

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

FACULDADE DE DIREITO

A ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITALIS

AMANDA ROCHA MELO

SÃO PAULO

2022

AMANDA ROCHA MELO

A ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS

Monografia jurídica apresentada à Faculdade Paulista de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Direito, sob orientação da Professora Doutora Maria Eugênia Reis Finkelstein.

SÃO PAULO

2022

AMANDA ROCHA MELO

A ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS

Monografia jurídica apresentada à Faculdade Paulista de Direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como requisito para obtenção do título de Bacharel em Direito, sob orientação da Professora Doutora Maria Eugênia Reis Finkelstein.

Aprovação da Monografia:

Orientadora: Maria Eugênia Reis Finkelstein

__/__/__
(data)

SÃO PAULO

2022

Ao Instituto Social para Motivar, Apoiar e Reconhecer Talentos (“ISMART”).

A apresentação desta monografia é fruto das oportunidades catalizadoras para promoção social oferecidas pelo ISMART, que me ensinaram na prática, desde muito cedo, que os bons exemplos possuem efeito multiplicador.

AGRADECIMENTOS

Primeiro, agradeço aos meus pais Rejane Rocha Silva Melo e Roni Marcos Gallo Melo por me incentivarem desde pequena a trilhar meus caminhos com independência e dedicação, sempre me apoiando, torcendo e auxiliando em todas as decisões que tomo. Também aos meus irmãos mais novos Leonardo e Vitor, que possuem um futuro brilhante e são fontes de muito orgulho. Para minha família, agradecimentos especiais por me ensinarem o real significado de amor, parceria e família.

Agradeço também à minha tia Elaine, ao tio Vicente e ao meu primo Rafael, por todo suporte e apoio nessa trajetória, sempre participando e vibrando por minhas conquistas, ainda que de longe.

Ao ISMART, por todo apoio financeiro, psicológico, institucional e acadêmico, sem os quais nenhuma perspectiva de formação na Pontifícia Universidade Católica de São Paulo com bolsa de estudos integral seria viável.

Ao movimento estudantil e todas as pessoas incríveis que encontrei nele, por todas as oportunidades de estudo, reflexão, discussão e crescimento político que me foram apresentadas e, sem sombra de dúvidas, corroboraram meu desenvolvimento como pessoa de aspirações não só individuais, mas principalmente coletivas.

Aos coordenadores dos inúmeros grupos de estudos dos quais tive a oportunidade de participar, por todas as ricas leituras e discussões, bem como aos *coaches* da CAMARB, que me orientaram e auxiliaram nos intensos estudos e preparações para a competição.

Ao Professor Francisco José Cahali, pela orientação na Iniciação Científica e à Professora Maria Eugênia Reis Finkelstein, pela orientação desta monografia.

À Pontifícia Universidade Católica, instituição que tive a honra de ter como segunda casa nos últimos cinco anos, e que ora deixo, mas com a certeza de que permanecerá em meu coração para sempre, por tudo que vivi e aprendi como seu estudante.

Por fim, mas sem menos importância, a todos os queridos amigos e amigas que tive o privilégio de conhecer durante os últimos cinco anos e que levarei comigo para além da graduação.

RESUMO

Apesar de ser um instituto há muito tempo consolidado no exterior, ao longo das últimas décadas, a arbitragem tem desenvolvido um papel de crescente relevância para setores e atividades diversas, em especial para as relações decorrentes do mercado de capitais no Brasil, muito em razão da popularização do instituto e do crescimento do mercado de capitais no país.

Diante da evolução do mercado e do surgimento de novos conflitos e demandas de captação de investimentos, uso da arbitragem como método extrajudicial de solução de conflitos tem se demonstrado o mais adequado para resolução de disputas de direito societário e mercado de capitais.

Ao analisar a história do desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil, o perfil de governança corporativa e as práticas mais adequadas a serem adotadas para desenvolvimento do mercado e atração de investidores, iniciativas como a da Bolsa de Valores de São Paulo se tornam necessários catalizadores do desenvolvimento do setor. Entretanto, a implementação dos segmentos de listagem diferenciados, bem como a previsão de vínculo obrigatório de algumas companhias à Câmara de Arbitragem do Mercado no estatuto social das companhias gera questões quanto a arbitrabilidade no setor e uma possível reserva de mercado de câmaras setoriais, o que se discute nessa monografia.

Ainda, quando há encontro dos princípios da arbitragem com os do mercado de capitais, nos são apresentadas aparentes contradições, em especial quanto ao princípio do majoritário em embate com o caráter personalíssimo do vínculo à arbitragem e a necessidade de transparência do mercado em contradição com a costumeira confidencialidade dos procedimentos arbitrais.

Palavras-chave: Arbitragem, Mercado de Capitais, Governança Corporativa, Câmara de Arbitragem do Mercado.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	8
I. O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL.....	11
I.1. Breve histórico da evolução do mercado de capitais brasileiro	11
I.2. A Teoria da Agência no Brasil: o conflito entre acionistas controladores e minoritários	16
II. A ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS.....	20
II.1. Breves considerações a respeito do desenvolvimento da arbitragem e ameaças contemporâneas	26
II.2. Arbitrabilidade no mercado de capitais	31
II.2.1. Arbitrabilidade objetiva	34
II.2.2. Arbitrabilidade subjetiva: extensão da cláusula arbitral estatutária aos novos acionistas	36
II.3. As câmaras setoriais de arbitragem no mercado de capitais.....	40
II.4. Confidencialidade do procedimento arbitral vs. e transparência do mercado de capitais	43
III. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE CAPITAIS	47
III.2. O papel da governança corporativa no Brasil	47
III.3. Iniciativas da Bolsa de Valores de São Paulo	52
IV. CONCLUSÃO.....	57
BIBLIOGRAFIA.....	59

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento empresarial do Brasil foi baseado, em grande parte, em dois pilares essenciais: uma estrutura familiar e proprietários que também administravam seus negócios. Na busca por ferramentas que evitem o conflito entre acionistas minoritários e majoritários - teoria de agência, a implementação de um conselho de administração, a atenuação da assimetria informacional e proteções aos acionistas minoritários são fatores decisivos a serem tratados para maior transparência e atração de investidores.

A governança corporativa surge então como uma opção adequada nesse processo, já que a transparência da informação e proteção de acionistas minoritários cumulados com as políticas de gestão entre acionistas são os pilares para chegar ao resultado desejado: redução dos conflitos societários. Já na procura por meios mais eficientes de resolver os conflitos, quando ocorrem, o mercado encontrou dificuldades com a falta de celeridade e especialização do judiciário brasileiro para tratar temas específicos da área de mercado no tempo necessário para eficiência das soluções trazidas pela sentença no caso concreto. A arbitragem aparece como uma solução adequada nesses casos e vem agregando valor àquelas companhias que optam por utilizá-la em detrimento do judiciário estatal, uma vez que se trata de procedimento célere e altamente especializado e personalizado à cada caso, garantindo uma decisão efetiva em tempo hábil para os conflitos, sobretudo os conflitos societários entre acionistas no mercado de capitais.

A partir disso, observa-se que os minoritários eram pouco ativos e tinham seus direitos negligenciados, além da altíssima quantidade de ações preferenciais que estimulavam a concentração de poder. A qualidade das ações oferecidas pelas companhias brasileiras também não era atraente aos investidores. Por outro lado, aquelas companhias que já estavam adotando determinadas práticas de governança corporativa não conseguiam uma posição de destaque no mercado, pois estavam no mesmo patamar de todas outras companhias – independente das práticas adotadas.

Em vista desse cenário a Bolsa de Valores de São Paulo criou em 2000 os seguimentos de listagem com os níveis diferenciados de governança corporativa. O Novo Mercado, um dos níveis criados, possui uma proposta diferente dos outros segmentos de mercado, sendo marcado pelo objetivo de redução dos riscos ao

investidor e consequente valorização das ações. A percepção de risco é reduzida com a adoção de garantias aos acionistas e níveis altos de transparência da informação. Para que uma companhia se insira no Novo Mercado, é necessário que atenda altos padrões de Governança Corporativa, o que inclui a utilização da arbitragem para determinados conflitos, e que pode levar muito tempo para se concretizar. Nesse sentido, os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa atendem bem essas companhias em transição.

No âmbito dos conflitos empresariais, em especial os de mercado de capitais, a arbitragem se mostra o meio mais adequado a ser utilizado. Nos altos níveis de governança corporativa dos segmentos de listagem, Nível 2 e Novo Mercado, a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de qualquer conflito decorrente das relações de mercado de capitais é obrigatória, de forma que o presente estudo esclarece questões controvertidas a respeito da arbitrabilidade objetiva e subjetiva no setor.

Ao passo que a arbitragem privilegia a autonomia da vontade das partes, de modo que a vinculação ao instituto, em regra, deve ser expressa, temos que, em razão da natureza indivisível do estatuto social, os acionistas dissidentes ou que ingressam na companhia posteriormente se vinculam a cláusula de arbitragem, ainda que não tenham pactuado com ela, quando de sua inserção no estatuto social. Essa questão apresentou há tempos atrás, considerável debate doutrinário, suscitando discussões como a presunção de renúncia tácita ao direito constitucional de acesso a justiça e outras questões.

Ainda, as relações entre os investidores, companhias e Bolsa de Valores de São Paulo constituídas nos direitos e deveres contratuais que se restringem aos envolvidos são consideradas arbitráveis. Entretanto, apesar de parecer um setor dominado pela iniciativa e interesses privados, a dinâmica desses interesses no mercado de capitais impacta na arbitrabilidade de algumas relações, que apesar de nítido caráter patrimonial, não se submeteriam a arbitragem, pois esbarram na proteção ao interesse público. Normas reguladoras da Comissão de Valores Mobiliários e do Banco Central do Brasil, por exemplo, que preveem a dinâmicas, sanções e fiscalização das relações de mercado são aquelas que importam não só aos indivíduos, mas ao interesse público, sendo dirimidas em processos

administrativos devido a impossibilidade de arbitrar essas relações que auxiliam na regulação do mercado.

Com as mudanças do mercado de capitais e dos empresários brasileiros, em especial quanto a resolução de conflitos, quanto mais célere, eficiente e especializado o juízo, mais efetiva será a aplicação da sentença na prática. Portanto, a preferência em verem seus conflitos sendo dirimidos por arbitragem em detrimento do poder judiciário, acaba por se tornar uma realidade cada vez mais presente.

I. O MERCADO DE CAPITAIS NO BRASIL

Em um primeiro momento, cumpre esclarecer o que seria o mercado de capitais brasileiro, percorrendo brevemente sobre seu desenvolvimento no Brasil, principais aspectos e considerações a respeito das necessidades que surgiram no decorrer da evolução das empresas e os conflitos gerados a partir das novas relações que se formaram.

I.1. Breve histórico da evolução do mercado de capitais brasileiro

O mercado de capitais nada mais é que o encontro entre agentes deficitários e agentes superavitários proporcionado por instituições financeiras especializadas em estruturar essas operações de títulos mobiliários. Aqueles agentes superavitários aplicam seu capital em títulos ofertados pelos agentes deficitários nas instituições financeiras e recebem os juros daquele investimento – em geral, quanto maior a necessidade de recursos, maior a oferta de títulos e, conseqüentemente, maior a taxa de juros que os acompanham (CARRETE, 2022).

No Brasil, a evolução do mercado de capitais se deu de forma tímida, sendo marcada por dois pilares essenciais: empresas com estrutura familiar e controle concentrado. A título de exemplo, o Banco do Brasil foi a primeira sociedade anônima do país, criado em 12 de outubro de 1808 pelo Príncipe Regente e com a finalidade obter recursos para manutenção da coroa portuguesa no Brasil, já restringia a quantidade de acionistas que teriam direito ao voto nas assembleias, mantendo o controle da companhia nas mãos da coroa portuguesa (CARVALHO, N., 2014).

Não é novidade que até os dias de hoje as estruturas sociais e econômicas do Brasil em muito são influenciadas pelo *modus operandi* adquirido entre os anos 1530 e 1822, período compreendido como Brasil Colônia. Com o mercado de capitais não seria diferente. Nas palavras de Clemente (2004, p. 1): “o contexto histórico em que vêm se desenvolvendo as empresas brasileiras, mormente as companhias abertas, é o de controle concentrado em poucos donos – não raro vinculados por laços familiares.”

Com o crescimento das empresas, a estabilidade e segurança do negócio se tornaram pontos de atenção dos proprietários, de modo que a busca por resultados a curto prazo deu espaço para o desenvolvimento de mecanismos que possibilitassem

retornos a longo prazo e planejamento estratégico. Para catalisar o crescimento dos negócios, a busca e atração por investidores com a finalidade de aumento da produção para expansão dos negócios se tornou necessária.

Iniciou-se então, o processo de abertura de capital com o consequente processo, ainda tímido, de pulverização acionária, de modo que, com mais acionistas, somaram-se outras preocupações às companhias: profissionalização da administração, segurança do negócio para atração de investidores e redução de custos e danos com conflitos.

Em razão do pequeno porte das empresas, e de sua pouca relevância no cenário mundial, e até nacional, a concessão de crédito isolado bastava aos comerciantes. Indivíduos negociantes faziam o papel que hoje é abarcado de maneira mais sofisticada pelos bancos, emprestando moeda e realizando suas operações na Praça do Comércio, inaugurada em 1817 (CARVALHO, N., 2014).

Tudo mudou entre 1837 e 1838 no cenário do mercado de capitais brasileiro. Enquanto o Estados Unidos passava por uma grave crise financeira, com a quebra e falência de inúmeros negócios e bancos, o mercado de capitais no Brasil estava crescendo a todo vapor com a organização de várias sociedades anônimas e a cotação de ações de companhias como a Companhia Brasileira de Paquetes a Vapor, Companhia de Navegação de Nictheroy, Companhia de Omnibus, Companhia das Barcas de Banho e Monte de Socorro na nova Praça do Comercio e na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro, inaugurada em 1820.

Buscava-se um modelo de estrutura societária mais eficiente, de maneira a que aquelas companhias de estruturas familiares, cada vez mais, passaram a dar espaço para estruturas societárias mais profissionais e complexas.

Ainda em 1838 o *Jornal do Commercio* anunciou, o que seria um marco no Brasil, a criação do Banco Comercial no Rio de Janeiro, planejado na casa de um corretor alemão, Christian Stockmeyer. Apesar de não ser o primeiro banco nacional, foi importante para o desenvolvimento do mercado de capitais e a passagem das operações de títulos dos negociantes individuais para uma estrutura institucional.¹

¹ O Banco do Brasil inaugurado pela coroa portuguesa em 1808 foi extinto em 1829 e em 1853 o Banco Comercial, fundado por visconde de Mauá, se fundiu compulsoriamente com o novo Banco do Brasil por determinação do Estado.

Nesse novo cenário, e por muitos anos, além das funções de proprietário e administrador passarem a ser exercidas por pessoas distintas, uma consequência evidente foi o aumento do número de acionistas, fator que desagradava os antigos proprietários uma vez que descentralizava seu controle.

Até 1932 o ordenamento jurídico brasileiro apenas regulava a emissão de ações ordinárias, de modo que havia um debate jurídico sobre a ilicitude ou não da emissão de ações diferentes. Dessa forma, e com o objetivo de captar recursos estrangeiros – de indivíduos que não necessariamente estariam interessados nos direitos políticos das companhias, a emissão de ações preferenciais parecia ser a resposta para manutenção do controle acionário e, ao mesmo tempo, atração de recursos estrangeiros. Nas palavras dos autores do primeiro projeto de lei sobre ações preferenciais no Brasil², em 1903:

No Brasil, evidentemente, será proveitoso o uso de tais títulos, cuja vulgarização cumpre ao legislador promover. São óbvios os motivos, bastando lembrar que seria novo meio de atrair capitais estrangeiros, além de ser poderoso dique à ruína e às liquidações forçadas de muitas das nossas melhores sociedades anônimas.

Portanto, em 1932, chegou ao Brasil por meio do Decreto nº 21.526/32, viabilizando a regulamentação da emissão de ações para acionistas que capitalizavam a companhia, mas não participavam das tomadas de decisão, pois não eram abarcados com o direito ao voto.

Inicialmente, o limite para a emissão das ações preferenciais não estava estabelecido em lei, de modo que “algumas sociedades chegaram a emitir mais de 90% de seu capital em ações preferenciais sem direito de voto, concentrando o poder político nas mãos de poucos acionistas” (VALVERDE, 1959, p.90).

Então, com a finalidade de pulverizar o capital, o Decreto-lei nº 2.627/40 começou a instituir alguns limites para a emissão dessas ações, estabelecendo o teto de 50% do capital social que poderia ser composto por ações preferenciais, o que foi ainda mais reduzido em 1976 com a Lei nº 6.404/76 para apenas 2/3 das ações emitidas. As modificações foram feitas sob o fundamento de que era necessário ampliar a liberdade empresarial na estruturação de sua capitalização e facilitar a pulverização do controle.

² Autores do Primeiro Projeto de Lei sobre Ações Preferenciais, 1903. In. Direito das Companhias. Alfredo Lamy e José Luiz Bulhões Pedreira (Coord.). Rio de Janeiro: Forense, 2009, v.1, pág. 243.

Até porque a suposta vantagem econômica atribuída a elas por vezes não compensa a ausência ou restrição do direito político ao voto nas assembleias. Além das prioridades nas distribuições de dividendos e no reembolso do capital, os requisitos legais de compensação estabelecidos no artigo 17 da Lei das Sociedades por Ações, quais sejam, (i) direito de participação de no mínimo 25% do lucro líquido, nos termos do artigo 17, §1º, I da lei; (ii) 10% a mais de dividendos, nos termos do artigo 17, §1º, II da lei; e/ou (iii) direito ao *tag along*, nos termos do artigo 17, §1º, III da lei. Essas vantagens acabam sendo compensadas pela própria lógica do mercado. A ação preferencial – que deveria receber uma compensação por não possuir direito ao voto nas assembleias, pela própria lógica do mercado e das práticas de governança corporativa, acaba por não compensar economicamente a falta do direito político ao voto, tirando sua atratividade.

A título de exemplo, o Itaú atribui 25% de lucro líquido aos acionistas sem distinção da espécie de ação³. Já o Bradesco, apesar de atribuir 10% a mais de dividendos aos acionistas sem voto, o preço das ações acaba por ajustar esses valores, sendo possível notar que as ações ordinárias continuam mais vantajosas ao investidor, ainda que com a imposição da compensação legal⁴. Por fim, o *tag along* é uma prática exigida em alguns níveis de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo, de tal forma que é um direito previsto tanto aos acionistas ordinários quanto preferenciais em alguns casos - o Itaú e o Bradesco possuem *tag along* para as duas espécies de ações hoje.

A concentração do controle acionário e a baixa atratividade financeira das ações preferenciais movimentou o mercado, em especial os acionistas, tornando-as indesejadas para alcançar o desenvolvimento sadio do mercado de capitais e a atração de investidores. Seguindo os ditos de investidores institucionais, a tendência do mercado é que o número de ações preferenciais seja cada vez menor.

Com o crescimento do mercado, esse novo perfil das empresas brasileiras tomado por uma estrutura societária mais complexa de controle e administração

³ ITAÚ. **Política de Remuneração aos Acionistas (Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio)**. São Paulo – SP: ITAÚ. Disponível em: <https://www.itaubr.com.br/download-file/v2/d/42787847-4cf6-4461-94a5-40ed237dca33/da0f92e9-7123-b0bb-ff77-6a6908ea1c06?origin=2>. Acesso em: 31.10.2022.

⁴ PASSARO, Juliano. **BBDC3 por BBDC4? Analistas comentam se vale trocar ações do Bradesco**. BP MONEY, 23 de maio de 2022. Disponível em: <https://www.bpmoney.com.br/noticias/mercado/acoes-bradesco-vale-trocar-bbdc3-bbdc4>. Acesso em: 31.10.2022.

acabou gerando conflitos, quase que naturais, entre os novos papéis criados nessas relações, que culminaram na teoria da agência.

I.2. A Teoria da Agência no Brasil: o conflito entre acionistas controladores e minoritários

Aqueles proprietários, que em geral também eram administradores, se viram forçados a descentralizar o controle para propiciar mais segurança aos acionistas, atraindo maiores investimentos. Ainda mais após a Lei nº 10.303 de 31 de outubro de 2001, que alterou a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e incentivou a pulverização do capital para maximizar a participação de acionistas minoritários.

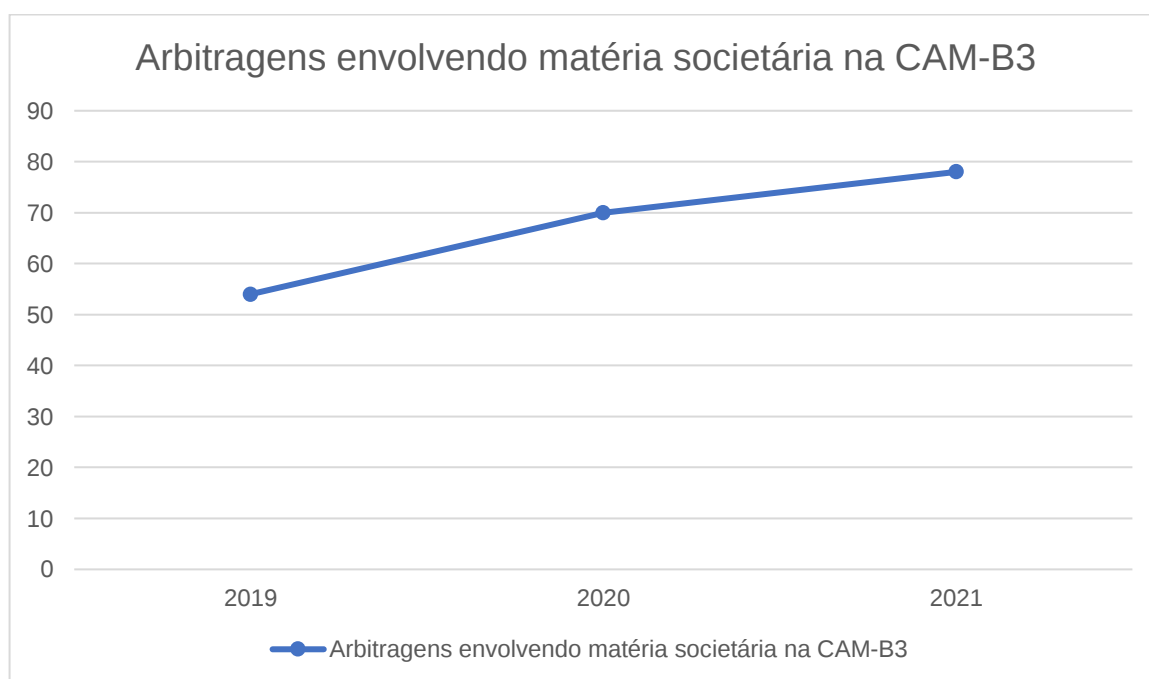
Com o desenvolvimento natural das empresas, surgiram as relações de agência, que se formam quando os interesses e objetivos de um participante dependem das ações de outro participante desta mesma relação – o agente é aquele que administra a companhia, enquanto o principal é aquele afetado pelas decisões do agente. Essa nova estrutura societária inevitavelmente gera conflitos entre os proprietários e administradores no momento em que ocorre a separação entre a propriedade e o controle: “Não é surpresa observar que a separação entre a propriedade e o controle, na moderna e difusa estrutura acionária, está intimamente associada aos problemas de agência.” (PUNSUVO, 2006, p. 19).

O conflito, portanto, está instaurado. Essas novas relações foram compreendidas, nos Estados Unidos, pela Teoria de Agência: a companhia é entendida como um conjunto de contratos que regem as relações entre principal e agente. Os agentes possuem o papel de administrar o negócio da maneira mais produtiva e eficiente na busca de resultados, mas como estão prestando serviço e os acionistas são aqueles efetivamente detentores das ações, estes também desejam possuir suas necessidades atendidas em meio a gestão. Por um lado, os acionistas têm interesse na maximização dos lucros; por outro, os administradores buscam seus próprios interesses, ainda que isso afete e reduza o valor recebido pelos acionistas. Nas palavras de Jensen e Meckling (1976, p. 308): “se ambas as partes na relação são maximizadores de utilidade, existe uma boa razão para se acreditar que o agente nem sempre agirá para o melhor interesse do principal.”

No Brasil, o maior conflito de agência ocorre entre acionistas minoritários e majoritários. A estrutura base das companhias, que eram familiares, trouxe para as empresas brasileiras um controle muito concentrado, soma-se isso aos baixos mecanismos de proteção, incentivo e participação de acionistas minoritários e o que

se tem é um conflito evidente entre acionistas, que possuem não só direitos e garantias diferentes, mas também acessos assimétricos as informações da companhia. Alexandre Silveira (2005, p.28) discorre: “A alta concentração da propriedade e do controle [...] aliada à baixa proteção legal dos acionistas, faz com que o principal conflito de agência se dê entre acionistas controladores e minoritários”.

Herança desses conflitos se estende aos dias de hoje. Ainda que a arbitragem seja um instituto em crescimento no Brasil, o que explica a baixa quantidade de casos no país – se comparado a jurisdição estatal, os maiores conflitos levados à Câmara do Mercado na Bolsa de Valores da São Paulo ainda são conflitos societários, que vêm aumentando a cada ano: 54 casos (2019)⁵, 70 (2020)⁶ e 78 casos (2021)⁷:



Na perspectiva dessa teoria, a busca por mecanismos que evitassem os conflitos entre acionistas, mas que, quando ocorressem, se resolvessem de maneira juridicamente adequada tornou-se inevitável para atração de investidores. Para Márcia Bianchi⁸:

Esse conflito de interesse, observado na relação patrão-empregado, foi à origem dos estudos na área da administração que culminaram no desenvolvimento da Teoria da Agência, cuja contribuição para a

⁵ CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. **Estatísticas CAM B3**. São Paulo – SP, 2019.

⁶ CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. **Estatísticas CAM B3**. São Paulo – SP, 2020.

⁷ CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. **Estatísticas CAM B3**. São Paulo – SP, 2021.

⁸ BIANCHI, Márcia. **A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente**. São Leopoldo – RS: Universidade do Vale do Rio dos Sinos, 2005. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis, p.16.

administração tem sido fomentar investigações sobre os meios adequados para reduzir os mencionados conflitos.

Na busca por ferramentas que atenuem o conflito entre acionistas, a implementação de um conselho de administração, a diminuição da assimetria informacional e proteções aos acionistas minoritários são fatores decisivos a serem considerados para maior transparência e captação de investidores. A governança corporativa surge então como uma opção adequada nesse processo, já que a transparência da informação e proteção de acionistas minoritários cumulados com as políticas de gestão entre acionistas são os pilares para chegar ao resultado desejado: redução dos conflitos societários.

Os investidores institucionais possuem um papel fundamental para o desenvolvimento de políticas da governança corporativa no mercado mundial e nacional. Através dos maiores aportes financeiros disponíveis para investir no mundo, se tornam acionistas majoritários de grande relevância nas organizações exercendo um influente papel que se convencionou chamar de “ativismo dos investidores” ou “ativismo de acionista”. Nas palavras de Eduardo Kazuo Kayo, Fábio Punsuvo e Lucas Barros⁹:

Para compreender o surgimento do movimento de ativismo dos investidores, é importante introduzir as razões históricas para o despertar da governança corporativa, com atenção específica para os conflitos de agência que surgem naturalmente no ciclo de vida das empresas. As empresas nascem, em grande parte, como resultado de uma ação de seus fundadores, os quais acumulam, inicialmente, as funções de proprietários e gestores. O processo de evolução natural sugere que, obtendo sucesso, a empresa tende a crescer e, com o passar dos anos, a sucessão de comando na empresa deverá ocorrer. Em algum momento futuro, a separação da propriedade e gestão deverá ocorrer, incorporando na organização cada vez mais acionistas afastados da administração diária dos negócios. Os desdobramentos do processo de evolução da empresa poderá ensejar a abertura de capital, contribuindo para a dispersão crescente da propriedade, como em mercados como dos Estados Unidos e Reino Unido, países berços da moderna governança corporativa.

São eles quem pressionam e promovem as grandes transformações no mercado através do direcionamento de seu capital, com o objetivo de obter retorno dos altos recursos investidos. Monks e Minow (2007, p. 65), ao tratarem sobre o tema, afirmam que:

Os investidores institucionais representam o grupo que contempla o maior volume de recursos de capital no mundo. Eles afirmam que um dos principais

⁹ KAYO, Eduardo Kazuo; PUNSUVU, Fábio Ribeiri; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. **O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa**. São Paulo - SP: Scielo Brazil, 06.05.2008, p. 3.

elementos para o entendimento do estágio atual da governança corporativa passa pelo entendimento desse grupo.

O desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, antes restrito ao território nacional, dominado por núcleos familiares com controle acionário e ainda muito refém da criação de leis e decretos para se desenvolver, toma proporções mais complexas e passa agora a seguir – assim como o mercado internacional – a posição de investidores institucionais. No Brasil, os fundos de pensão exercem grande influência no mercado, com um importante, e perigoso, papel nesse sentido.

Já na procura por meios mais eficientes de resolver os conflitos, um problema comum é a falta de especialização para tratar temas específicos da área de mercado de capitais – em virtude do caráter generalista do judiciário brasileiro¹⁰ -, no tempo necessário para eficiência das soluções trazidas pela sentença no caso concreto. Além disso, em razão do mercado aberto para investidores estrangeiros, outra preocupação é a segurança jurídica e a garantia de que as “regras do jogo” se preservam em detrimento de atos estatais não previstos pelos acionistas. A arbitragem aparece como uma solução adequada nesses casos e vem agregando valor àquelas companhias que optam por utilizá-la em detrimento da jurisdição estatal, uma vez que se trata de procedimento célere, altamente especializado e personalizado à cada caso, garantindo uma decisão efetiva em tempo hábil para os conflitos, sobretudo os conflitos de agência entre acionistas no mercado de capitais.

¹⁰ Vale destacar que com a criação das varas empresariais especializadas nas cidades de São Paulo – SP e Rio de Janeiro - RJ, o caráter generalista do judiciário está sendo mitigado e a preocupação com a falta de especialização do judiciário brasileiro vêm diminuindo.

II. A ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITALIS

A arbitragem é um dos métodos extrajudiciais de resolução de conflitos, que abrangem também a conciliação, negociação, mediação, *dispute board* etc. É um procedimento alternativo, pois se diferencia da jurisdição pública de costume, sendo, portanto, extrajudicial e privado.

Em síntese, as partes de uma relação pactuam uma convenção arbitral (seja ela uma cláusula ou compromisso arbitral) dispondo que determinados direitos disponíveis – se em conflito – serão discutidos em arbitragem. Nesse procedimento, as partes possuem a liberdade de escolher seu julgador (o chamado árbitro) para que este possa, naquele momento em que se equipara aos juízes estatais em jurisdição e competência, dirimir o conflito determinado e ao final prolatar uma sentença arbitral final e terminativa. Nas palavras de Carlos Carmona¹¹, a arbitragem é um:

[...] meio alternativo de solução de controvérsias através da intervenção de uma ou mais pessoas que recebem seus poderes de uma convenção privada, decidindo com base nela, sem intervenção estatal, sendo a decisão destinada a assumir a mesma eficácia da sentença judicial.

De acordo com o artigo 3º da Lei nº 9.307/96 (“Lei de Arbitragem”), a convenção arbitral se dá de acordo com o pactuado entre os litigantes, o que pode ser feito em dois momentos: quando o conflito já está em pauta ou antes da ocorrência de um eventual conflito. Na primeira hipótese, observando a existência do conflito sem a possibilidade da autocomposição, as partes acordam que a arbitragem seria o meio mais adequado para solução da controvérsia e instauram o procedimento arbitral fundamentadas no compromisso arbitral e nos artigos 9º e 10º da Lei de Arbitragem.

Já o segundo caso, se dá por meio da cláusula compromissória. Quando da formação da relação jurídico-contratual das partes, estas decidem que eventuais conflitos decorrentes da relação contratual estabelecida serão dirimidos via procedimento arbitral. Por vezes, as partes já decidem a câmara arbitral e outros aspectos do eventual procedimento, sendo esta cláusula considerada pela doutrina como “cheia” – aquela que traz informações suficientes para instauração da arbitragem fundamentada no artigo 5º da Lei de Arbitragem.¹²

¹¹ CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo – Um Comentário à Lei nº 9.307/96**. 3ª edição. São Paulo - SP: Ed. Atlas S.A., 2009, p. 31.

¹² A doutrina classifica as cláusulas arbitrais como cheias, vazias ou patológicas, de acordo com as informações oferecidas por elas. Quando a cláusula não possui informações suficientes para

Considerando o ambiente litigioso evidentemente mais aflorado quando posto o conflito entre as partes, a prática arbitral sugere que as partes já assumam o compromisso arbitral por meio da cláusula compromissória cheia a fim de instaurar a arbitragem assim que possível. Isto pois, o momento de celebração do contrato tende a ser mais harmonioso e de maior cooperação entre as partes, facilitando as negociações das especificidades da gestão do conflito.

As partes vinculadas detêm a livre autonomia para definir (i) se a arbitragem será *ad hoc* (sem auxílio de uma câmara arbitral) ou institucional (com auxílio de uma câmara de arbitragem da escolha das partes), conforme artigo 21 da Lei de Arbitragem; (ii) a quantidade de árbitros julgadores, de acordo com a complexidade do caso, valor da causa, o conhecimento, especialidade e familiaridade dos profissionais com a matéria a ser discutida – devendo o árbitro ser pessoa capaz que tenha a confiança das partes,¹³ nos termos do artigo 13 da Lei de Arbitragem; (iii) o calendário de procedimento, em que acordará a contagem dos prazos; e (iv) a lei aplicável ao procedimento e ao mérito – que não precisam ser as mesmas, conforme artigo 2º, §1º e §2º da Lei de Arbitragem.

É perceptível como a arbitragem se diferencia do Poder Judiciário em inúmeros aspectos, o principal deles é a autonomia da vontade das partes, que garante ampla liberdade na estrutura do procedimento, que não segue obrigatoriamente o sistema e a lógica jurídica brasileira.

Como é de comum conhecimento, na jurisdição estatal, as regras são menos flexíveis, já pré-estabelecidas, com poucas possibilidades de alterações no

instauração da arbitragem, a Lei de Arbitragem sugere em seu artigo 6º a celebração do compromisso extrajudicial com as informações faltantes para propiciar a instauração da arbitragem. Em havendo resistência de uma parte para assinatura do compromisso extrajudicial, mas não condicionada a essa tentativa, a lei também oferece a opção de celebração do compromisso arbitral por via judicial fundamentada no artigo 7º da Lei de Arbitragem.

¹³ Ao utilizar a expressão “confiança das partes”, a Lei de Arbitragem buscou expressar a ideia de que as partes não possuem motivos para desconfiar da imparcialidade e independência dos árbitros. Nos últimos tempos, algumas partes buscam emitir um juízo de valor subjetivo sobre os árbitros que muitas vezes é utilizado para pedidos de esclarecimentos exagerados a árbitros já constituídos como uma convencional tática de guerrilha com o intuito de tumultuar o procedimento. Nesse sentido: “Pode-se afirmar que o princípio básico é a confiança das partes no árbitro. Todavia, a ausência de confiança por se não é fundamento suficiente para impugnar um árbitro ou potencial árbitro. Deverá provar a existência de alguma situação de fato que provoque dúvidas justificadas quanto a sua imparcialidade e independência. A dúvida quanto a imparcialidade ou à ausência de independência do árbitro deve ser justificada e assentada em adequada prova” (PUCCI, Adriana Noemi. **Impugnação de árbitros**. In: CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Ferreira; MARTINS, Pedro Batista. 20 anos da Lei de Arbitragem. Rio de Janeiro - RJ: Atlas, 2017, p. 175).

procedimento conforme o caso, as demandas são distribuídas por sorteio, com os juízes disponíveis que nem sempre possuem um vasto conhecimento sobre a matéria específica do litígio ou o tempo necessário para se debruçar em conflitos complexos. Não obstante, a lei aplicável sempre será a brasileira, com exceção dos casos dispostos e limitados pela própria lei brasileira, como o artigo 16 da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro, que permite a aplicação da lei estrangeira “sem considerar-se qualquer remissão por ela feita a outra lei”.

Ao comparar a jurisdição arbitral com a estatal não se busca emitir um juízo de valor subjetivo quanto a eficácia de cada método. Até porque, os dois métodos de solução de conflitos são necessários, vez que a categoria das controvérsias ditará qual método seria o mais adequado para resolução do conflito. A execução, cumprimento de sentença e discussão de direitos indisponíveis não estão sujeitos a arbitragem, por exemplo. Como dispõe o artigo 2º da Lei de Arbitragem, a jurisdição do árbitro ou tribunal arbitral se restringe aos direitos patrimoniais disponíveis de pessoas capazes que anuíram expressamente com a instauração da arbitragem.

No âmbito dos conflitos societários, em especial entre acionistas no mercado de capitais, a arbitragem é o meio mais adequado a ser implementado. Nos altos níveis de governança corporativa dos segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo, Nível 2 e Novo Mercado, a adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de qualquer conflito decorrente das relações de mercado é obrigatória.

Dentre as vantagens que a arbitragem proporciona aos que a aderem, se destacam a (i) celeridade, (ii) especificidade da matéria, (iii) informalidade e flexibilidade, (iv) ausência de duplo grau de jurisdição, e o (v) cumprimento espontâneo da sentença arbitral.

Em conflitos societários, em especial aqueles com altos valores envolvidos, ou em conflitos em que o andamento de uma grande obra paralisada depende da resolução da controvérsia, a arbitragem se mostra um meio alternativo ao judiciário mais eficiente, já que costuma ser mais célere que a justiça comum. O monopólio da justiça estatal, a massificação dos processos judiciais e a alta demanda de trabalho do poder judiciário acaba prejudicando a celeridade e efetividade da resolução de determinados litígios, o que pode inclusive propiciar a prolongação do conflito e

aumentar eventuais prejuízos de cunho financeiro aos envolvidos. Nesse sentido, Aileen Falcão¹⁴ leciona:

Assiste-se uma crise, em diversas nações, enfrentadas pelo Poder Judiciário no tocante a massificação de demandas levadas à sua apreciação, haja vista ainda vigorar o pensamento de que este detém, exclusivamente, o monopólio da jurisdição, o qual fica encarregado de promover a resolução de conflitos de forma heterocompositiva. Concomitantemente, observa-se uma profusão das técnicas ou métodos adequados à resolução dos conflitos, dentre os quais se destaca a arbitragem, a conciliação e a mediação, com fulcro em oferecer, principalmente, a pacificação social e uma saída à composição do conflito pelas vias judiciais.

Em pesquisa que analisou processos judiciais que envolviam temas relacionados ao mercado de capitais, no período de 1998 a 2005, no Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo e no Superior Tribunal de Justiça¹⁵, foi possível constatar que o tempo mínimo para resolução da demanda era de 888 dias, enquanto o máximo chegava a 5.049 dias. A pesquisa concluiu que a falta de tutela jurisdicional eficaz e a ausência de medidas de *enforcement* das normas societárias e de mercado corroboraram com o lento desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil.

Ainda que as partes e o árbitro tenham a opção de estender o procedimento por mais tempo em razão da complexidade do conflito e autonomia da vontade das partes, o artigo 23 da Lei de Arbitragem determina ele durará seis meses. Em comparação aos processos judiciais que se arrastam por anos – por mais simples que a demanda seja, mesmo que a sentença arbitral demore um pouco mais de seis meses para ser proferida, é evidente sua celeridade e vantagem para as partes. O relatório de estatísticas da Câmara do Mercado de 2021 mostra que a partir da assinatura do termo de arbitragem, o procedimento tem uma duração média de 16 meses – o que seria algo em torno de 480 dias.

Como já mencionada, a possibilidade de as partes escolherem os árbitros possibilita a escolha de pessoas com conhecimentos específicos na matéria discutida, tendo maior capacidade de lidar com o conflito, em especial aquelas matérias muito específicas ou incomuns de serem discutidas no poder judiciário. Uma disputa envolvendo abuso de poder de acionista minoritário, por exemplo, poderá ter como

¹⁴ FALCÃO, Aileen Raphysa Sauaia. **Estudos sobre processo civil e outros meios de solução das controvérsias**. São Luís - MA: EDUFMA, 2017, p. 149.

¹⁵ PRADO, Viviane Muller; BURANELLI, Vinicius Correa. **Pesquisa de jurisprudência sobre o direito societário e mercado de capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo**. São Paulo - SP: Caderno Direito da Fundação Getúlio Vargas, v. 2, n. 1, 2006.

árbitros os profissionais mais especializados no tema, que já tenham pesquisado academicamente o assunto ou são amplamente reconhecidos na área. A flexibilidade na escolha do julgador evita que árbitros generalistas não tenham a expertise necessária para compreender e julgar corretamente litígios de alta complexidade.

Muito por isso, as sentenças arbitrais são irrecorríveis. A arbitragem possibilita as partes determinarem o escopo do procedimento e os árbitros que, em razão das complexidades das controvérsias, dedicam muitas horas ao procedimento. O tempo dedicado pelos árbitros e a profundidade das discussões permitem que, uma vez prolatada a sentença arbitral, não exista a necessidade de reanálise do mérito.

Para isso, o procedimento arbitral é mais informal e flexível que o judiciário. Com o objetivo exclusivo de buscar uma resolução efetiva para a demanda, o excesso de formalismos e rigidez é evitado.

Em decorrência do fortalecimento do instituto na comunidade, o cumprimento da sentença arbitral costuma ser espontâneo, ainda que pela parte perdedora. Todavia, caso isso não seja possível, pelo comportamento inadequado de alguma das partes, é possível buscar o cumprimento forçado da sentença arbitral no poder judiciário como um título executivo judicial, como preceituam os artigos 31 da Lei de Arbitragem e artigo 515, VII, do Código de Processo Civil.

Outra vantagem da arbitragem que pode ser apontada é a confidencialidade. A confidencialidade, embora não prevista na Lei de Arbitragem, é prevista nos regulamentos da maioria das câmaras arbitrais. Ela também pode ser determinada pelas partes no contrato ou no termo de arbitragem como uma das regras do procedimento – com exceção das arbitragens em que a Administração Pública é parte, conforme artigo 1º, §3º da Lei de Arbitragem, a fim de prestigiar a publicidade e o interesse público. Essa disposição é muito comum, embora já existam hoje inúmeras discussões a respeito de sua pertinência.

Em frente a essa breve apresentação do instituto da arbitragem, cumpre percorrer brevemente sobre seu desenvolvimento, contextualizando as recentes ameaças que o instituto tem sofrido no Brasil (II.1). Ainda, sob a perspectiva das necessidades do mercado de capitais, verificar a arbitrabilidade (II.2), as câmaras setoriais de arbitragem no mercado de capitais (II.3); e a pertinência ou não da

confidencialidade nos litígios de mercado de capitais em face da tão prestigiada transparência (II.4).

II.1. Breves considerações a respeito do desenvolvimento da arbitragem e ameaças contemporâneas

O conflito faz parte das relações humanas. Desde as primeiras civilizações, em que a aplicação do conceito de “Estado” é anacrônica e a existência de legislações sólidas não se vislumbrava para além das normas socialmente estabelecidas, os litígios eram solucionados por uma pessoa de confiança e autoridade das partes – em geral algum membro da família, da comunidade ou dos cultos religiosos. A conhecida “lei do mais forte” ou autotutela se tornou cada vez menos presente no desenvolvimento das sociedades, assegurando espaço a heterocomposição – mais pacífica para manutenção das relações sociais.

Na Grécia e Roma antiga a arbitragem era amplamente utilizada na solução de conflitos, inclusive com regras de nomeação dos árbitros e regulação estruturada do procedimento.

Com o surgimento dos Estados-Nação, as relações internacionais e a defesa da soberania de cada país, a arbitragem ganhou destaque na solução de conflitos internacionais no âmbito das relações entre Estados. As fronteiras do Brasil com a Argentina, Bolívia e Peru foram determinadas via arbitragem, por exemplo. Cabe destacar, nesse ponto, Pedro Martins¹⁶ leciona:

Reverendo a história brasileira no aspecto do chamado instituto da solução pacífica de controvérsias, fica difícil entender a razão de não ter tido a arbitragem sequência natural de desenvolvimento em nossa sociedade. De fato, o Brasil tem uma singular tradição de resolver as disputas envolvendo Estados soberanos através da utilização do Juízo Arbitral *ad hoc*. Assim, as questões de fronteiras com a Argentina e a Guiana Britânica foram solucionadas, respectivamente, por laudos datados de 1900 a 1904. A questão do território do Acre com a Bolívia foi satisfatoriamente resolvida no ano de 1909. As reclamações mútuas com o Peru, em virtude de problemas surgidos nas localidades do Alto Juruá e Alto Purus, foram encerradas por arbitragem em 1910.

O desenvolvimento e internacionalização das relações comerciais com a globalização também auxiliaram no processo de tornar a arbitragem um meio muito utilizado para resolução dos conflitos internacionais. Embora a arbitragem já estivesse presente em muitos países para solução de controvérsias domésticas, cada região do mundo se desenvolveu com tradições e costumes diferentes no comércio e no direito

¹⁶ MARTINS, Pedro Antônio Batista. **Anotações sobre a Arbitragem no Brasil e o Projeto de Lei do Senado nº 78/92**. São Paulo – SP: Editora RT, 1995, p. 1.

(*common law* e *civil law*), o que no âmbito internacional poderia gerar alguns conflitos de entendimento quanto as regras do procedimento.

Em 1985, a Comissão das Nações Unidas para o Direito Comercial Internacional elaborou uma lei modelo internacional dispondo sobre as principais condutas internacionalmente aplicadas nos procedimentos arbitrais, a *UNCITRAL model law*, que serviu como inspiração para que muitos países, incluindo o Brasil, regulassem o instituto internamente. Além disso, a lei modelo também possibilitou uma maior harmonia quanto as regras da arbitragem em qualquer região do mundo, assegurando uma mínima linha de raciocínio similar sobre a arbitragem nas várias tradições comerciais e jurídicas.

Nesse mesmo sentido, Regras da *IBA* sobre a obtenção de provas em arbitragem internacional, buscaram em 1999 promover e oferecer um processo econômico, justo e eficiente para a obtenção de provas em arbitragens internacionais, considerando as particularidades entre partes de diferentes tradições jurídicas.

No Brasil o instituto da arbitragem é regulado pela Lei de Arbitragem, o que não significa que o instituto não existia antes de 1996. No Império, quando da criação do Código Comercial em 1850, a arbitragem já era o meio de solução – obrigatório - das controvérsias societárias.

O Código Civil de 1916 dispunha em seu artigo 1.045 a exigência de homologação judicial da sentença arbitral, de modo que ao instituto restou enfraquecido, pois a jurisdição do árbitro poderia ser questionada e invalidada pelo poder judiciário, sem a autonomia necessária para seu desenvolvimento.

A Convenção do Panamá em 1975, que tornou a arbitragem um meio de solução dos conflitos comerciais internacionais, e a Lei de Arbitragem, que flexibilizou as regras do instituto, se tornando um marco na evolução da arbitragem no Brasil.

Embora nos anos iniciais da Lei de Arbitragem, ela tenha sofrido duras críticas de doutrinadores mais conservadores e de alguns do Poder Judiciário que não acreditaram na eficiência de métodos alternativos de solução de conflitos, fato é que a constitucionalidade da Lei 9.307/96 foi assegurada pelo Supremo Tribunal Federal em sede de controle difuso e incidental no Agravo Regimental em sentença

estrangeira nº 5.206-7. Desde então, o instituto cresceu cada vez mais no país e como leciona Carlos Carmona¹⁷:

Não foi necessário muito tempo para que essas opiniões pessimistas fossem totalmente destroçadas pela realidade: a arbitragem não se revelou método selvagem e abusivo de resolver litígios; os meios alternativos de solução de controvérsia floresceram no Brasil, na América Latina e no resto do planeta e não houve a tão propalada revolta do Poder Judiciário contra os mecanismos extrajudiciais de solução de litígios. Ao contrário, os juízes perceberam – como não poderia deixar de acontecer – que a somatória de esforços para vencer a maré montante de pleitos e demandas trouxe benefícios para todo o país. Cumpre deixar claro que em verdade houve poucas – mas estridentes – vozes que insistentemente alardeavam que os juízes não queriam e não precisavam de qualquer ajuda externa para resolver a crise em que mergulhou o Estado (e, com ele, o Poder Judiciário). Todos concluíram que a ajuda que os meios alternativos (entre eles a arbitragem) podem prestar é valiosa e não pode ser descartada. Também concluíram todos que não era fundado o medo de alguns de que a arbitragem concorresse com o Poder Judiciário na solução dos litígios: a experiência acabou por demonstrar que a arbitragem jamais poderia substituir a atividade jurisdicional protagonizada pelo Estado.

A aderência ao instituto foi tamanha que a lei foi alterada em 2015 pela Lei nº 13.129/2015 para dispor de forma clara sobre a possibilidade de aplicação da arbitragem a controvérsias envolvendo a Administração Pública¹⁸, o que era uma questão muito discutida na época em razão da indisponibilidade do interesse público e outros fatores que ficaram para história.

Conforme já destacado no capítulo I, a natural evolução do mercado de capitais no Brasil gerou uma preferência pela adoção de determinadas práticas que fossem mais adequadas as novas necessidades do mercado e dos investidores. Em especial quanto a resolução de conflitos, quanto mais célere, eficiente, seguro e especializado o juízo, mais efetiva seria a sentença na prática. Dessa forma, a escolha em verem seus conflitos sendo dirimidos por arbitragem em detrimento do poder judiciário, se tornou uma realidade cada vez mais presente em disputas mais complexas:

¹⁷ CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo – Um Comentário à Lei nº 9.307/96**. 3ª edição. São Paulo - SP: Ed. Atlas S.A., 2009, p.2.

¹⁸ Na época, existia uma grande discussão quanto a legalidade ou não da utilização da arbitragem para dirimir conflitos envolvendo a administração pública, em razão de questões como a indisponibilidade do interesse público, possível necessidade de licitação para escolha da câmara arbitral e dos árbitros, publicidade do procedimento etc.



Embora a consolidação do instituto no Brasil tenha sido um sucesso indiscutível há mais de 25 anos no Brasil, a arbitragem ainda sofre ameaças que, se concretizadas, representariam um grave retrocesso. É o caso do atual projeto de lei nº 3.293/2021 (“PL Antiarbitragem”) que busca restringir, limitar e modificar algumas regras que contrariam princípios básicos da arbitragem.

A título de exemplo, o projeto propõe limites a liberdade profissional e a escolha de árbitros, já que não poderiam (i) compor tribunais com os mesmos árbitros de outros casos, (ii) participarem da diretoria de instituições arbitrais e (iii) arbitrar mais de dez casos simultaneamente. Não obstante, o projeto impõe aos árbitros o dever de revelar qualquer fato que possa gerar uma dúvida mínima quanto a sua independência ou imparcialidade – o que contraria a prática atual na qual o dever de revelação se estende apenas aos fatos que possam gerar uma dúvida justificável.

Todas essas modificações estão sendo amplamente criticadas pela comunidade arbitral, não só pelas flagrantes violações às diretrizes básicas da arbitragem como a da autonomia privada, mas também por inserir o Brasil em um lugar contrário às práticas internacionais. As alterações são potenciais na geração de inseguranças quanto as regras do procedimento, facilitando o desmonte do instituto e aumentando o fluxo de arbitragens em locais estrangeiros em detrimento do Brasil.

Cabe a comunidade arbitral, como já tem feito¹⁹, se posicionar e continuar a disseminar, consolidar e desenvolver a arbitragem no país, criticando medidas como essas que fragilizam o instituto e a posição brasileira no cenário internacional.

¹⁹ Grandes instituições arbitrais têm se posicionado de maneira contrária à aprovação do PL Antiarbitragem, como o CBar, CONIMA, IBDP, AMCHAM, IArB, Ciarb, Canal Arbitragem, OAB dos estados de Minas Gerais, Maranhão, Distrito Federal, Goiás, Bahia, Mato Grosso do Sul, Pernambuco e Rio Grande do Sul. Além disso, o PL tem sofrido várias críticas por veículos de mídia como o Valor Econômico, Estadão, Folha de São Paulo, JOTA e Migalhas.

II.2. Arbitrabilidade no mercado de capitais

Quando se trata de mercado de capitais, a maioria dos investidores são estrangeiros e institucionais. De tal modo, cada país se desenvolveu de uma maneira diferente e possui tradições jurídicas diferentes e específicas quanto a resolução dos conflitos, o que torna inviável, ou ao menos dificulta, o consenso entre partes de nacionalidades ou tradições e sistemas jurídicos diferentes. Considerando tamanha internacionalização das relações comerciais e de mercado de capitais, foi importante convencionar um método de solução de conflitos que seja comum internacionalmente no setor. Nesse sentido, leciona Pedro Martins²⁰ sobre a adequação da arbitragem:

Com efeito, uma série de estudos nos vários campos do direito e da economia têm convergido para a adoção de vias extrajudiciais de solução dos conflitos societários.

Não somente nas controvérsias que surgem das relações entre empregados, gerentes e diretores, ou entre a sociedade e os sindicatos, mas, sobretudo, naquelas relações mais sensíveis ao adequado e equilibrado funcionamento da sociedade, quais sejam, a dos acionistas entre si (majoritário e minoritário) e a destes com a sociedade.

O acesso à justiça, como concepção de tutela efetiva dos direitos e interesses contrapostos, encontra nas disputas societárias um denominador comum.

Com o desenvolvimento da arbitragem para resolução dos conflitos gerados a partir das relações societárias e as vantagens do instituto ao mundo corporativo e às relações negociais privadas, resta clara a sua adequação aos conflitos decorrentes das relações de mercado.

Estes litígios, por vezes, podem gerar prejuízos no âmbito financeiro, comercial e legal, de modo que a resolução célere e eficaz que a arbitragem proporciona evita que a resolução da demanda seja prolongada, que a prestação jurisdicional não reste prejudicada e que não ocorram outros problemas decorrentes da demora da prestação jurisdicional na companhia. Muito por isso, e sob influência dos princípios de governança corporativa, a Lei das Sociedades por Ações foi alterada em 2001 para prever o uso da arbitragem como uma possibilidade de método de solução de conflitos societários. Na prática, isso incentiva o uso da arbitragem, mas não significa dizer que ela não era permitida antes das modificações legais. Sobre a alteração legislativa, Arnold Wald afirma que (2009, p. 16): “Trata-se, aliás, de mera explicitação, pois,

²⁰ MARTINS, Pedro Antônio Batista. **A arbitrabilidade subjetiva e a imperatividade dos direitos societários como pretensão fator impeditivo para a adoção da arbitragem nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro - RJ: Batista Martins Advogados, p. 2.

mesmo antes da reforma legislativa de 2001, nada impedia que as partes incluíssem, nos seus estatutos, a cláusula compromissória.”

Além de ser recomendada pela Comissão de Valores Mobiliários em sua cartilha sobre governança corporativa e por várias organizações como o IBGC, a arbitragem pode ser considerada, também, uma das práticas de governança corporativa de adesão obrigatória para os segmentos de listagem Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado e Nível 2 da Bolsa de Valores de São Paulo. Para que as companhias ingressem nesses segmentos de listagem, a Bolsa de Valores de São Paulo exige que seja inserida uma cláusula arbitral no estatuto social que obrigue os acionistas, a companhia, os administradores e os membros do conselho fiscal a se submeterem a arbitragem em qualquer disputa relacionada a companhia ou decorrente das disposições contidas na Lei nº 6.385/76, na Lei nº 6.404/76, no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo Conselho Monetário Nacional, pelo Banco Central e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Em razão da dinâmica do mercado, do comprometimento das companhias com a governança corporativa e dos regulamentos específicos que se submetem, essas disputas são levadas a uma câmara de arbitragem especializada instituída pela própria Bolsa de Valores de São Paulo, a Câmara de Arbitragem do Mercado.

Como já esclarecido, a cláusula arbitral é autônoma ao contrato no qual está inserido. Portanto, cumpre salientar apenas que, caso a companhia saia dos segmentos de listagem em que a arbitragem é obrigatória, em especial o novo mercado, ela e as partes envolvidas ainda devem se atentar a cláusula e se sujeitar obrigatoriamente a arbitragem para conflitos decorrentes de eventos anteriores a sua saída.²¹

²¹ Artigo 82 do Regulamento do Novo Mercado da Bolsa de Valores: “a saída do Novo Mercado não exime a companhia, os administradores, o acionista controlador e os demais acionistas de cumprir as obrigações e atender às exigências e às disposições decorrentes do contrato de participação do Novo Mercado, da cláusula compromissória, do regulamento de arbitragem, e deste regulamento que tenham origem em fatos anteriores à saída.”

Ainda, vale destacar que a previsão de uma cláusula arbitral no estatuto da companhia no novo mercado não retira da Comissão de Valores Mobiliários seu poder de atuação e regulação, nos limites de sua competência e da lei.²²

Portanto, põe-se clara a adequação da arbitragem como meio alternativo de solução de controvérsias no mercado de capitais. Resta verificar quais matérias se sujeitam a arbitragem (subtópico II.2.1. Arbitrabilidade objetiva), bem como quem são os sujeitos de direito com poder se dispor sobre essas matérias e se submeterem a arbitragem (II.2.2. Arbitrabilidade subjetiva).

²² Artigo 88 do Regulamento do Novo Mercado na Bolsa de Valores: “o ingresso no Novo Mercado e a previsão de cláusula compromissória no estatuto social da companhia não impedem a atuação da Comissão de Valores Mobiliários nos limites de sua competência, conforme disposto na Lei 6.385/76.”

II.2.1. Arbitrabilidade objetiva

É sabido que a legislação limita o objeto da arbitragem aos direitos patrimoniais disponíveis²³. Basta analisar agora a arbitrabilidade objetiva do mercado de capitais, isto é, nas palavras de Marcos Salles (2000, p. 361) a “análise das possibilidades de poder submeter o objeto da arbitragem à condição de direito patrimonial disponível, tal como aqueles que pode ser objeto de transação”.

Segundo Carlos Carmona (2009, p. 39), a disponibilidade de um direito se auferre “quando ele pode ser ou não exercido livremente pelo seu titular, sem que haja norma cogente impondo o cumprimento do preceito, sob pena de nulidade ou anulabilidade do ato praticado com sua infringência.” Seguindo essa lógica, conclui que são arbitráveis “as causas que tratem de matérias a respeito das quais o Estado não crie reserva específica por conta do resguardo dos interesses fundamentais da coletividade (...).”

Já o caráter patrimonial do direito se verifica em toda e qualquer expressão que possa ser quantificada monetariamente, ainda que de forma indireta, como são os casos de caracterização de dano moral e material previstos nos artigos 186 e 187 do Código Civil.

Em uma primeira análise, tratando-se de mercado de capitais, seria possível aduzir de forma equivocada que não existiriam impedimentos para que os direitos e relações decorrentes das relações de mercado se sujeitassem a arbitragem em razão do caráter privado das relações e dos objetos patrimoniais de transação envolvidos. Entretanto, é possível verificar nas relações desse setor a existência de (i) interesses privados dos investidores nos retornos financeiros, da companhia investida e das pessoas a ela vinculadas, bem como (ii) interesse público decorrente da canalização de recursos no mercado, que potencializam a geração de riqueza no país.

A dinâmica de alguns interesses no mercado de capitais impacta na arbitrabilidade, já que apesar de nítido caráter patrimonial, algumas questões não se submetem a arbitragem, pois esbarram na proteção ao interesse público. Muitas das relações concebidas nesse setor transcendem o caráter patrimonial e privado,

²³ Artigo 1º da Lei de Arbitragem: “As pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis.”

atingindo o interesse público – o que não se confunde com a ordem pública.²⁴ Afinal, embora o mercado de capitais tenha nítido caráter patrimonial e grandes interesses privados, continua sendo um setor regulado pelo Estado e sujeito aos seus atos de controle.

As normas emitidas pelos órgãos reguladores preveem as dinâmicas, sanções e fiscalização das relações de mercado, de modo que importam não só aos indivíduos, mas ao interesse público. Apesar de se sujeitarem a arbitragem nos termos do Regulamento do novo mercado, como já esclarecido, isso não possui o caráter de restringir o poder de polícia e fiscalização do Estado nas matérias que lhes competem regular. Portanto, ao que cabe, serão dirimidas em processos administrativos devido a impossibilidade de arbitrar essas matérias relacionadas ao controle e regulação do mercado.

Por outro lado, as relações concebidas estritamente entre partes privadas envolvidas com investidores, companhias, a Bolsa de Valores de São Paulo e demais envolvidos por vias contratuais que constituem direitos e deveres que se restringem apenas aos envolvidos são arbitráveis. Isto pois apenas geram efeitos aos envolvidos e dizem respeito aos interesses particulares patrimoniais e disponíveis das partes que escolheram participar dessas relações.

²⁴ Vale dizer que o interesse público e a ordem pública não devem se tornar vedação ao implemento da arbitragem, mas apenas uma questão que as partes e o tribunal arbitral devem se atentar.

II.2.2. Arbitrabilidade subjetiva: extensão da cláusula arbitral estatutária aos novos acionistas

O artigo 109, §3º da Lei das Sociedades por Ações²⁵ oficializou a possibilidade de companhias incluírem a previsão da cláusula de arbitragem no estatuto. Ela poderá se manifestar em dois momentos diferentes: (i) em assembleia geral de constituição ou (ii) em posterior assembleia geral extraordinária.

Em um primeiro momento, há de se pensar que os novos acionistas e aqueles que estiveram ausentes ou foram vencidos na votação pela inclusão da cláusula arbitral no estatuto social não se vinculariam a arbitragem em virtude do caráter personalíssimo da tutela jurisdicional – já que a vinculação obrigatória de quem não pactuou com a inclusão da cláusula arbitral não só violaria o direito ao acesso à justiça assegurado no artigo 5º, XXV da Constituição Federal, mas também corroboraria com uma suposta renúncia tácita desse direito, o que não se presume. Esse foi o posicionamento defendido por Modesto Carvalhosa (2008, p. 308): “A cláusula compromissória não vincula nem os acionistas atuais que não subscreveram esse pacto parassocial estatutário, nem os acionistas que posteriormente adentram a sociedade sem expressamente aderir a ele.”

Por outro lado, as sociedades anônimas são regidas pelo princípio do majoritário, ou seja, a vontade da maioria dos acionistas prevalece em detrimento da minoria, que deverá acatar a decisão ou requerer sua retirada da sociedade. As resoluções das assembleias de acionistas, por exemplo, sempre são determinadas pela maioria ou totalidade dos acionistas, conforme o quórum estabelecido em lei, e todos os acionistas se submetem ao que foi deliberado em assembleia, ainda que tenham sido voto vencido ou não comparecido, se submetendo as decisões da maioria. Esse posicionamento foi defendido principalmente por Pedro Martins²⁶:

Penso que a deliberação assemblear que aprova, por maioria, a inserção de cláusula compromissória estatutária é válida, eficaz e vincula a todos os sócios, presentes, ausentes ou dissidentes.

Esse entendimento, para ser melhor compreendido e aceito, deve transitar, primeiramente, pelos contornos do instituto da arbitragem e sua estreita

²⁵ Artigo 109, §3º da Lei das Sociedades por Ações “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.”

²⁶ MARTINS, Pedro Antônio Batista. **A arbitrabilidade subjetiva e a imperatividade dos direitos societários como pretenso fator impeditivo para a adoção da arbitragem nas sociedades anônimas**. Rio de Janeiro - RJ: Batista Martins Advogados, p. 3.

relação com a efetividade do acesso à justiça e, em seguida, por matéria tão cara ao direito societário, e fonte da própria existência das sociedades anônimas, qual seja, o princípio majoritário.

Dessa forma, a presença de uma cláusula arbitral no estatuto social vincula os outros acionistas que se submetem a vontade da maioria. Importante ressaltar que o investidor é responsável por verificar o estatuto social e demais informações públicas disponibilizadas pelas companhias antes de efetuar o aporte da compra de ativos.

Não obstante, não há que se falar em adesão propriamente dita ao estatuto social, e por consequência a cláusula arbitral, vez que os contratos de adesão pressupõem hipossuficiência do aderente, em geral consumidor, que é protegido legalmente, o que não se configura no papel de acionista de uma sociedade anônima em que um dos pilares é justamente a ausência de assimetria informacional. Nas relações de consumo é possível verificar a presença de hipossuficiência técnica, jurídica e/ou econômica do aderente em relação ao prestador de serviços, o que não se verifica nas relações societárias.

Ainda, considerando o direito de retirada do acionista, não estaria este vinculado obrigatoriamente a arbitragem. Ainda, não há que se falar em violação ao direito de acesso à justiça, já que a arbitragem é um meio efetivo de prestação da tutela jurisdicional.

Portanto, por mais que a arbitragem seja um instituto que privilegia a autonomia da vontade das partes e o consentimento expresso, os acionistas que ingressam na companhia posteriormente são vinculados a cláusula de arbitragem em razão da natureza indivisível do estatuto social, assim como todos os outros. Nesse sentido, Francisco Cahali²⁷ aduz:

o novo acionista adere por total aos termos do contrato/estatuto social, não sendo necessária a assinatura em uma ou outra cláusula expressamente, inclusive a relativa ao modo de solução do conflito. Haverá, neste caso, anuência tácita do adquirente com a previsão de arbitragem.

Para colaborar com o acesso à informação aos acionistas, as companhias devem divulgar a existência de arbitragens, determinar critérios para definir um tribunal arbitral imparcial e desenvolver meios para que um eventual procedimento arbitral seja economicamente viável a todos acionistas, em especial os minoritários.

²⁷ CAHALI, Francisco José. **Curso de arbitragem: mediação: conciliação: tribunal multiportas**. São Paulo - SP: Editora Revista dos Tribunais, 2015, p. 120.

Os acionistas podem se submeter a cláusula de arbitragem em outros instrumentos. Nos termos do artigo 118 da Lei das Sociedades por Ações,²⁸ o acordo de acionistas é um mecanismo contratual utilizado como um meio adequado de administrar relações, obrigações e direitos dos acionistas majoritários e minoritários perante a sociedade anônima. Com essa ferramenta, os acionistas podem garantir a segurança da fiscalização, publicidade das informações e estratégias do negócio.

Por ser um ato apartado e sem vínculos com o estatuto social, a presença de uma cláusula arbitral em algum dos atos é irrelevante para vinculação do outro ao procedimento arbitral. Rubens Requião²⁹ esclarece:

O acordo de acionista, segundo a nova redação do art. 118 introduzida pela Lei 10.303/2001, pode regular atos relativos à compra e venda de ações, preferências para adquiri-las, exercício de direito de voto ou do poder de controle é arquivado pela companhia e deve ser por ela observado. O pacto entre os acionistas, portanto, era considerado apenas uma relação obrigacional, particular. Não se estendia à sociedade.

Considerando que uma sociedade anônima de capital aberto pode ter seu capital social composto por acionistas ordinários e preferenciais, resta ainda entender se os acionistas preferenciais sem direito ao voto são vinculados a cláusula arbitral, ainda que não tenham possibilidade nenhuma de se manifestarem na deliberação.

Como já discutido anteriormente, as ações preferenciais estão em desuso e quando fazem parte da realidade de uma companhia tendem a possuir direito de voto. Entretanto, ainda que assim não seja, os acionistas preferenciais também se submetem a cláusula arbitral estatutária pela mesma lógica dos acionistas dissidentes. Nesse sentido afirma Luís Flaks³⁰:

os acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito igualmente estarão vinculados à cláusula compromissória arbitral, na hipótese de o estatuto ser alterado por acionistas representantes de ações com direito a voto.

²⁸ Artigo 118, §1º da Lei das Sociedades por Ações: “Os acordos de acionistas, sobre a compra e venda de suas ações, preferência para adquiri-las, exercício do direito a voto, ou do poder de controle deverão ser observados pela companhia quando arquivados na sua sede.

§ 1º As obrigações ou ônus decorrentes desses acordos somente serão oponíveis a terceiros, depois de averbados nos livros de registro e nos certificados das ações, se emitidos.”

²⁹ REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. São Paulo - SP: Saraiva, vol. 2, 2003, p. 160.

³⁰ FLAKS, Luís Loria. **A arbitragem na reforma da lei das S/A. Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro**. São Paulo - SP: Malheiros Editores, 2003, p 111-112.

Cumpra dizer, por fim, que a sentença arbitral apenas produz efeitos as partes que pactuaram com a instauração da arbitragem. No âmbito das companhias o contexto é diferente: a sentença arbitral decorrente de um procedimento de arbitragem instaurado a partir de um acordo de acionistas poderá produzir efeitos contra terceiros, nos moldes do artigo 118, §1º da Lei das Sociedades por Ações. Terceiros estes que podem ser outros acionistas, não aderidos ao compromisso arbitral, mas que sofrem seus efeitos em decorrência da ausência de litispendência obrigatória e da averbação da sentença arbitral nos livros de registro e nos certificados das ações.

II.3. As câmaras setoriais de arbitragem no mercado de capitais

A arbitragem é um método de solução de conflitos privado. Isso significa dizer que o afastamento da jurisdição estatal propicia o crescimento de um novo mercado: as câmaras arbitrais com o objetivo de auxiliar as arbitragens institucionais. Essas empresas privadas possuem a função de auxiliar administrativamente o procedimento ofertando salas de audiência, funcionários, estrutura física e digital para organização e controle do procedimento, promovendo a comunicação entre árbitros e partes e, principalmente, fica encarregada dos primeiros passos para instituição da arbitragem até a formação do tribunal arbitral ou nomeação do árbitro único. Cumpre dizer que a câmara não possui competência para analisar o mérito do litígio, exclusivo dos árbitros. As câmaras arbitrais possuem a função estrita de auxílio administrativo.

A criação de câmaras arbitrais especializadas se dá por uma demanda do mercado ou na busca das melhores instituições para o assunto ou em decorrência de submissões das companhias em determinados regulamentos, como ocorre em alguns segmentos de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo. Nos Estados Unidos, por exemplo, existem a National Association of Securities Dealers (“NASD”) e New York Stock Exchange (“NYSE”) instituídas especialmente para conflitos decorrentes das relações de mercado.

Ao aderir a câmara de arbitragem especializadas, as companhias sinalizam aos investidores, também, que se preocupam em resolução de conflitos de maneira eficiente e evitam prejuízos financeiros decorrentes de eventuais conflitos, como uma prática de governança corporativa vista com bons olhos pelos investidores.

Entretanto, nem sempre os regulamentos das câmaras especializadas refletem vantagens aos envolvidos, dependendo dos interesses conflitados. No princípio, o regulamento da NASD, por exemplo, prevê que as sentenças arbitrais não sejam fundamentadas, com o intuito de diminuir os altos custos com honorários dos árbitros, indicando apenas o dispositivo. Essa previsão pode ensejar conflitos decorrentes de uma possível violação ao exercício da ampla defesa do interessado em ajuizar uma ação anulatória de sentença arbitral, já que pode não possuir subsídios suficientes para analisar e embasar o pedido. Não obstante, uma sentença arbitral não fundamentada prejudica investidores em estratégias de ação, em razão da dificuldade em formar jurisprudências.

Em 2009, a fim de resolver essa questão, a NASD alterou o regulamento e propôs uma solução interessante à questão: se for do interesse das partes, a sentença arbitral poderá ser fundamentada nos fatos e razões jurídicas sob o valor fixo de US\$400,00 apenas pelo árbitro presidente. Assim, a câmara arbitral conseguiu conciliar duas questões importantes, mas aparentemente contrárias: as sentenças arbitrais passam a ser fundamentadas e os gastos continuam baixos.

É claro que a arbitragem continua sendo uma escolha das partes, de modo que a autonomia privada é base do instituto. Portanto, ainda que as regras da NASD não tivessem sido alteradas em 2009, a forma como a arbitragem é conduzida é flexível e as partes podem convencionar que a sentença arbitral deve ser fundamentada, evitando problemas futuros.

No Brasil, a câmara setorial mais conhecida no ramo do mercado de capitais é a Câmara de Arbitragem do Mercado, vinculada a Bolsa de Valores de São Paulo, já bastante abordada nesse trabalho quanto aos seus aspectos principais relacionados aos envolvidos pelo regulamento de adesão obrigatória para os segmentos de listagem Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado e Nível 2 da Bolsa de Valores de São Paulo. A câmara foi instituída pela Bolsa de Valores de São Paulo em 2001 com foco exclusivo na resolução de conflitos decorrentes das relações de mercado, em especial aos conflitos societários.

Vale ressaltar que a indicação da Câmara de Arbitragem do Mercado não é exclusiva de determinados segmentos de listagem, de modo que qualquer contrato pode prever que conflitos dele decorrentes serão dirimidos nela, seja a relação das partes oriundas de companhias de qualquer segmento ou até de companhias não listada na Bolsa de Valores de São Paulo.

Apesar da arbitragem ser obrigatória em alguns segmentos de listagem, as estatísticas do relatório anual da Câmara de Arbitragem do Mercado apontam que, em uma perspectiva histórica, 65% das arbitragens se iniciam com fundamento em cláusulas arbitrais facultativas incluídas voluntariamente pelas partes. A partir disso é possível compreender a relevância e aceitação da arbitragem na comunidade, que optam por ela voluntariamente.

De forma geral, ao promover e incentivar o uso da arbitragem – até como uma boa prática de governança corporativa, a Bolsa de Valores de São Paulo contribui

para oferecer ao mercado de capitais segurança jurídica, agilidade e julgamento especializado aos investidores, incluindo principalmente os estrangeiros.

II.4. Confidencialidade do procedimento arbitral vs. e transparência do mercado de capitais

A transparência da informação é um dos pilares das relações de mercado de capitais, contribuindo muito para o desenvolvimento de segurança aos investidores, bem como diminuição da assimetria informacional entre diretores e administradores das companhias com o público, como abordado anteriormente. A instrução normativa nº 358 da Comissão de Valores Mobiliários regula a transparência nas relações de mercado, por se tratar de tema de interesse público.

Somado a transparência da informação, há também o princípio da publicidade dos atos processuais das ações judiciais que visa democratizar o acesso aos atos da justiça, aproximando a sociedade dos Tribunais, o que é de relevante interesse social.

Por outro lado, com exceção dos casos em que a administração pública é parte, a confidencialidade é amplamente aderida nas arbitragens brasileiras. O sigilo, previsto no regulamento da CAM, é característica vantajosa as partes e muitas vezes determinante na escolha do procedimento, pois suas discussões, imagem e dados sensíveis não se tornam públicos e preservam as partes e segredos de negócio.

Em contrapartida, o sigilo implica poucas informações disponíveis sobre arbitragem no Brasil para análise, pesquisa e desenvolvimento do instituto. Outro fator a se considerar é que a transparência da informação é um dos pilares mais importantes das relações decorrentes do mercado de capitais para os acionistas, de modo que o sigilo das arbitragens implicaria no aumento da assimetria informacional dos envolvidos.

Aos investidores, a publicação de informações sobre arbitragens envolvendo a companhia investida é uma informação relevante e de relevante interesse para estratégia de investimento, que podem afetar diretamente o capital investido. Por outro lado, a divulgação de todas as informações da arbitragem também acarretaria possíveis abalos financeiros, a depender da sensibilidade dos dados. O conflito entre o interesse privado das partes na confidencialidade e do interesse público no *full disclosure* da dinâmica do mercado se tornam, portanto, evidentes. Nesse contexto é importante dizer que a confidencialidade de dados sensíveis se dá em razão de interesses de negócio, particulares, enquanto a transparência se destina mais especificamente aos investidores.

A cooperação das partes envolvidas e das câmaras arbitrais ao selecionar os dados relevantes que precisam ser passados aos investidores e aquelas sensíveis que devem ser acobertados pela confidencialidade é vista como a maneira de dirimir esse embate. A companhia deve, portanto, divulgar informações relevantes aos acionistas como o andamento da arbitragem e o valor envolvido na disputa. Apesar do embate entre o interesse público e particular aparecer novamente no uso da arbitragem no mercado de capitais, têm-se que a transparência da informação é a regra em detrimento da confidencialidade do procedimento arbitral como efeito direto dos princípios e ordem pública.

Outro ponto a ser considerado para afastar a confidencialidade das arbitragens é a necessidade de um banco de sentenças arbitrais para construção de uma jurisprudência arbitral e aumento da segurança jurídica e previsibilidade das decisões. Como a sentença é disponibilizada apenas às partes envolvidas na arbitragem, muitas discussões, teses jurídicas, fundamentos e conclusões de tribunais não estão disponíveis para análise, pesquisa, discussão acadêmica e construção de uma jurisprudência arbitral.

A ausência de um banco de informações e interpretações da matéria acaba atrapalhando o mercado na busca de administrar com mais eficiência possíveis conflitos, bem como pode prejudicar os árbitros – que não possuem parâmetros de outros casos para fundamentar suas decisões com mais precisão sobre a matéria. Ao contrário dos precedentes da justiça comum, a jurisprudência arbitral não vincula os árbitros em suas decisões, mas funciona como parâmetro para aplicação das normas aos casos concretos.

A comunidade arbitral tem se movimentado a fim de incentivar a disponibilização das sentenças arbitrais ao público e algumas instituições começaram a publicar as ementas com as informações úteis ao público, mas preservando dados sensíveis, que prejudicariam as partes do procedimento arbitral.

A título de exemplo, a CAM disponibiliza desde 2018 um ementário de decisões arbitrais, preservando o nome das partes, dos árbitros e da companhia, bem como outras informações sigilosas, ao passo que contribui para que as informações necessárias ao mercado e à academia sejam disponibilizadas.

A discussão parece ter chegado ao fim com a nova resolução da Comissão de Valores Mobiliários nº 80/22 de 29 de março de 2022. Preocupada em proteger os direitos dos acionistas minoritários inseridos no mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários promoveu uma audiência pública (SDM nº 01/21) a fim de alterar a Instrução normativa nº 480 e estabelecer o dever de informação de demandas judiciais e arbitrais. Nos termos do artigo 2 do Anexo I da resolução, as arbitragens instauradas a partir de março de 2022 serão submetidas deverão publicar:

Artigo 2º — O emissor deve divulgar ao mercado as principais informações relativas à demanda, incluindo:

I – notícia acerca da sua instauração, no prazo de 7 (sete) dias úteis a contar, conforme figure a parte na condição de demandante ou demandado, da data de propositura da ação ou da citação ou, em caso de arbitragem, da apresentação do requerimento de sua instauração ou do seu recebimento, indicando:

- a) partes no processo;
- b) valores, bens ou direitos envolvidos;
- c) principais fatos;
- d) pedido ou provimento pleiteado;

(...)

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

IV – qualquer acordo celebrado no curso da demanda, no prazo de 7 (sete) dias úteis da apresentação de sua celebração, indicando valores, partes e outros aspectos que possam ser do interesse da coletividade dos acionistas.

Parágrafo único. Na apresentação das informações de que trata este artigo, não é necessária a disponibilização do inteiro teor dos documentos a que se refiram.

Dessa forma, o sigilo da arbitragem é relativizado, mas não descartado, em prol do interesse público envolvido nas discussões jurídicas e dos efeitos que a sentença arbitral gera aos investidores. A transparência das informações do mercado de capitais prevalece, portanto, se limitando as informações relevantes e restringindo aquelas que causariam maiores danos se divulgadas.

Vale pontuar, por fim, que a publicidade de determinadas informações da arbitragem não pode ser desvirtuada. O PL Antiarbitragem, por exemplo, propõe alterações significantes nesse sentido, para que a composição do tribunal arbitral seja divulgada a fim de evitar a formação de tribunais repetidos – o que nunca foi uma

preocupação da comunidade arbitral, não traz prejuízos ou riscos ao procedimento e ainda representa verdadeira intervenção indevida da lei para regular relações de autonomia privada.

III. BREVES CONSIDERAÇÕES SOBRE GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE CAPITAIS

III.2. O papel da governança corporativa no Brasil

O desenvolvimento do mercado de capitais acelerado pela abertura do Brasil ao mercado estrangeiro, privatizações e demais fatores históricos já abordados, associados ao crescimento das companhias listadas em bolsa de valores e busca por financiamentos que propiciem o crescimento das companhias, geraram um mercado cada vez mais competitivo em busca de investidores. Com a necessidade de maior profissionalização e modernização na gestão dos negócios, também a fim de evitar conflitos societários, busca-se a potencialização dos resultados e atração de investidores, com maior eficiência e resultados pautados a longo prazo.

Para alcançar uma companhia nos moldes dos investidores é essencial atenuar os conflitos de agência e buscar formas de resolução de conflitos mais adequadas as novas necessidades do mercado brasileiro.

A relação entre acionistas minoritários e majoritários é conflituosa por algumas razões, dentre elas se destacam a falta de um conselho de administração composto por pessoas externas que separe as funções de administração e propriedade, a assimetria informacional entre acionistas, administradores e investidores e a falta de proteção dos direitos dos acionistas minoritários.

O objetivo das companhias, então, só seria alcançado a partir de melhores práticas de gestão entre acionistas, o que inicialmente se deu por meio da governança corporativa. Conforme entendimento de Adriana Andrade e José Rossetti (2007, p.24): “[...] a governança corporativa trata dos meios utilizados pelas corporações para estabelecer processos que ajustem os interesses em conflito entre os acionistas das empresas e seus dirigentes de alto nível.”

Para Edson da Silva (2006, p. 16) a governança corporativa contribui com os objetivos atuais das companhias pois “[...] é um conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia, protegendo investidores, empregados e credores, facilitando, assim, o acesso ao capital.”

Como uma necessidade de desenvolvimento do mercado, em 1999 surgiu o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, uma das primeiras iniciativas brasileiras sobre o assunto, reconhecido mundialmente como uma referência na disseminação de melhores práticas de Governança Corporativa. Em parceria com a Bovespa, foi publicado o primeiro Código de Melhores Práticas de Governança Corporativa com o objetivo de elencar as práticas de governança essenciais para atrair investidores e melhorar o desempenho das companhias em atenção ao perfil empresarial brasileiro.

Hoje sua quinta edição traz algumas diretrizes para facilitar a implementação das boas práticas como formas de materializar os princípios basilares da governança corporativa, quais sejam: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa.³¹

A criação de códigos como o do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa transmite uma esperança aos investidores de um começo de probidade, regulamentação e respeito às leis – o que estimula o investimento acionário.

A partir dos pressupostos que regem todas as práticas de governança corporativa e dos problemas de governança corporativa comuns do perfil de companhias do Brasil, percebe-se que, para atração de investidores e desenvolvimento do mercado de capitais, o foco de desenvolvimento deve ser na construção uma companhia com determinadas características. São exemplos, a

³¹ Definidas da seguinte forma pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa: “Transparência: Consiste no desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse, e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos. Não deve restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os demais fatores (inclusive intangíveis) que norteiam a ação gerencial e que conduzem à preservação e à otimização do valor da companhia.

Equidade: Caracteriza-se pelo tratamento justo e isonômico de todos os sócios e demais partes interessadas (stakeholders), levando em consideração seus direitos, deveres, necessidades, interesses e expectativas.

Prestação de Contas (accountability): Os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação de modo claro, conciso, compreensível e tempestivo, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões e atuando com diligência e responsabilidade no âmbito dos seus papéis.

Responsabilidade Corporativa: Os agentes de governança devem zelar pela viabilidade econômico-financeira das companhias, reduzir as externalidades negativas de seus negócios e operações e aumentar as positivas, levando em consideração, no seu modelo de negócios, os diversos capitais (financeiro, manufaturado, intelectual, humano, social, ambiental, reputacional etc.) no curto, médio e longo prazos.” (IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. 5º **Código de melhores práticas da Governança Corporativa**. 5ª edição, São Paulo - SP, 2015, p. 20-21).

adoção de práticas de administração e transparência das informações, que geram não só uma melhora na gestão da relação acionistas-agentes administradores, mas também maior destaque dentre os investidores.

Existem indícios de que o grau de adequação de uma companhia às práticas de governança corporativa gera resultados diferentes. Segundo Alexandre Silveira³²:

[...] o senso comum indica que empresas com uma estrutura de governança corporativa mais adequada às práticas recomendadas pelos agentes de mercado obtêm melhores resultados e também são mais bem avaliadas pelo mercado no preço de suas ações do que empresas com uma estrutura de governança não tão adequada, *ceteris paribus*. Desta forma, parece estar implícita a hipótese de que a estrutura de governança corporativa da empresa afeta seu desempenho e valor de mercado.

Segundo pesquisa realizada pela McKinsey & Company, em parceria com o Banco Mundial³³, a maioria dos investidores afirmam que pagariam entre 18% e 28% a mais em companhias que possuem práticas de administração e transparência. Além disso, 75% dos investidores afirmam que as práticas do conselho de administração são, no mínimo, tão importantes quanto o desempenho financeiro da companhia.

Especificamente na América Latina, a pesquisa ainda diz que os investidores acreditam que estarão mais protegidos em companhias com governança corporativa que respeitem os direitos dos acionistas, o que é considerado pela maioria dos investidores a questão mais importante de governança corporativa no continente.

Em contrapartida, cria-se um ambiente de instabilidade para investidores quando a implementação de práticas de governança corporativa é baixa e, portanto, as ações são desvalorizadas. Outra pesquisa realizada por McKinsey & Company e Korn/Ferry International³⁴, evidenciou que as empresas brasileiras deixam de ganhar em torno de 23% de seu valor de mercado em virtude da não garantia de transparência nas informações ou retorno no investimento.

Para o economista Maílson Nobrega (2000), corroboram com esse cenário fatores inúmeros como, por exemplo, a falta de celeridade do judiciário brasileiro.

³²SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo, SP: Saint Paul Editora, 2005, p. 30.

³³MCKINSEY & COMPANY. **Investor Opinion Survey on corporate governance**. Londres, 2002.

³⁴MCKINSEY & COMPANY e KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de governança corporativa no Brasil**. São Paulo -SP, 2001.

Segundo Maria Helena Santana (2008), a adoção de práticas de governança corporativa pode trazer benefícios às companhias e aos investidores. Quanto às companhias, ela destaca (i) melhora na imagem institucional; (ii) maior visibilidade; (iii) maior demanda por suas ações; (iv) valorização de suas ações; e (v) menor custo do capital. Quanto aos investidores, as vantagens são claras: (i) precisão da precificação das ações; (ii) possibilidade de acompanhar e fiscalizar as companhias; (iii) maior segurança de garantia de seus direitos; (iv) redução de riscos; (v) maior capitalização para companhias; e (vi) possibilidade de investimentos mais diversificados e seguros.

Diante dessas necessidades do mercado de minimizar os conflitos, a governança corporativa atua como grande aliada no processo de evolução e adequação das companhias na economia brasileira.

A pesquisa (MCKINSEY & COMPANY; KORN/FERRY INTERNATIONAL, 2001) ainda apontou as empresas brasileiras listadas na bolsa de valores possuíam um perfil de governança corporativa caracterizado da seguinte maneira:

Quanto a estrutura de propriedade são empresas de estrutura familiar ou com controle compartilhado com poucos investidores com alta concentração da propriedade. Além disso, os acionistas minoritários são pouco ativos e com seus interesses não reconhecidos completamente.

A relação entre propriedade e gestão executiva é marcada por uma alta sobreposição entre propriedade e gestão executiva, com conselhos informais de maioria dos membros compostos por pessoas internas e não externas à companhia.

Por fim, a pesquisa pontuou que os processos do conselho eram marcados por pouca clareza na divisão dos papéis do conselho e da gestão executiva e o nível de transparência era julgado como adequado na visão das empresas, mas não na visão dos investidores.

Segundo André Silva, Ricardo Leal e Silvia Valadares, a presença de ações preferenciais era marcante no perfil das empresas brasileiras³⁵:

É possível que os acionistas controladores detenham uma parcela relevante de ações sem direito a voto por conta da liquidez que oferecem. Por exemplo, Saito (2000) mostra que o valor das ações preferenciais na bolsa em geral é maior do que o valor das ações ordinárias e que o fator mais importante para

³⁵ SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C.; VALADARES, S. M. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. Revista de Administração Contemporânea.** v. 6, n. 1, 2002, p. 17.

explicar tal diferença é a maior liquidez das ações preferenciais. Diante das evidências apresentadas neste e em outros trabalhos revistos, preferimos concluir que os benefícios privados de controle no Brasil são expressivos. Ainda assim, os controladores detêm ações sem direito a voto. As razões podem ser que elas constituam parte da sua compensação como executivos da empresa, uma vez que podem ser vendidas com facilidade, sem alterar a composição do controle da empresa.

O Perfil brasileiro das companhias do mercado é marcado, portanto, pela concentração do controle acionário em núcleos muitas vezes familiares, alta emissão de ações sem direito a voto e fiscalização e transparência pouco trabalhados.

As práticas de governança corporativa no Brasil auxiliam na pulverização do capital, dispersão do controle acionário, maiores mecanismos e estruturas de fiscalização, controle e transparência para valorização da empresa no mercado.

III.3. Iniciativas da Bolsa de Valores de São Paulo

Em vista de um cenário no qual a concentração do controle acionário ainda se mantinha sem grandes incentivos institucionais para desenvolvimento do Mercado de Capitais que estimulasse investidores e a pulverização do capital, a Bolsa de Valores de São Paulo desenvolveu em conjunto com José de Barros (2000) o estudo “Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro” a fim de analisar as problemáticas do mercado brasileiro e formas de resolução delas.

A partir disso, observou-se que os acionistas minoritários eram pouco ativos e tinham seus direitos negligenciados, além da altíssima quantidade de ações preferenciais que estimulavam a concentração de poder. A qualidade das ações oferecidas pelas companhias brasileiras também não era atraente aos investidores.

Por outro lado, aquelas companhias que já estavam adotando determinadas práticas de governança corporativa não conseguiam uma posição de destaque no mercado, pois estavam no mesmo patamar de todas outras companhias – independente das práticas adotadas.

Em vista desse cenário a bolsa de valores lançou em 2000 os seguimentos de listagem a fim de atender melhor os perfis das companhias listadas em conformidade com suas especificidades. De acordo com o site da bolsa de valores³⁶:

Os segmentos especiais de listagem da B3 – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – foram criados no momento em que percebemos que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas.

Começou então um processo de valorização e destaque das companhias que se adequavam as boas práticas de governança corporativa, ao passo que aquelas que ainda não tinham adotado nenhuma dessas medidas se sentiram incentivadas e pressionadas pelo mercado a se desenvolver para atrair investidores.

Os segmentos de listagem foram facilmente absorvidos pelas companhias e investidores, vez que as companhias voluntariamente buscam aderir em suas estruturas societárias práticas mais rígidas que as obrigações regulamentares e

³⁶ B3. **Segmentos de Listagem.** São Paulo - SP.

legislativas, o que transmite maior comprometimento e segurança perante investidores.

Quanto aos investidores, Solange Vieira e André Mendes³⁷ destacam:

a passagem para um patamar superior de governança aumenta o grau de segurança oferecido aos acionistas, bem como melhora a qualidade de informações prestadas pelas empresas. O resultado esperado seria a menor volatilidade das ações e os retornos acima da média do mercado.

O Novo Mercado e a Bovespa Mais são os segmentos de listagem que compreendem o ideal de companhias de grande porte e de pequeno porte, respectivamente, enquanto as demais se limitam a ser segmentos de transição.

Para uma companhia ingressar no Novo Mercado, Nível 1 ou Nível 2, devem consentir em seguir as regras de um regulamento específico desenvolvido pela Bolsa de Valores de São Paulo que fiscalizará o seu cumprimento, nos termos da Resolução CMN nº 2.690/2000 – que consolidou as normas que disciplinam o funcionamento, constituição e organização da bolsa de valores.

A iniciativa da Bolsa de Valores de São Paulo em desenvolver os segmentos de listagem foi essencial para evolução da governança corporativa no mercado de capitais brasileiro, pois incentivou que as companhias focassem em aumentar o desempenho para atrair investimentos melhores.

Diante disso, cada nível dos segmentos de listagem foi pensado para o desenvolvimento de práticas e características específicas para a fase da companhia. A fim de tratar brevemente dos deveres e diferenças de cada nível, vale tratar sobre os níveis 1, 2 e novo mercado de governança corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo.

Primeiro, o foco daquelas que querem aderir ao Nível 1 da Bolsa de Valores de São Paulo deve ser na melhoria na prestação de informações ao mercado e no desenvolvimento de mecanismos para propiciar a descentralização do poder acionário. Para isso, as companhias devem:

- (i) Atribuir o percentual mínimo de 25% do capital social em *free flot* (ações em circulação);

³⁷ VIEIRA, Solange Paiva; e MENDES. **Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro**. Rio de Janeiro – RJ: Revista do BNDES, v. 11, nº 22, 2004.

- (ii) Se esforçar para promover a dispersão acionária com ofertas públicas de distribuição de ações;
- (iii) Compor o conselho de administração por três membros com mandatos de até dois anos;
- (iv) Vedar a acumulação de cargos: os cargos de presidente do conselho e diretor presidente/principal executivo não podem ser exercidos pela mesma pessoa – o regulamento do Nível 1 estipula uma carência de três anos para esse reajuste seja concretizado a partir da data de adesão;
- (v) Promover reunião pública anual para divulgar informações sobre a situação econômico-financeira da companhia, bem como projetos futuros;
- (vi) Publicar calendário que conste os eventos corporativos da companhia, principalmente a data da reunião pública anual e da divulgação das informações financeiras do exercício social;
- (vii) Oferecer informações para além daquelas exigidas pela Comissão de Valores Mobiliários através do ITR e do Formulário de Referências; e
- (viii) Desenvolver política de negociação com valores mobiliários e código de conduta.

Os bancos BMG, Bradesco, Itaú, Pan e as companhias de energia CEMIG, CESP, CEEE-GT são exemplos de companhias que aderiram o Nível 1 de Governança Corporativa.

Segundo, as companhias que desejam aderir ao Nível 2 de Governança Corporativa possuem, para além das obrigações do Nível 1, o foco em garantir os direitos dos acionistas minoritários. Para isso, as companhias devem:

- (i) Garantir direitos adicionais aos acionistas preferenciais, como o direito ao voto em determinadas matérias consideradas de extrema relevância, quais sejam, fusão, aquisição, cisão, aprovação de contas, avaliação de bens para integralizar o capital social, dentre outras situações;
- (ii) Atribuir 100% de *tag along* para acionistas ordinários e preferenciais;
- (iii) Compor o conselho de administração por cinco membros, dos quais ao menos um deve ser independente, com mandatos de até dois anos;

- (iv) Permitir que o Conselho de Administração se manifeste sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia com conteúdo mínimo;
- (v) Traduzir as demonstrações financeiras oficialmente para língua inglesa;
- (vi) Aderir à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de qualquer conflito decorrente das relações do mercado de capitais;
- (vii) Nas hipóteses de fechamento do capital ou cancelamento do registro, realizar uma oferta pública de aquisição de todas as ações pelo valor econômico, que deverá ser calculado por empresa especializada e independente, de acordo com as normas da Bolsa de Valores de São Paulo; e
- (viii) Vedar, no estatuto social, limites ao número de votos de acionistas em porcentagens menores que 5% da quantidade de ações ordinárias e preferenciais com direito ao voto.

A Petrobras e as companhias de avião Azul e Gol são exemplos de companhias que aderiram o Nível 2 de Governança Corporativa.

Terceiro, as companhias que desejam estar listadas no Novo Mercado possuem, para além das obrigações do Nível 1 e 2, o foco na adoção de medidas mais rígidas de qualidade da informação divulgada. Uma das características mais marcantes é a presença de apenas ações ordinárias. Para isso, as companhias devem:

- (i) Compor o capital social apenas por ações ordinárias;
- (ii) O *free float* se mantém com mínimo de 25%. Entretanto, nos casos em que a ADTV (*average daily trading volume*) for superior a 25 milhões de reais, o *free float* pode ser de no mínimo 15%;
- (iii) Promover a dispersão acionária com ofertas públicas de distribuição de ações, com exceção das ofertas realizadas por meio da Instrução Normativa nº 467 da Comissão de Valores Mobiliários;
- (iv) Compor o Conselho de Administração por no mínimo 3 membros, dos quais 2 ou 20% devem ser independentes – com mandato unificado de até 2 anos;
- (v) Permitir que o Conselho de Administração se manifeste sobre qualquer oferta pública de aquisição de ações de emissão da companhia com

conteúdo mínimo que incluía alternativas à aceitação das Ofertas Públicas de Aquisição;

- (vi) Publicar Fatos Relevantes, proventos e *press realese* de resultados;
- (vii) Após a divulgação de resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras, realizar uma reunião em cinco dias para tratar das informações disponibilizadas;
- (viii) Estabelecer uma política adicional de informação, para além do código de conduta;
- (ix) Se da saída do segmento ou Oferta Pública de Aquisição, se atentar a estabelecer um valor justo com quórum de aprovação de mais de 1/3 dos titulares das ações em circulação; e
- (x) Criar um Comitê de Auditoria, uma área de auditoria interna e mecanismos e *compliance*.

O Novo Mercado possui uma proposta diferente dos outros segmentos de mercado, sendo marcado pelo objetivo de redução dos riscos ao investidor e consequente valorização das ações. Nesse sentido, os Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa atendem bem as companhias em transição. Segundo Maria Helena Santana³⁸:

A premissa básica que norteou a criação do Novo Mercado foi de que a redução da percepção de risco por parte dos investidores influenciaria positivamente a valorização e a liquidez das ações negociadas, sendo que, de acordo com os seus idealizadores, a percepção de menor risco ocorreria graças a conferência de direitos e garantias adicionais concedidos aos acionistas e a redução na assimetria de informações entre controladores administradores das empresas e participantes do mercado.

Portanto, a percepção de risco é reduzida com a adoção de garantias aos acionistas e níveis altos de transparência da informação. Para que uma companhia se insira no Novo Mercado, é necessário que atenda altos padrões de Governança Corporativa, o que requer planejamento e tempo para se concretizar.

³⁸ SANTANA, Maria Helena. **Novo Mercado and Its Followers**. In: *Focus 5, Global Corporate Governance Forum*. Washington: International Finance Corporation, 2008, p. 3.

IV. CONCLUSÃO

Para chegar às conclusões, é importante retomar o objetivo da pesquisa: como a arbitragem se manifesta e se adequa aos conflitos decorrentes das relações do mercado de capitais no Brasil e como se dão os embates principiológicos do instituto com o setor.

Inicialmente, foi possível compreender que a história do mercado de capitais no Brasil delimitou o perfil de governança corporativa brasileiro, marcado pela centralização acionária em grupos familiares, com pouca garantia de direitos dos acionistas minoritários, assimetria informacional e acúmulo de funções de gestão e propriedade nos mesmos agentes.

A teoria do conflito de agência faz concluir também que práticas de governança corporativa aliadas a métodos eficazes de solução de conflitos auxiliam no desenvolvimento do mercado de capitais e gestão desses conflitos.

A história da arbitragem nas relações comerciais e sua presença no direito brasileiro mostram que o instituto possui uma tendência de crescimento no Brasil em razão de suas vantagens às partes do mercado acionário. Ainda que movimentos contrários ao instituto apareçam no Brasil, a comunidade arbitral sempre se posiciona a favor da manutenção e autorregulação da arbitragem, em respeito à autonomia privada e características basilares da arbitragem.

Apesar das especificidades e aparentes conflitos de interesses e principiológicos entre a arbitragem e a dinâmica do mercado de capitais, foi possível concluir que ainda assim, esse é o método de solução de conflitos mais adequado para essas relações em comparação à tutela jurisdicional estatal. A adesão à CAM a determinados níveis dos segmentos de listagem como uma das práticas adequadas das companhias de mais alto nível de governança, acarreta maiores dados para regulação do mercado, bem como soluções mais eficazes, rápidas e especializadas, que atendem melhor a dinâmica do mercado de capitais.

Em relação ao uso da arbitragem nas relações oriundas do mercado de capitais, pode-se concluir que (i) a arbitragem é o método mais adequado de solução de conflitos para direitos patrimoniais disponíveis do mercado de capitais; (ii) embora muitas discussões e relações do mercado sejam estritamente patrimoniais, em

decorrência do interesse público envolvido, a arbitrabilidade de determinadas demandas acaba sendo prejudicada; (iii) a extensão da cláusula compromissória presentes nos estatutos sociais e nos acordos de acionistas se estendem aos acionistas dissidentes e futuros acionistas, que se vinculam a arbitragem ainda que não tenham anuído expressamente com a inclusão da cláusula e (iv) a confidencialidade da arbitragem não pode prejudicar o dever de transparência das relações do mercado de capitais.

Por fim, foi possível delinear brevemente o instituto da governança corporativa e da arbitragem a partir de seu surgimento com a evolução do mercado de capitais no Brasil, para que fosse possível entender os papéis que cada tema atuava para colaborações e efeitos diretos no desenvolvimento do mercado de capitais, com a consequente atração de novos investidores e valorização das companhias brasileiras, bem como explorar suas práticas de governança corporativa recomendadas de acordo com o perfil de governança corporativa do Brasil.

De modo geral, é possível concluir com a leitura da bibliografia da pesquisa que a governança corporativa e a arbitragem são mecanismos que auxiliam no desenvolvimento do mercado de capitais, com a regulação mais eficaz dos conflitos, valorização da companhia e atração de investidores.

BIBLIOGRAFIA

AGUILERA, R. V., DESENDER, K., BEDNAR, M. K., & Lee, J. H. **Connecting the Dots – Bringing External Corporate Governance into the Corporate Governance Puzzle**. Nova Iorque: *The Academy of Management Annals*, 2015. *E-book*.

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. **Production, information costs and economic organization**. *The American Economic Review*, v.62, n.5.,1972. *E-book*.

ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. 3ª edição. São Paulo - SP: Atlas, 2007. *E-book*.

ANDRADE, Lélis Pedro de; SALAZAR, German Torres; CALEGÁRIO, Cristina Lélis Leal; e SILVA, Sabrina Soares. **Governança corporativa: uma análise da relação do conselho de administração com o valor de mercado e desempenho das empresas Brasileiras**. São Paulo - SP: Revista de Administração Mackenzie, vol.10 nº.4, 2009. *E-book*.

B3. **Segmentos de Listagem**. São Paulo - SP.

BAKER, G.; JENSEN, M.; MURPHY, K. **Compensation and incentives: practice vs. theory**. *The Journal of Finance*, v. 43, n. 3, 1988. *E-book*.

BARROS, José C. Mendonça de; Bolsa de Valores de São Paulo. **Desafios e oportunidades para o mercado de capitais brasileiro**. São Paulo - SP: BOVESPA, 2000. *E-book*.

BEDICKS, Heloisa. **Governança corporativa e dispersão de capital: múltiplos casos no Brasil**. 1ª edição. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009. *E-book*.

BEDICKS, Heloisa. **Governança corporativa e dispersão de capital sob a perspectiva da governança corporativa: Um estudo de casos múltiplos**. São Paulo – SP: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2008. Dissertação de Mestrado em Administração.

BIANCHI, Márcia. **A controladoria como um mecanismo interno de governança corporativa e de redução dos conflitos de interesse entre principal e agente**. São Leopoldo – RS: Universidade do Vale do Rio dos Sinos, 2005. Dissertação de Mestrado em Ciências Contábeis.

BINNIE, Patricia Paoliello Lamaneres. **Arbitragem no direito societário: reflexões sobre a eficácia subjetiva da cláusula compromissória inserida em contrato e estatutos sociais**. São Paulo – SP: Revista Brasileira de Arbitragem, n. 38, 2013. *E-book*.

CAHALI, Francisco José. **Curso de arbitragem: mediação: conciliação: tribunal multiportas**. São Paulo - SP: Editora Revista dos Tribunais, 2015.

CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo – Um Comentário à Lei nº 9.307/96**. 3ª edição. São Paulo - SP: Ed. Atlas S.A., 2009.

CARVALHO, ANTONIO G. **Efeitos da migração para os níveis de governança da BOVESPA: Trabalho preparado para a BOVESPA**. São Paulo – SP: Departamento de Economia, Universidade de São Paulo, 2003.

CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. **Estatísticas CAM B3**. São Paulo – SP, 2019.

CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. **Estatísticas CAM B3**. São Paulo – SP, 2020.

CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. **Estatísticas CAM B3**. São Paulo – SP, 2021.

CLEMENTE, E. S. **Governança corporativa e questões jurídicas concretas**. In: CANTIDIANO, L. L., CORRÊA, R. (orgs.). *Governança corporativa: empresas transparentes na sociedade de capitais*. São Paulo - SP: Lazuli Editora, 2004.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Recomendações da CVM sobre governança corporativa**. São Paulo – SP, 2002.

DO AMARAL, Andréa Costa. **Mercado de valores mobiliários: a arbitragem para solução de conflitos**. São Paulo - SP: Revista do Curso de Direito do Centro Universitário CESMAC, 2013.

FALCÃO, Aileen Raphysa Sauaia. **Estudos sobre processo civil e outros meios de solução das controvérsias**. São Luís - MA: EDUFMA, 2017.

FLAKS, Luís Loria. **A arbitragem na reforma da lei das S/A. Revista de direito mercantil industrial, econômico e financeiro.** São Paulo - SP: Malheiros Editores, 2003.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código de melhores práticas da Governança Corporativa.** São Paulo - SP, 1999.

IBGC - Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **5º Código de melhores práticas da Governança Corporativa.** 5ª edição, São Paulo - SP, 2015.

ITAÚ. **Política de Remuneração aos Acionistas (Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio).** São Paulo – SP: ITAÚ. Disponível em: <https://www.itaubr.com.br/download-file/v2/d/42787847-4cf6-4461-94a5-40ed237dca33/da0f92e9-7123-b0bb-ff77-6a6908ea1c06?origin=2>. Acesso em: 31.10.2022.

JENSEN, M.C.; MECKLING, William H. ***Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure.*** *Journal of Financial Economics*, v.3, n.4, 1976.

KAMADA, Vitor. **Limites da arbitragem no mercado de capitais: abordagem das finanças comportamentais.** Campinas – SP: Universidade Estadual de Campinas, 2010. Dissertação de mestrado em Economia.

KAYO, Eduardo Kazuo; PUNSUVO, Fábio Ribeiri; BARROS, Lucas Ayres Barreira de Campos. **O ativismo dos fundos de pensão e a qualidade da governança corporativa.** São Paulo - SP: Scielo Brazil, 06.05.2008.

LAURETTI, Lélío. **O princípio da transparência no contexto da governança corporativa.** São Paulo – SP: Ethos, 2013.

LÉVY, Daniel de Andrade. **Aspectos Polêmicos da Arbitragem no Mercado de Capitais.** São Paulo – SP: Revista Brasileira de Arbitragem, ano 7, nº 27, 2010.

MARTINS, Pedro Antônio Batista. **Anotações sobre a Arbitragem no Brasil e o Projeto de Lei do Senado nº 78/92.** São Paulo – SP: Editora RT, 1995.

MARTINS, Pedro Antônio Batista. **A arbitrabilidade subjetiva e a imperatividade dos direitos societários como pretensão fator impeditivo para a adoção da**

arbitragem nas sociedades anônimas. Rio de Janeiro - RJ: Batista Martins Advogados.

MARTINS, Pedro A. Batista; LEMES, SELMA M. Ferreira; CARMONA, Carlos Alberto. **Aspectos Fundamentais da Lei de Arbitragem.** Rio de Janeiro - RJ: Forense, 1999.

MCKINSEY & COMPANY e KORN/FERRY INTERNATIONAL. **Panorama de governança corporativa no Brasil.** São Paulo - SP, 2001

MCKINSEY & COMPANY. *Investor Opinion Survey on corporate governance.* Londres, 2002.

MONKS, R. A.G.; MINOW, N. **Corporate governance.** Oxford: Blackwell, 2004.

MOURA, Geovanne Dias de; e BEUREN, Ilse Maria. **Conselho de Administração das Empresas de Governança Corporativa Listadas na BM&Fbovespa: análise à luz da entropia da informação da atuação independente.** Blumenau – SC: Revista de Ciências da Administração, v.13, n.29, 2011.

NOBREGA, Mailson. **O Mercado de capitais: sua importância para o desenvolvimento e os entraves com que se defronta no Brasil.** São Paulo - SP: Bovespa, 2000.

ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. **Relatório Oficial sobre Governança Corporativa na América Latina.** 2003.

PASSARO, Juliano. **BBDC3 por BBDC4? Analistas comentam se vale trocar ações do Bradesco.** BP MONEY, 23 de maio de 2022. Disponível em: <https://www.bpmoney.com.br/noticias/mercado/acoes-bradesco-vale-trocar-bbdc3-bbdc4>. Acesso em: 31.10.2022.

PEIXE, Francine C. Darós. **Novo Mercado: obstáculos e atrativos para as empresas do nível 1 de governança corporativa.** São Paulo - SP: Universidade de São Paulo, 2003. Dissertação de Mestrado em Administração.

PRADO, Viviane Muller; BURANELLI, Vinicius Correa. **Pesquisa de jurisprudência sobre o direito societário e mercado de capitais no Tribunal de Justiça de São Paulo.** São Paulo - SP: Caderno Direito da Fundação Getúlio Vargas, v. 2, n. 1, 2006.

PUCCI, Adriana Noemi. **Impugnação de árbitros**. In: CARMONA, Carlos Alberto; LEMES, Selma Ferreira; MARTINS, Pedro Batista. 20 anos da Lei de Arbitragem. Rio de Janeiro - RJ: Atlas, 2017.

PUNSUVO, Fábio Riberi. **Qualidade da Governança corporativa e participação societária dos fundos de pensão nas empresas de capital aberto brasileiras**. São Paulo -SP: Universidade Presbiteriana Mackenzie, 2006. Dissertação de mestrado em Administração de Empresas.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. São Paulo - SP: Saraiva, vol. 2, 2003.

RODOVALHO, Thiago. **Aspectos introdutórios da arbitragem: Manual de Arbitragem para Advogados**. Conselho Federal da OAB. CACB – Confederação das Associações Comerciais e Empresariais do Brasil, 2015.

SANTANA, Maria Helena. ***Novo Mercado and Its Followers***. In: *Focus 5, Global Corporate Governance Forum*. Washington: International Finance Corporation, 2008.

SILVA, E. C. **Governança corporativa nas empresas: guia prático de orientação para acionistas e conselho de administração**. São Paulo - SP: Atlas, 2006.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C.; VALADARES, S. M. **Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto**. *Revista de Administração Contemporânea*. v. 6, n. 1, 2002.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança corporativa: desempenho e valor da empresa no Brasil**. São Paulo, SP: Saint Paul Editora, 2005.

SPAGNUOLO, Sérgio. **Ambev propõe reorganização societária para ter apenas ações ON**. São Paulo – SP: Jornal G1, 07 de dezembro de 2012.

TIMM, Luciano Benetti; SILVA, Rodrigo Tellechea. **O acordo de acionistas e o uso da Arbitragem como forma de resolução de conflitos societários**. São Paulo - SP: Revista Brasileira de Arbitragem, n. 15, 2007.

VALENTE, Graziella. **Ambev terá apenas ações ordinárias**. São Paulo – SP: O Valor, 10 de dezembro de 2012.

VIEIRA, Solange Paiva; e MENDES. **Governança Corporativa: uma análise de sua evolução e Impactos no Mercado de Capitais Brasileiro**. Rio de Janeiro – RJ: Revista do BNDES, v. 11, nº 22, 2004.

WALD, Arnaldo. **A crise e a arbitragem no direito societário e bancário**. São Paulo – SP: Editora RT, Revista de Arbitragem e Mediação. vol. 20., 2009.