recurso reiterando-os e alegando que a decisão recorrida não havia enfrentado todas as razões constantes de sua reclamação. Acrescentou, ainda, que o fato de as arbitragens poderem não ser configuradas como fato relevante não deveria impedir os acionistas de tomarem conhecimento acerca da natureza das disputas e do acompanhamento dos litígios, pois o direito de informação e fiscalização nada teria a ver com fato relevante. Ademais, sustentou que a Lei nº 6.385/76 prevê, em seu artigo 4º, inciso IV, “b” e “c”, e inciso VI, a competência da CVM para assegurar o acesso do público às informações sobre os valores mobiliários negociados e as suas companhias emissoras, função que não conseguiria exercer no caso de arbitragens confidenciais.

Além disso, alegou que as decisões da CAM poderiam acabar produzindo efeitos distintos em relação aos vários acionistas da companhia, a depender do conhecimento ou não destes quanto aos litígios em curso, o que geraria insegurança jurídica e confusão nas relações societárias, bem como prejuízo ao próprio mercado de capitais. Por fim, defendeu que o dever de sigilo não estaria legalmente previsto na Lei de Arbitragem e, ainda que estivesse, ele não poderia se sobrepor ao direito de informação do mercado de capitais.

O referido recurso não foi acolhido pela SEP, sendo encaminhado ao Colegiado da CVM e distribuído à relatoria do Diretor Otavio Yazbek. Em seu voto, o relator sustentou estarem previstas em lei as feições dadas ao conteúdo do direito de informação, o que seriam os seus “limites intrínsecos”, que se contrapõem ao direito amplo e irrestrito às informações sociais sustentado pelo recorrente. Entendeu que, ao ignorar tais limites, estar-se-ia levando a uma “fetichização” do princípio do *full disclosure*, o que provocaria, em última instância, o seu esvaziamento.

Assim, o Diretor Otavio Yazbek sustentou não haver um direito à informação *in abstracto*, motivo pelo qual negou provimento ao recurso, entendendo só ser possível o afastamento do sigilo em situações em que houver obrigação de comunicação ao mercado, como aconteceria nos casos de fatos relevantes.

Essa questão chegou a ser levada novamente à CVM alguns anos depois, dessa vez no julgamento do PA RJ 2012/13700, onde foi discutida a interpretação da decisão proferida no caso anterior. Nesse caso, a reclamante Torque Fundo de Investimento Multimercado requereu à CVM que tivesse acesso ao conteúdo e ao andamento do procedimento arbitral que tramitava sob confidencialidade proposto pela Morzan Empreendimentos e Participações Ltda. contra subsidiária da Companhia Brasileira de Distribuição (CBD), sobre o qual teria tido conhecimento em decorrência de divulgação de fato relevante.

Conforme consta do referido fato relevante divulgado pela CBD, a arbitragem havia sido instaurada para discutir questões decorrentes do Contrato de Compra de Ações celebrado entre as partes para a aquisição de 70,2421% do capital social total e votante da Globex Utilidades S.A.¹⁷³ Diante dessas informações, a reclamante sustentou que, como participante da Oferta Pública de Aquisição (OPA) por alienação de controle da Globex Utilidades S.A., ela teria interesse no procedimento arbitral em curso, na medida em que este envolveria questões atinentes ao preço de alienação do controle e, consequentemente, poderia afetar o

¹⁷³ WEBER, Ana Carolina. Note Torque Fundo de Investimento Multimercado v. Companhia Brasileira de Distribuição, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo CVM nº RJ2012/13700. **Revista Brasileira de Arbitragem**, 2013, p. 121.

valor pago aos acionistas que aderiram à OPA daquela companhia¹⁷⁴, bem como o seu direito de *tag along* sobre eventual vantagem obtida pelo controlador da Globex Utilidades S.A..

Assim, argumentou que o sigilo do referido procedimento arbitral seria ilegal por contrariar o artigo 109, inciso III, c/c artigo 254-A da LSA, bem como o item II, alínea “i”, do Anexo I e item I, alínea “d”, do Anexo II da Instrução CVM nº 361/02. De acordo com ela, existiria no caso um interesse que transcenderia os das partes, além de existir o dever de publicidade quanto à formação do preço de alienação. Alegou, ademais, que essa ponderação estaria em consonância com a decisão proferida no PA RJ 2008/0713.

Em sua manifestação, a CBD argumentou ser mandatório o sigilo do procedimento arbitral, segundo os termos da cláusula compromissória firmada entre as partes, bem como estar equivocada a interpretação conferida à decisão do Colegiado da CVM no julgamento do PA RJ 2008/0713. De acordo com a companhia, a referida decisão não teria estabelecido a prevalência do direito de informação do acionista sobre o sigilo da arbitragem, mas sim teria decidido não haver prejuízo em manter-se a confidencialidade quando observadas as obrigações de divulgação de atos ou fatos relevantes. Assim, defendeu que o juízo de divulgação do resultado arbitral só deveria ser feito quando concluída a arbitragem.

A Torque Fundo de Investimento Multimercado, em réplica, reiterou todos os seus argumentos anteriores, acrescentando que o seu direito à informação não deveria estar restrito às hipóteses de atos e fatos relevantes da ICVM 358 e que o sigilo não serviria para salvaguardar qualquer interesse comercial, operacional, estratégico ou aspecto sensível da companhia nesse caso.

A SEP, por sua vez, frisou não ser de competência da CVM a determinação da quebra de confidencialidade dos procedimentos arbitrais, medida que somente poderia ser deferida pelo Poder Judiciário. Ademais, sustentou estar equivocada a interpretação da reclamante sobre a decisão anterior da CVM, por entender que os interesses econômicos dos acionistas e de terceiros já estariam resguardados pela obrigação das companhias de divulgarem atos ou fatos relevantes.

¹⁷⁴ WEBER, Ana Carolina. Note Torque Fundo de Investimento Multimercado v. Companhia Brasileira de Distribuição, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo CVM nº RJ2012/13700. **Revista Brasileira de Arbitragem**, 2013, p. 122.

Por fim, a Torque Fundo de Investimento Multimercado apresentou recurso que fora distribuído à relatoria da Diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Em seu voto, a referida diretora decidiu que a CVM não teria os poderes necessários para conferir a terceiro interessado o acesso a procedimento arbitral sigiloso, nos termos da Lei nº 6.385/1976.

Além disso, salientou estar errada a interpretação conferida pela reclamante acerca da decisão proferida no PA RJ 2008/0713, pois, segundo ela, naquela oportunidade a CVM teria concluído que o direito à informação dos acionistas não é amplo e irrestrito, possibilitando a ocorrência de arbitragens sigilosas desde que fossem observadas as normas de divulgação de atos e fatos relevantes. Reconheceu, ainda, que a reclamante não poderia pleitear o acesso aos autos com base no direito à informação quando não apresentava mais a qualidade de acionista das companhias envolvidas no procedimento.

Por meio da análise do posicionamento da CVM em relação a esses dois casos supramencionados, em um primeiro momento parece ter sido solucionado o conflito existente entre o dever de informação dos administradores – bem como o direito à fiscalização dos acionistas – e a previsão de confidencialidade acerca dos procedimentos arbitrais envolvendo companhias abertas. Todavia, faz-se necessária uma análise mais aprofundada das decisões para identificar se elas são de fato compatíveis com os objetivos almejados pelo maior grau de governança corporativa do Novo Mercado e se contribuem para a produção da eficiência desejada ao mercado de capitais.

4.3. Considerações Críticas sobre o Posicionamento da CVM

Conforme abordado no item anterior, a CVM, instada a se pronunciar a respeito do suposto conflito entre o direito à fiscalização do acionista e à obrigatoriedade de sigilo nas arbitragens, entendeu que este poderia ser facilmente solucionado com base em medidas já legalmente previstas. De acordo com o referido órgão regulador, bastaria que fossem respeitadas pelos administradores as regras de divulgação de atos ou fatos relevantes, dispostas tanto no artigo 157, §4º, da LSA, quanto no artigo 2º da ICVM 358, para que o conflito fosse sanado.

Assim, segundo esse entendimento, a confidencialidade na arbitragem poderia ser perfeitamente compatibilizada com a proteção conferida aos acionistas e ao mercado, não representando um óbice necessário ao direito à fiscalização dos acionistas nem às demais regras de transparência garantidoras de alto grau de governança corporativa nas companhias abertas listadas no Novo Mercado. Isso sob a justificativa de que, nos termos utilizados pelo então diretor da CVM Otavio Yazbek ao se referir ao direito à fiscalização, “aquele direito genérico, de conteúdo indefinido, não existe”.¹⁷⁵

Adotando-se tal posicionamento, percebe-se, portanto, que a CVM procurou conciliar dois interesses distintos que até então pareciam opostos: os interesses privados das companhias em manterem sob confidencialidade os procedimentos arbitrais nos quais estejam envolvidas, com os interesses dos investidores e dos acionistas em ver mitigada a assimetria de informações entre eles e os acionistas controladores e administradores das companhias emissoras. Diante desse cenário, cumpre analisar, portanto, em que medida a solução apresentada pela CVM foi eficaz no sentido de sanar todas as questões que permeiam o confronto entre os dois referidos interesses.

Um dos argumentos centrais utilizados para criticar o posicionamento adotado pela CVM nos processos acima analisados é o entendimento de que a mera divulgação de atos e fatos relevantes pelos administradores não seria medida apta a conferir integral proteção aos acionistas e ao mercado.¹⁷⁶ Nesse sentido, na visão de parte da doutrina, a divulgação de apenas certos eventos isolados ocorridos durante o procedimento arbitral, como a sua instauração ou o seu resultado, não seria suficiente para garantir a adequada ciência por parte do mercado acerca de todos os pontos potencialmente relevantes tratados na arbitragem.¹⁷⁷

Assim, segundo esse posicionamento, somente a ampla e integral divulgação dos fatos ocorridos no bojo dos procedimentos arbitrais poderia fornecer o cenário completo da disputa capaz de propiciar aos acionistas e aos investidores a adequada proteção de seus direitos, na

¹⁷⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0714. Diretor Relator Otavio Yazbek. Julgado em 09.02.2010. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0005/6517-0.pdf>>. Acesso em: 20 de mar. De 2019.

¹⁷⁶ NETO, Alfredo Sérgio Lazzareschi. Sigilo nas Arbitragens do Novo Mercado e Direito de Informação e Fiscalização do Acionista. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 153/154, 2010, pp. 101-102.

GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 127.

¹⁷⁷ GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 127.

medida em que garantiria a possibilidade de se interpretar o conflito como um todo, não somente fragmentos esparsos dele¹⁷⁸, observando-se, inclusive, o entendimento já manifestado pela própria CVM nesse sentido.¹⁷⁹

Ademais, sustenta-se que o sigilo na arbitragem seria frequentemente utilizado de maneira escusa pelas companhias, que estariam supostamente mais interessadas em esconder possíveis fraudes e condutas ilícitas ocorridas na condução dos negócios sociais, com vistas a suprimir o impacto negativo que tal informação traria à sua avaliação pelo mercado, do que em preservar segredos comerciais e informações negociais sigilosas.¹⁸⁰ As decisões arbitrais, portanto, ao serem proferidas sem estarem submetidas ao escrutínio público, estariam formando uma verdadeira “caixa-preta” repleta de escândalos e controvérsias que acabariam nunca sendo conhecidos pelo mercado e seus avaliadores.¹⁸¹

Alega-se, assim, que o resultado disso seria não só a violação direta do direito à fiscalização dos acionistas e às normas de transparência impostas pelo Regulamento do Novo Mercado, como também ao direito difuso do mercado, disciplinado pela Lei nº 7.913/1989, ao impedir o conhecimento por parte deste acerca de potenciais práticas ilícitas e desleais que lhe sejam prejudiciais.¹⁸²

Além disso, sustenta-se que, não sendo a confidencialidade na arbitragem uma norma legalmente prevista de forma expressa no ordenamento jurídico brasileiro, como já abordado no Capítulo 3 do presente Trabalho de Conclusão de Curso, não poderia o então Diretor Otavio Yazbek determinar, em seu voto no PA RJ 2008/0713, que o sigilo seria feição típica

¹⁷⁸ GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 127.

¹⁷⁹ “parece que num ambiente de ampla divulgação (*full disclosure*) não é conveniente que se faça censura a informações, mas sim que se dê as informações de forma completa e precisa, principalmente quando, repita-se, esta informação é adicional” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº RJ 2002/ 1.759. Relator SRE. Julgado em 18.06.2002. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020618_R1/20020618_D12.html>. Acesso em: 20 de mar. de 2019.

¹⁸⁰ NETO, Alfredo Sérgio Lazzareschi. Sigilo nas Arbitragens do Novo Mercado e Direito de Informação e Fiscalização do Acionista. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 153/154, 2010, pp. 101.

¹⁸¹ GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 129.

¹⁸² NETO, Alfredo Sérgio Lazzareschi. Sigilo nas Arbitragens do Novo Mercado e Direito de Informação e Fiscalização do Acionista. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 153/154, 2010, pp. 101.

dos procedimentos arbitrais, razão pela qual justificou que estes não estariam submetidos aos mesmos critérios de transparência estabelecidos para os processos judiciais.¹⁸³

Há quem alegue, inclusive, que o escopo das informações a serem divulgadas aos acionistas e ao mercado deveria ser ainda mais amplo do que o divulgado nas arbitragens envolvendo a administração pública, cuja publicidade é assegurada expressamente pelo artigo 2º, §3º, da Lei de Arbitragem.¹⁸⁴ Isso pois, enquanto que as decisões proferidas nas arbitragens envolvendo a administração pública produziram, em regra, efeito meramente indireto sobre o público em geral, interessado na gestão do dinheiro público investido, as arbitragens envolvendo companhias abertas teriam o potencial de afetar diretamente os acionistas e potenciais investidores, o que ensejaria a necessidade de maior transparência acerca de suas informações.¹⁸⁵

Os críticos ao posicionamento adotado pela CVM apontam, ademais, a existência de uma contradição evidente gerada pela admissão da confidencialidade na arbitragem como regra para as companhias listadas nos segmentos de mais alto grau de governança corporativa, como o Novo Mercado, na medida em que acabaria por garantir menos transparência aos seus acionistas do que aos acionistas de companhias fechadas que não contenham previsão de cláusula compromissória em seus estatutos, por exemplo.¹⁸⁶

Acrescentam, ainda, que o resultado de tal obrigatoriedade de sigilo seria o prejuízo do desenvolvimento do próprio mercado de capitais, que se veria inviabilizado de se aprimorar com base na análise crítica sobre as condutas adotadas pelas companhias abertas, já que não se teria acesso às informações necessárias abarcadas no bojo de arbitragens confidenciais.¹⁸⁷ Assim, sustenta-se que justamente as companhias mais comprometidas com a governança corporativa seriam aquelas mais acobertadas pelo “véu da ignorância” trazido pelas arbitragens no momento em que estiverem enfrentando conflitos ou disputas societárias,

¹⁸³ GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 131.

¹⁸⁴ “Art. 2º A arbitragem poderá ser de direito ou de equidade, a critério das partes.

(...) ”

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

¹⁸⁵ SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves Notas Sobre Transparência e Publicidade na Arbitragem Societária. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 52, 2017, p. 65.

¹⁸⁶ GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 125.

¹⁸⁷ GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 126.

momento esse que, por sua vez, poderia ser considerado o mais relevante para saber se a companhia estaria atuando de acordo com o interesse social dos seus acionistas e se haveria ou não riscos ao investidor.¹⁸⁸

Há, contudo, aqueles que concordam com o posicionamento da CVM¹⁸⁹ ao decidir que o sigilo na arbitragem não violaria o direito à fiscalização dos acionistas, desde que seja observado o dever de divulgar fatos relevantes pelos administradores das companhias envolvidas nas arbitragens.¹⁹⁰ Para estes, a arbitragem proporciona inúmeros benefícios capazes de justificar o seu enquadramento como medida apta a assegurar um alto grau de governança corporativa para as companhias, os quais seriam superiores aos eventuais empecilhos causados pela regra de confidencialidade.¹⁹¹

Além disso, a confidencialidade na arbitragem também garantiria a maior eficiência na resolução de conflitos almejada pelas companhias listadas Novo Mercado, ultrapassando, inclusive, os próprios interesses privados das companhias¹⁹², pois, como já visto no Capítulo 3 do presente Trabalho de Conclusão de Curso, a confidencialidade também seria medida importante para preservar informações estratégicas das companhias, bem como a relação comercial estabelecida entre as partes envolvidas no litígio, por exemplo.¹⁹³

¹⁸⁸ GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014, p. 126.

¹⁸⁹ Reiterado no voto do Diretor Gustavo Gonzalez no PAS CVM nº 2016/7190: “Começo assinalando que as obrigações de confidencialidade previstas nos regulamentos de certas câmaras arbitrais não eximem as companhias abertas de cumprir as obrigações informacionais a que estão sujeitas. Quando o procedimento arbitral que envolve companhia aberta constitui uma informação relevante, a regra geral é a de imediata divulgação.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2016/7190. Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez. Julgado em 09.07.2019. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2019/20190709-PAS-RJ2016-7190.html>>. Acesso em: 10 de nov. de 2019.)

¹⁹⁰ PINTO, José Emílio Nunes. A Confidencialidade na Arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**. V. 6, p. 32, 2005.

FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIRA, André de Luiz. A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites. In LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez. **Arbitragem**. Temas Contemporâneos, São Paulo: Quartier Latin, 2012. P. 427;

¹⁹¹ BASILIO, Ana Tereza; LINS, Thiago. A Relativização da Confidencialidade na Arbitragem; Companhias Abertas. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 49, 2016, p. 165.

¹⁹² HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Companhias abertas: Confidencialidade e Anúncio de Fato Relevante à Luz das Alterações da Instrução CVM nº 358. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidade em Direito Societário e Mercado de Capitais** - Vol. II. Rio de Janeiro: Lumes Juris, 2016, p. 107.

¹⁹³ FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIRA, André de Luiz. A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites. In: LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez (coord.). **Arbitragem**: Temas Contemporâneos. São Paulo: Quartier Latin, 2012, p. 417.

Segundo esse entendimento, portanto, a preservação do instituto da governança corporativa não sofreria com a previsão de confidencialidade das arbitragens envolvendo companhias listadas no Novo Mercado, pois, ao ser cumprida de maneira adequada a regra do dever de informação, a proteção aos acionistas e ao mercado estaria sendo preservada e a eficiência do mercado de capitais, garantida.¹⁹⁴ Além disso, tem-se que, apesar de não estar expressamente prevista no ordenamento jurídico brasileiro, a obrigatoriedade de confidencialidade em arbitragens é característica respeitada inclusive pelas normas editadas pela CVM, pois, como já visto no item 4.1., a própria ICVM 480 trata de maneira diferenciada os procedimentos arbitrais sigilosos dos demais, exigindo-se menos informações a respeito daqueles.

A preocupação maior, no entanto, seria com a definição de parâmetros precisos para a orientar os administradores na divulgação de tais informações¹⁹⁵, na medida em que o conceito normativo de fato relevante é bastante amplo e sujeito a interpretações, como já abordado no Capítulo 2 do presente Trabalho de Conclusão de Curso.

A incerteza a respeito do que seria englobado por tal conceito poderia levar a duas práticas diametralmente opostas e igualmente indesejáveis por parte dos administradores. A primeira se refere ao fenômeno de “hipertrofia do fato relevante”¹⁹⁶, cenário em que os administradores, receosos em decorrência das penalidades impostas pela CVM diante da não divulgação de fato relevante e incentivados pela ausência de punição da autarquia por divulgação em excesso, passariam a divulgar uma quantidade excessiva de informações ao mercado. Tal prática, além de poder ser extremamente custosa para a companhia, apresenta também o potencial de dificultar o acesso dos acionistas e investidores a informações realmente relevantes, que poderiam ser soterradas pelas menos relevantes, bem como de

¹⁹⁴ HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Companhias abertas: Confidencialidade e Anúncio de Fato Relevante à Luz das Alterações da Instrução CVM nº 358. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidade em Direito Societário e Mercado de Capitais** - Vol. II. Rio de Janeiro: Lumes Juris, 2016, p. 126.

¹⁹⁵ HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Companhias abertas: Confidencialidade e Anúncio de Fato Relevante à Luz das Alterações da Instrução CVM nº 358. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidade em Direito Societário e Mercado de Capitais** - Vol. II. Rio de Janeiro: Lumes Juris, 2016, p. 103.

¹⁹⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 862.

provocar um cenário indesejado de informações especulativas, capaz de causar oscilação artificial no preço dos valores mobiliários emitidos pelas companhias envolvidas.¹⁹⁷

A segunda conduta que pode ser adotada pelos administradores frente ao conceito aberto de fato relevante, por sua vez, seria justamente o oposto da primeira, ou seja, a omissão de fatos potencialmente relevantes caso constata-se que estes seriam prejudiciais à imagem da companhia emissora e caso haja dúvidas acerca de sua verdadeira relevância. Isso seria possível em decorrência de caber a eles, mais especificamente ao DRI, segundo o artigo 3º da ICVM 358¹⁹⁸, decidir sobre a divulgação ou não de um fato. Assim, se a CVM não for capaz de investigar e combater tais omissões irrazoáveis e injustificáveis, essa prática poderia ser extremamente danosa para o mercado.

A ausência de diretrizes específicas por parte da CVM acerca da divulgação de fatos relevantes, portanto, poderia ser prejudicial não somente para os acionistas, como também para as próprias companhias emissoras, diante do cenário de insegurança jurídica que as sujeitaria a maiores riscos de sofrerem reclamações de investidores ou da própria CVM¹⁹⁹, bem como a incorrer em custos excessivos e desnecessários para se prevenirem contra essas eventuais sanções.

A referida autarquia, contudo, já estabeleceu alguns parâmetros que devem ser necessariamente observados pelos administradores das companhias ao decidirem divulgar ou não determinado fato ocorrido no bojo de um procedimento arbitral. A discussão trazida no âmbito da audiência pública nº 05/2016, conforme demonstrado no item 4.1 do presente Capítulo, de que a transparência necessária na arbitragem para garantir o direito à informação não estaria restrita a mera divulgação acerca da instauração do procedimento ou do conteúdo da decisão, por exemplo, já sinaliza que qualquer situação ocorrida dentro da arbitragem pode

¹⁹⁷ HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Companhias abertas: Confidencialidade e Anúncio de Fato Relevante à Luz das Alterações da Instrução CVM nº 358. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidade em Direito Societário e Mercado de Capitais** - Vol. II. Rio de Janeiro: Lumes Juris, 2016, p. 98.

¹⁹⁸ “Art. 3º Cumprido ao Diretor de Relações com Investidores enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, e, se for o caso, à bolsa de valores e entidade do mercado de balcão organizado em que os valores mobiliários de emissão da companhia sejam admitidos à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado aos seus negócios, bem como zelar por sua ampla e imediata disseminação, simultaneamente em todos os mercados em que tais valores mobiliários sejam admitidos à negociação.”

¹⁹⁹ BOCCARDO, Victor Cogliati. **Arbitragem e Deveres de Informação no Mercado de Capitais**. Comitê Brasileiro de Arbitragem. Disponível em: < <http://cbar.org.br/site/arbitragem-e-deveres-de-informacao-no-mercado-de-capitais/>>. Acesso em: 30 de nov. de 2018.

ser passível de divulgação, desde que possa influir de modo ponderável no preço dos valores mobiliários, na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter tais títulos ou na sua decisão de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titulares desses valores, nos termos do artigo 2º da ICVM 358.

Afinal, a CVM já possui entendimento consolidado no sentido de que não é necessário que o fato esteja consumado ou que seja definitivo para ser considerado relevante, o que permite a ocorrência de fatos relevantes envolvendo processos em andamento, tais como a arbitragem.²⁰⁰

Ademais, a referida autarquia também já firmou entendimento no sentido de que as informações devem ser divulgadas ainda que representem um risco à imagem da companhia²⁰¹, pois a única exceção para a não divulgação de fato relevante seria o seu legítimo interesse, segundo disposto no artigo 6º da ICVM 358. Conforme já sedimentado pelas decisões da CVM, situações de legítimo interesse das companhias que justificariam a decisão de não divulgar fatos relevantes seriam aquelas em que, por exemplo, a divulgação impossibilitaria ou dificultaria de forma significativa a conclusão de um eventual acordo da companhia e o desenvolvimento de um determinado produto ou nova tecnologia²⁰², mas desde

²⁰⁰ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2016/7190. Diretor Relator Gustavo Machado Gonzalez. Julgado em 09.07.2019. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/sancionadores/sancionador/2019/20190709-PAS-RJ2016-7190.html>>. Acesso em: 10 de nov. de 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Inquérito Administrativo CVM 22/99. Diretor Relator Marcelo F. Trindade. Julgado em 16.08.2001. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2001/20010816_PAS_2299.pdf>. Acesso em: 10 de nov. de 2019.

²⁰¹ “Não se tratava, por exemplo, de uma operação sigilosa, estratégica que afetaria o desenvolvimento de algum projeto ou a conclusão de um negócio da Companhia caso a informação se tornasse pública. O que ocorre no caso concreto é que as notícias sobre as rescisões contratuais não eram boas para a Companhia. Pelo contrário, a saúde financeira desta estava em risco. O DRI não pode deixar de divulgar fato relevante porque a natureza deste é negativa para a Companhia.” (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2010/8784. Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 11.06.2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130611_PAS_RJ20108784.pdf>. Acesso em: 10 de set. de 2019. PAS RJ 2010/8784).

²⁰² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2006/4776. Diretor Relator Pedro Oliva Marcilio de Sousa. Julgado em 17.01.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_RJ20064776.pdf>. Acesso em: 10 de set. de 2019. BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo. Processo Administrativo Sancionador CVM RJ 2010/8784. Diretora Relatora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. Julgado em 11.06.2013. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2013/20130611_PAS_RJ20108784.pdf>. Acesso em: 10 de set. de 2019.

que não ocorra o vazamento de tal informação ou oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade dos valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.²⁰³

Questão mais complexa, no entanto, diz respeito a situações em que procedimentos arbitrais são instaurados para discutir determinada matéria que afeta direitos de acionistas da companhia que não figuram como partes no litígio e que, em razão da confidencialidade, nem mesmo possuiriam conhecimento sobre a existência deste.²⁰⁴ Exemplo disso são as arbitragens instauradas para discutir anulação de deliberação de assembleia geral, demanda que necessariamente impactaria na esfera de interesse de todos os acionistas, possuindo, portanto, natureza de arbitragem coletiva.²⁰⁵

Embora o presente Trabalho de Conclusão de Curso não pretenda analisar toda a problemática envolvendo as *class actions* arbitrais brasileiras²⁰⁶, tema que ganhou destaque após o caso da Petrobras ser levado à CAM²⁰⁷, cumpre chamar atenção para o fato de que a obrigatoriedade de confidencialidade na arbitragem poderia ser considerada um empecilho nesses casos, na medida em que dificultaria o acesso à justiça daqueles que potencialmente seriam afetados pelas demandas e que nelas não poderiam intervir em decorrência do desconhecimento do próprio litígio.²⁰⁸

²⁰³ “Art. 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia.

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.”

²⁰⁴ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima - Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 144.

²⁰⁵ LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Arbitragem Coletiva Anulatória De Deliberação De Assembleia Geral De Companhia. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 38, jul. – set. de 2013, p. 26.

²⁰⁶ Peter Sester. Apud. COELHO, Eleonora. A necessidade de Criação de Regulamentos Adaptados para Arbitragem Coletivas no Mercado de Capitais. In: YARSHELL, Flávio; SETOGUTI J. PERREIRA, Guilherme (Coord.). **Processo Societário III**. São Paulo: Quartier Latin. 2018.

²⁰⁷ GODOY, Luciano de Souza; JUNIOR, Ricardo Zamariola; BOSONI, Gustavo de Oliveira Navarro. **Class Action Arbitral? Novo Capítulo para a Arbitragem Brasileira**: Inédita no Brasil, Arbitragem Coletiva pode Inaugurar um Novo Meio de Exercício da Jurisdição Arbitral. Jota, 20 de mar. de 2019. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/class-action-arbitral-novo-capitulo-para-a-arbitragem-brasileira-22052019>>. Acesso em: 27 de out. de 2019.

²⁰⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves Notas Sobre Transparência e Publicidade na Arbitragem Societária. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 52, 2017, p. 64.

Uma solução apontada para esse problema, portanto, seria a divulgação da existência e do conteúdo das decisões de arbitragens que discutirem direitos dos acionistas alheios ao procedimento, de forma a assegurar o acesso à justiça de maneira igualitária a todos, não só aos mais bem informados e assessorados.²⁰⁹ Nesse sentido, pode-se afirmar que a divulgação de fato relevante acerca desses eventos pelas companhias envolvidas no litígio deve ser obrigatória. Há quem defenda, ainda, que as informações acerca desses procedimentos deveriam ser divulgadas inclusive pela própria instituição arbitral onde tramitam.²¹⁰

Percebe-se, portanto, que embora a CVM já tenha se posicionado acerca do conflito entre a confidencialidade na arbitragem e o dever de informação das companhias listadas no Novo Mercado, ainda há uma série de questionamentos sobre como, na prática, estes dois elementos poderão ser conciliados pelos administradores das referidas companhias.

²⁰⁹ SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves Notas Sobre Transparência e Publicidade na Arbitragem Societária. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 52, 2017, p. 65.

²¹⁰ SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves Notas Sobre Transparência e Publicidade na Arbitragem Societária. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 52, 2017, p. 65.

CONCLUSÃO

A criação do segmento do Novo Mercado pela B3 teve como objetivo a implementação de uma estrutura capaz de assegurar um nível mais elevado de governança corporativa às companhias brasileiras, a fim de trazer eficiência ao mercado de capitais por meio de normas que garantissem segurança jurídica e estabilidade aos investidores. Com vistas a garantir esse maior grau de governança corporativa e, consequentemente, a atração de maiores investimentos para essas companhias, o Regulamento do Novo Mercado prevê uma série de regras que visam fortalecer os direitos dos acionistas e os deveres das companhias para com estes e com o mercado de maneira geral. Dentre essas regras, encontram-se disposições acerca de divulgação de informações que superam as impostas pela legislação societária, garantindo maior grau de transparência e melhor qualidade das informações prestadas por essas companhias.

A relevância em se garantir o direito à informação se deve em razão de inúmeros fatores, conforme abordado no Capítulo 2 do presente Trabalho de Conclusão de Curso. Dentre os motivos capazes de justificar a necessidade da implementação de um regime de *disclosure* em companhias abertas, podem ser citados: (i) a redução dos custos de agência entre os agentes envolvidos nas relações sociais, evitando-se condutas desviadas do interesse social por aqueles que detêm o poder; (ii) a garantia da confiança dos investidores no mercado de capitais, incentivando maiores investimentos; (iii) a coibição da seleção adversa por parte dos investidores em relação às companhias emissoras, garantindo que seja possível a identificação por parte do investidor acerca das companhias emissoras mais qualificadas; e (iv) a viabilização de um regime de responsabilidade aplicável ao emissor ou de intermediário de oferta pública.

Na LSA, o dever de informação foi desdobrado em alguns deveres específicos, dentre os quais se encontra o dever de divulgar fato relevante, disposto no artigo 157, parágrafo 4º, da LSA e regulamentado pela ICVM 358, o qual disciplina a situação em que o Diretor de Relação com Investidores deverá divulgar fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios sociais com potencial de influir de modo ponderável (i) na cotação dos títulos de emissão da companhia ou a eles referenciados, (ii) na decisão dos investidores de comprar, manter ou vender tais títulos ou

(iii) na decisão dos investidores de exercer direitos que lhes são inerentes enquanto titulares de valores mobiliários.

Além das regras sobre divulgação de informações, outra regra prevista no Regulamento do Novo Mercado é a obrigatoriedade de adoção da arbitragem como mecanismo de resolução de conflitos envolvendo as companhias a ele vinculadas. Como abordado no Capítulo 3 do presente estudo, são inúmeros os motivos capazes de justificar a escolha da arbitragem como opção mais eficiente para resolver disputas no âmbito do mercado de capitais, tais quais: (i) a celeridade do procedimento arbitral, comparada à morosidade do Poder Judiciário; (ii) a possibilidade de escolha dos árbitros; (iii) a maior expertise dos árbitros em julgar matérias societárias; (iv) o sigilo no procedimento arbitral; e (v) a flexibilidade que permeia tal instrumento.

A eficiência trazida por esse método de resolução de conflitos fez com que ele fosse, inclusive, recomendado pela Cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa e pelo Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa do IBGC, em razão de ser imprescindível que haja confiança nas regras que regulam o mercado de capitais para que ele consiga funcionar de maneira adequada.

Em um primeiro momento, portanto, ambas as regras – divulgação de informações e obrigatoriedade de inclusão de cláusula compromissória no estatuto social – parecem ser completamente compatíveis e capazes de conviver conjuntamente com o objetivo de se alcançar a eficiência almejada pelo segmento do Novo Mercado. Contudo, ao impor que as arbitragens deverão tramitar necessariamente perante a CAM, questionou-se o fato de o seu Regulamento de Arbitragem impor dever de sigilo aos procedimentos arbitrais que tramitam perante ela, diante do possível obstáculo que isso poderia representar aos deveres de informação dos administradores das companhias abertas e das regras ainda mais rígidas de transparência adotadas pelo Novo Mercado.

Isso pois observa-se que a previsão de sigilo nos procedimentos arbitrais faz com que as questões por ele abarcadas não sejam levadas ao conhecimento dos acionistas e dos investidores que não participarem da lide, podendo representar uma certa restrição aos direitos à informação e à fiscalização dos acionistas, dispostos no artigo 109, inciso III, da LSA, bem como um obstáculo ao dever de informação dos administradores de companhias abertas, disposto no artigo 157, parágrafo 4º da LSA e no artigo 2º da ICVM 358. Assim, em um

primeiro momento verificou-se uma aparente incompatibilidade entre essa regra e as regras de transparência igualmente previstas no Regulamento do Novo Mercado.

A questão foi levada à CVM pela primeira vez no bojo do PA RJ 2008/0714, por meio do qual um pequeno investidor alegava a patente ilegalidade da previsão de confidencialidade mandatória nas arbitragens instauradas perante a CAM. No referido procedimento, contudo, o Diretor Relator Otavio Yazbek decidiu que o conflito poderia ser facilmente solucionado mediante a aplicação das normas já previstas no regulamento brasileiro, como o dever imposto aos administradores de divulgar fato relevante. Assim, segundo ele, a confidencialidade na arbitragem não traria óbice algum aos direitos dos acionistas e dos investidores se respeitado o referido dever, já que os direitos à informação e à fiscalização não seria irrestrito, entendimento reiterado posteriormente pela Diretora Relatora Ana Novaes ao julgar o PA RJ 2012/13700.

Tais decisões receberam inúmeras críticas por parte de alguns doutrinadores, os quais alegaram, em suma, que a mera divulgação de informações por meio de fatos relevantes não seria suficiente para garantir a adequada proteção aos acionistas e ao mercado, na medida em que não seria possível interpretar o conflito como um todo, ao contrário do que aconteceria caso o procedimento fosse público. Além disso, para essa parcela da doutrina, o sigilo da arbitragem encobertaria possíveis as práticas desviadas dos interesses sociais incorridas pelos administradores e acionistas controladores das companhias, que seriam resolvidas necessariamente distante do escrutínio público.

Tais considerações, entretanto, não parecem ser as mais corretas diante da possibilidade de se compatibilizar ambas as regras por meio da observância do dever de divulgar fatos relevantes disposto no artigo 157, parágrafo 4º, da LSA e regulado pela ICVM 358. O maior desafio trazido pelo posicionamento da CVM e não contemplado na decisão dos processos acima aludidos seria enfrentar os efeitos da subjetividade inerente ao conceito de fato relevante, a fim de proporcionar maior segurança jurídica ao mercado e às próprias companhias ao se depararem com situações potencialmente relevantes.

Demonstrou-se no item 4.3 do presente estudo, contudo, que a própria CVM já fixou diversos parâmetros que devem ser observados pelos administradores no momento de decidirem divulgar ou não determinado fato, capazes de norteá-los em suas decisões. Tais parâmetros, ademais, evitam que o sigilo na arbitragem seja utilizado de maneira escusa por

parte das companhias, já que o fato de determinada informação ser prejudicial à imagem da companhia não pode representar um óbice à divulgação de informação por parte desta, caso se esteja diante de um fato relevante. Além disso, entende-se que a divulgação de toda e qualquer informação atinente aos eventos ocorridos no bojo dos procedimentos arbitrais poderia ensejar um cenário indesejado de informações especulativas, capaz de causar oscilação artificial no preço dos valores mobiliários emitidos pelas companhias envolvidas.

Portanto, tem-se que a previsão de sigilo dos procedimentos arbitrais envolvendo companhias listadas no Novo Mercado não é capaz de, por si só, gerar um obstáculo aos direitos à informação e fiscalização dos acionistas. A própria CAM, inclusive, estabelece em seu regulamento algumas hipóteses em que a confidencialidade será mitigada, dentre as quais encontra-se o cumprimento ao dever legal de divulgação e às normas dos órgãos. Assim, desde que o dever de divulgar fatos relevantes seja cumprido de maneira adequada pelos administradores de tais companhias, em conjunto com uma eficiente fiscalização por parte da CVM, constata-se não haver incompatibilidade entre o dever de informação e a confidencialidade da arbitragem em companhias listadas no Novo Mercado.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84. The MIT Press, 1970, pp. 488-500. Disponível em: <https://www2.bc.edu/thomas-chemmanur/phd/fincorp/MF891%20papers/Akerlof%201970.pdf>. Acesso em: 12 de nov. de 2019.
- BASILIO, Ana Tereza; LINS, Thiago. A Relativização da Confidencialidade na Arbitragem; Companhias Abertas. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 49, 2016.
- BOCCARDO, Victor Cogliati. **Arbitragem e Deveres de Informação no Mercado de Capitais**. Comitê Brasileiro de Arbitragem. Disponível em: <<http://cbar.org.br/site/arbitragem-e-deveres-de-informacao-no-mercado-de-capitais/>>. Acesso em: 30 de nov. de 2018.
- BRIGAGÃO, Pedro Henrique Castello. **A Administração de Companhias e a Business Judgment Rule**. São Paulo: Quartier Latin, 2017.
- CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo**: um comentário à Lei nº 9.307/96. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2007.
- COELHO, Eleonora. A necessidade de Criação de Regulamentos Adaptados para Arbitragem Coletivas no Mercado de Capitais. In: YARSHELL, Flávio; SETOGUTI J. PERREIRA, Guilherme (Coord.). **Processo Societário III**. São Paulo: Quartier Latin. 2018.
- Conselho Nacional de Justiça. **Justiça em Números 2019**. Brasília: CNJ, 2019, p. 152. Disponível em: <https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/conteudo/arquivo/2019/08/justica_em_numeros20190919.pdf>. Acesso em: 20 de nov. de 2019.
- EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. Volume II - Arts. 121 a 188. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- _____. *et al.* **Mercado de capitais - regime jurídico**. 3. ed. revisada e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- _____. **A Lei das S/A Comentada**. Volume 3 - Arts. 138 ao 205. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 63.
- FAMA, Eugene. *Efficient capital markets: a review of theory and empirical work*. *The Journal of Finance*, v. 25. Nova York: American Finance Association, 1970.
- FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes (coord.). **Direito Societário Contemporâneo I**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

FICHTNER, José Antonio; MANNHEIMER, Sergio Nelson; MONTEIRO, André Luís. A Confidencialidade na Arbitragem: Regra Geral e Exceções. **Revista de Direito Privado**. V. 49, p. 19, 2012.

FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIRA, André de Luizi. A Confidencialidade na Arbitragem. Fundamentos e Limites. In: LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez (coord.). **Arbitragem: Temas Contemporâneos**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

FRERICHS, Alice Andrade Baptista. I Conferência Brasileira de Arbitragem e Mercado. **Revista Brasileira de Arbitragem**. Vol. XIII, 2016.

GODOY, Luciano de Souza; JUNIOR, Ricardo Zamariola; BOSONI, Gustavo de Oliveira Navarro. **Class Action Arbitral? Novo Capítulo para a Arbitragem Brasileira**: Inédita no Brasil, Arbitragem Coletiva pode Inaugurar um Novo Meio de Exercício da Jurisdição Arbitral. Jota, 20 de mar. de 2019. Disponível em: <<https://www.jota.info/opiniao-e-analise/artigos/class-action-arbitral-novo-capitulo-para-a-arbitragem-brasileira-22052019>>. Acesso em: 27 de out. de 2019.

GORGA, Érica. Arbitragem, Governança Corporativa e Retrocesso no Mercado De Capitais Brasileiro. **Revista de Direito Empresarial**, vol. 1, 2014.

HANSMANN, Henry; GILSON, Ronald J.; PARGENDLER, Mariana. *Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU*. (2010). Faculty Scholarship Series. Paper 28.

HANSZMANN, Felipe; HERMETO, Lucas. Arbitragem e Companhias Abertas: Confidencialidade e Anúncio de Fato Relevante à Luz das Alterações da Instrução CVM nº 358. In: HANSZMANN, Felipe (org.). **Atualidade em Direito Societário e Mercado de Capitais** - Vol. II. Rio de Janeiro: Lumes Juris, 2016.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. São Paulo: IBGC, 2015.

JENSEN, M. C.; MECKLING, William H. *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*. *Journal of Financial Economics*. V. 3, nº 4, 1976.

KRAAKMAN, Reinier. et al. *The Anatomy of Corporate Law: a comparative and functional approach*. 2 ed. Nova York: Oxford University Press Inc., 2009.

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Direito das Companhias**. 2. ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

LEMES, Selma. **Arbitragem em Números e Valores**, pp. 4 - 5. Disponível em: <<http://selmalemes.adv.br/artigos/An%C3%A1lise-%20Pesquisa-%20Arbitragens%20Ns.%20e%20Valores-%202010%20a%202017%20-final.pdf>>. Acesso em: 11 de set. de 2019.

_____. Sete Motivos para Elegir a Arbitragem em Contratos Empresariais e Públicos, 2008, p. 21. Disponível em: < <http://selmalemes.adv.br/artigos/artigo62.pdf>>. Acesso em: 11 de set. de 2019.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. Arbitragem Coletiva Anulatória De Deliberação De Assembleia Geral De Companhia. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 38, jul. – set. de 2013.

LOTUFO, Mirelle Bittencourt. O Direito do Acionista à Informação e a Confidencialidade na Arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 53, 2017.

MACHADO, Rafael Bicca. **A Arbitragem Empresarial no Brasil**: uma análise pela nova Sociologia Econômica do Direito. 1. ed. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009.

MARINHO, Thiago Nunes. Resenhas de Livros: Flexibilidade do Procedimento Arbitral. Autor: Marcos André Franco Montoro. **Revista Brasileira de Arbitragem**, Vol. X, Issue 39.

MARTINELLI, Ivan; GARCEZ, Jose Maria Rossani. A Confidencialidade na Arbitragem. In: MUNIZ, Joaquim de Paiva. et al. (coord.). **Arbitragem e Mediação**: Temas Controvertidos. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

MARTINS, Pedro A. Batista. **Arbitragem no Direito Societário**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

MOTTA, Fernando. **O Dever de Divulgar Fato Relevante na Companhia Aberta**. São Paulo: Almedina, 2015.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Influência do Patrimonialismo na Sociedade Anônima - Importância dos Mecanismos Privados de Efetivação dos Deveres do Acionista Controlador e dos Administradores. In: FILHO, Alberto Venancio; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (org.). **Lei das S.A. em seus 40 anos**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

_____. Mercado de Capitais & insider trading. In: Mattos Filho Veiga Filho Marrey Jr. e Quiroga Advogados. **Arbitragem no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Impressão Régia, 2010.

MÜSSNICH, Francisco Antunes Maciel. **O Insider Trading no Direito Brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2017.

NETO, Alfredo Sérgio Lazzareschi. Sigilo nas Arbitragens do Novo Mercado e Direito de Informação e Fiscalização do Acionista. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, nº 153/154, 2010.

PARENTE, Flávia. **O Dever de Diligência dos Administradores de Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

PIMENTA, Guilherme. **Mesmo com Aumento de Tempo, Arbitragem é Primeira Escolha de Companhias**. Jota, 14 de ago. 2019. Disponível em:

<https://www.jota.info/paywall?redirect_to=https://www.jota.info/tributos-e-empresas/mercado/mesmo-com-aumento-de-tempo-arbitragem-e-primeira-escolha-de-companhias-14082019>. Acesso em: 15 de set. de 2019.

PITTA, André Gruspun. **O Regime de Informação das Companhias Abertas**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

Queen Mary University of London; White & Case. 2018 *International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration*. Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>. Acesso em: 28 de out. de 2019.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**, Vol. II. 23ª. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 166.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves Notas Sobre Transparência e Publicidade na Arbitragem Societária. **Revista de Arbitragem e Mediação**, vol. 52, 2017

_____. **O Novo Direito Societário**. 4. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2015.

Segmentos de listagem. Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/. Acesso em: 31.10.2018.

TIMM, Luciano Benetti; TELLECHEA, Silva Rodrigo. O Acordo de Acionistas e o Uso da Arbitragem Como Forma de Resolução de Conflitos Societários. **Revista Brasileira de Arbitragem**, v.4, Issue 15.

VALENÇA FILHO, Clávio de Melo. **Estudos de arbitragem**. Curitiba: Juruá, 2008.

VILELA, Marcelo Dias Gonçalves. **Arbitragem no Direito Societário**. 1. ed. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

WEBER, Ana Carolina. Note Torque Fundo de Investimento Multimercado v. Companhia Brasileira de Distribuição, Comissão de Valores Mobiliários, Processo Administrativo CVM nº RJ2012/13700. **Revista Brasileira de Arbitragem**, 2013.