



Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro

Relatório Preliminar

Outubro de 2019

Aviso

As visões e opiniões expressas neste relatório são dos autores e não necessariamente refletem posicionamentos ou expressam posições oficiais do Ministério da Economia, da Comissão de Valores Mobiliários ou de qualquer outra organização. O Grupo de Trabalho reconhece o fundamental suporte do Prosperity Fund do Reino Unido e as contribuições recebidas do Secretariado da OCDE, do Comitê de Governança Corporativa daquela organização.

O documento foi produzido com dados fornecidos pelo Secretariado da OCDE, pelo Comitê de Governança Corporativa daquela organização e com dados e suporte estatístico da B3. Contou, ainda, com a colaboração dos professores Viviane Muller Prado e Guilherme Setoguti Pereira. O GT agradece ainda aos participantes do Workshop realizado nos dias 8 e 9 de novembro de 2018 (v. item 19 do relatório), que influenciaram de modo significativo as conclusões do GT.

Fortalecimento dos meios de
tutela reparatória dos direitos
dos acionistas no mercado de
capitais brasileiro

Relatório Preliminar

Brasília
Outubro de 2019

Ficha Técnica

Grupo de Trabalho (GT) para Fortalecimento dos Meios de Tutela Reparatória dos Direitos dos Acionistas

Os membros do GT estão listados abaixo. Todos os membros contribuíram para com o trabalho do grupo. Os autores do relatório estão assinalados em negrito.

Organização	Nome
CVM	Pablo Renteria (2018)
CVM	Gustavo Machado Gonzalez (2018/2019)
CVM	José Alexandre Cavalcanti Vasco (2018/2019)
CVM	Zora Lyra (2018/2019)
CVM	Marília Carneiro da Cunha Lopes (2018/2019)
CVM	Vicente Dalvo Camilo Neto (2018)
Ministry of Economy	Priscila Grecov (2018)
Ministry of Economy	Orlando César de Sousa Silva (2018/2019)
Ministry of Economy	Roberto Domingos Taufick (2018)
Ministry of Economy	Angelo José Mont Alverne Duarte(2018)

Outros participantes:

OECD	Daniel Blume (2018/2019)
CVM	Florisvaldo Justino Machado Gonçalves (2018/2019)
INSPER	Guilherme Setoguti Pereira (2018/2019)
FGV Direito SP	Viviane Muller Prado (2018)

Este documento é uma tradução livre do relatório produzido originalmente em inglês.

Índice

1. - Introdução	4
2. - Mecanismos judiciais de resolução de conflitos envolvendo acionistas	11
2.1. - Ações judiciais disponíveis para demandas societárias no Brasil	11
2.2. - Outras questões processuais	17
3. - O uso da arbitragem no mercado de capitais brasileiro	19
3.1. - Arcabouço jurídico	19
3.2. - Previsão de arbitragem obrigatória nos segmentos especiais de listagem	19
3.3. - Desafios relacionados ao uso da arbitragem em companhias abertas	20

1. Introdução

A importância da tutela privada

Nos últimos anos, a economia brasileira foi enormemente afetada por escândalos empresariais, envolvendo tanto o setor público quanto o setor privado. Tais episódios afetaram a credibilidade e o valor de algumas das grandes companhias abertas do país, trazendo à tona a questão dos mecanismos de enforcement dos direitos dos investidores brasileiros e as eventuais medidas a serem adotadas para aprimorá-los.

Há uma percepção generalizada de que o atual regime jurídico não oferece mecanismos adequados para proteção do investidor. De fato, é relativamente incomum o ajuizamento de ações judiciais ou processos de arbitragem por acionistas minoritários brasileiros com o objetivo de obter reparação civil de administradores ou acionistas controladores. Vários fatores podem explicar o baixo número de processos, tais como falta de informação, custos, restrições à legitimidade ativa do acionista e o risco de prejuízos adicionais (por exemplo, devido ao regime de ônus de sucumbência imposto à parte perdedora¹). Esses fatores advêm, em regra, das características do sistema jurídico brasileiro.

O acesso a mecanismos efetivos de tutela privada é fundamental para o desenvolvimento de um mercado de capitais robusto. A propósito, a existência de mecanismos efetivos para tutelar os direitos de acionistas minoritários prejudicados por atos ilícitos praticados por acionistas controladores ou administradores de companhias abertas, não apenas satisfará seus interesses individuais², como também produzirá externalidades positivas. Isso porque a reparação efetiva pode melhorar o nível de conformidade do mercado com as normas e aumentar a confiança do investidor no mercado de capitais.

Do ponto de vista econômico, um mercado de ações que protege acionistas minoritários tende a propiciar que companhias de capital aberto tenham acesso mais fácil a capital por meio de financiamento exter-

no³. Como apontado em vários estudos⁴, “variações na legislação [e no arcabouço regulatório], bem como a efetiva aplicação dessas normas são fundamentais para entender por que as empresas captam mais fundos em alguns países que em outros. Em larga medida, potenciais acionistas e credores financiam empresas porque seus direitos estão protegidos pela lei”⁵.

A esse respeito, o Princípio II.G do G20/OCDE traz a seguinte recomendação: “os acionistas minoritários devem ser protegidos contra ações abusivas praticadas, direta ou indiretamente, por acionistas controladores (ou no interesse destes) e devem ter meios efetivos de reparação...”. De acordo com o G20/OCDE, “a confiança do investidor de que o capital por eles aportado será protegido contra uso indevido ou apropriação indevida por parte de diretores executivos, membros do conselho de administração ou acionistas controladores é um fator importante no desenvolvimento e no bom funcionamento do mercado de capitais”⁶, e deve ser analisado por meio de uma abordagem equilibrada: deve-se permitir que o investidor busque remédios contra a violação de seus direitos de propriedade, sem estimular a litigância excessiva e frívola.

Não há dúvidas de que os mecanismos privados de tutela atualmente existentes no Brasil precisam ser aprimorados com o intuito de ampliar sua efetividade no campo do direito societário e do mercado de capitais – especialmente no que tange à questão da reparação de investidores. Até o momento, contudo, não se tem notícia de aprofundados estudos, análises e diagnósticos mapeando os pontos fortes e fracos do panorama atual para subsidiar uma eventual reforma legislativa ou regulatória. Em particular, falta pesquisa acadêmica comparando os prós e os contras da litigância corporativa/do mercado de capitais, por meio do sistema judiciário tradicional e de mecanismos alternativos de resolução de conflitos – especialmente a

³ Ver Reese, William Jr. & Weisbach, Michael S., 2002. “Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings”, *Journal of Financial Economics*, Elsevier, vol. 66(1), páginas 65-104.

⁴ Ver La Porta et. al (1997, 1998, 199b, 2000), Rajan and Zingales (1999) and Grinblatt and Titman (1998).

⁵ LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 2000. “Investor Protection and Corporate Governance”. *Journal of Financial Economics* 58 (1-2): 3-27.

⁶ Ver G20/OCDE, *Princípios de Governança Corporativa* (Setembro, 2015), páginas 28 e 20, disponível em: <https://www.oecd.org/daf/ca/Corporate-Governance-Principles-ENG.pdf>.

¹ De acordo com o Código de Processo Civil (Lei 13.105/2015), a parte vencida deve pagar honorários advocatícios à parte vencedora, que são fixados de 10 a 20 por cento do valor da causa mais as custas processuais.

² Ver CFA Institute, *Investor Redress* (Novembro/Dezembro, 2014), disponível em: <https://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/cfm.v25.n6.16>.

arbitragem, que, de acordo com a Lei 6.404/76, pode substituir as ações judiciais para dirimir controvérsias envolvendo a companhia, minoritários e acionistas controladores no Brasil (desde que haja previsão nesse sentido no estatuto da companhia).

Tutela Privada x Pública

Atualmente, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) desempenha um papel importante nas disputas entre acionistas. A CVM possui competência para analisar questões de direito societário e autoridade para iniciar processos administrativos e impor sanções contra infratores da lei societária (Lei 6.404/1976), da lei de mercado de capitais (Lei 6.385/76) e da regulamentação por ela emanada. Contudo, a autarquia carece de competência para determinar o pagamento de indenização aos investidores que foram lesados. O único caso em que a CVM pode exigir a reparação de investidores é no âmbito da celebração de termos de compromisso com participantes do mercado⁷.

Portanto, os principais mecanismos disponíveis no Brasil para reparação de investidores estão além da competência administrativa da CVM, haja vista que, em regra, a autarquia não participa e, em alguns casos, sequer possui conhecimento de ações judiciais e processos de arbitragem envolvendo companhias abertas ou outros participantes do mercado⁸.

De acordo com o levantamento feito pelo Comitê de Governança Corporativa da OCDE sobre supervisão e enforcement em governança corporativa⁹, embora a maioria das jurisdições contem, primordialmente, com tutela pública, aquelas que adotam tanto mecanismos de tutela pública quanto privada puderam constatar o desempenho de papéis complementares importantes entre as duas formas de tutela. Essa complementaridade é especialmente relevante quando se trata de reparação, uma vez que esta geralmente requer o ajuizamento de uma ação pelo acionis-

⁷ Nos casos em que a acusação da CVM identifica a existência de danos, a reparação é uma condição para a celebração de termo de compromisso (Artigo 11, § 5, II, Lei No. 6.385/76).

⁸ Como será explicado mais adiante, a Lei 7.913/89 confere poderes à CVM e ao Ministério Público para litigar, a fim de evitar perdas ou de buscar indenização por danos aos proprietários de valores mobiliários e investidores. Além disso, de acordo com a Lei No. 6.385/76, a CVM será intimada a, querendo, participar como *amicus curiae*, oferecendo pareceres ou prestando esclarecimentos, nos processos judiciais que tenham por objetivo matéria incluída em sua competência. Porém, essa comunicação judicial nem sempre acontece. Assim, se a companhia não considerar o ajuizamento do processo uma informação relevante, a ciência da CVM a respeito do processo estará comprometida.

⁹ OCDE, *Supervisão e Sanção em Governança Corporativa*. OECD Publishing, 2013, disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/SupervisionandEnforcementinCorporateGovernance2013.pdf>.

ta prejudicado¹⁰. A revisão de pares da OCDE sobre supervisão e enforcement¹¹ constatou que, no Brasil, a tutela privada é, na prática, muito frágil. Existem falhas no sistema atual que não estimulam suficientemente o acionista a buscar reparação por si, – o que acaba produzindo um desequilíbrio, que concentra a carga da tutela sobre as autoridades públicas (CVM e Ministério Público). Em suma, as reclamações de acionistas protocoladas na CVM acabaram por substituir os mecanismos privados de tutela.

Considerando, entre outros fatores, as limitações da CVM com relação à reparação do investidor, este relatório busca identificar mecanismos para equilibrar a tutela pública e a tutela privada, oferecendo sugestões de aperfeiçoamento da tutela privada no Brasil.

Um breve panorama do mercado acionário brasileiro

Em 31 de dezembro de 2018, havia 400 companhias abertas no Brasil com ações admitidas à negociação na Bolsa de Valores de São Paulo – atualmente denominada B3 –, a única bolsa de valores em operação no Brasil atualmente. Desde o ano 2000, a B3 tem diferentes segmentos de listagem¹² para companhias abertas. A adesão aos segmentos especiais é voluntária, mas cada segmento exige a adoção de regras de governança corporativa além das exigidas em lei. As regras dos segmentos especiais de listagem possuem um impacto direto e importante nas discussões sobre tutela privada, uma vez que os segmentos especiais de listagem com exigências mais rigorosas – Novo Mercado, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 – exigem a inclusão obrigatória de cláusula compromissória no estatuto social.

¹⁰ A esse respeito, embora, a priori, o envolvimento de autoridades do Estado possa facilitar e fortalecer ações privadas, há limitações à sua participação devido à falta de recursos, questões de legitimidade, entre outros fatores.

¹¹ OCDE, *Supervisão e Sanção em Governança Corporativa*. OECD Publishing, 2013, disponível em: <http://www.oecd.org/dataoecd/SupervisionandEnforcementinCorporateGovernance2013.pdf>.

¹² De acordo com a B3, “[o]s 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. Todos esses segmentos prezam por regras de governança corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem. Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado, os regulamentos visam à mitigação do risco de assimetria informacional. A B3 possui ainda o Segmento Básico, segmento de listagem que não conta com regras diferenciadas de governança corporativa.” (Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/)

A tabela 1 abaixo apresenta de que forma as 400 companhias abertas com ações admitidas à negociação na B3 estavam divididas entre seus diferentes segmentos de listagem, em 31 de dezembro de 2018:

Tabela 1. Nº de companhias abertas listadas em cada segmento da B3 (em 31/12/2018)

B3 BOLSA DE VALORES	N. de companhias abertas Dez./18
Mercado padrão (sem regras de governança adicionais)	194
Segmentos Especiais de Listagem	206
Novo Mercado	143
Nível 2	19
Nível 1	27
BOVESPA Mais	15
BOVESPA Mais Nível 2	2
Total	400

Em 31 de dezembro de 2018, de um total de 400 companhias abertas listadas na B3, 179 (44,75%) estavam listadas em segmentos que impõem a inclusão de cláusula de arbitragem no Estatuto Social, especialmente o Novo Mercado. Além disso, ao longo dos anos, tem se verificado uma clara tendência de migração das companhias para os segmentos mais rigorosos – aqueles que exigem cláusula de arbitragem obrigatória no estatuto social. A tabela a seguir resume o número de ofertas de ações concluídas no Brasil (na B3) entre 2017 e 2019, divididas pelos diferentes segmentos de listagem:

Tabela 2. Nº de ofertas de ações concluídas por segmento de listagem entre 2007-2019

Ano	Padrão	BDR	Mais	Nível 1	Nível 2	Novo Mercado	Total
2007	1	6		9	8	52	76
2008		1	1	3	1	6	12
2009					4	20	24
2010	1				1	20	22
2011				1	2	19	22
2012				1	1	9	12
2013			1		4	12	17
2014				1		1	2
2015	1			1		3	5
2016	1			1	3	5	10
2017	3	1			4	18	26
2018				1		4	5

O Grupo de Trabalho Conjunto do Ministério da Economia e da CVM sobre fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro.

Em março de 2018, o Ministério da Economia (ME) do Brasil e a CVM formaram um grupo de trabalho (GT) e lançaram conjuntamente um projeto com o intuito de aprimorar a proteção de investidores no mercado de capitais do país, por meio do desenvolvimento de mecanismos relacionados à tutela privada dos direitos dos acionistas e à efetividade da reparação de danos¹³.

O desenvolvimento do projeto conta com o apoio financeiro do Prosperity Fund da Grã-Bretanha e apoio técnico do Comitê de Governança Corporativa da OCDE, incluindo apoio ao benchmarking do Brasil com relação a

¹³ O Ministro da Economia e o Presidente da CVM assinaram a Portaria Conjunta MF/CVM em 21 de março de 2018, publicada no D.O.U. em 11 de abril de 2018.

abordagens e práticas de outros membros da OCDE, a fim de ajudar a garantir que os esforços do Brasil para fortalecer sua estrutura e as práticas nessa área seja consistentes com os Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE, sua principal referência. A CVM, juntamente com a OCDE, preparou uma Especificação do Projeto em junho de 2018, estabelecendo um escopo inicial, os resultados esperados e as datas provisórias do cronograma.

Este relatório preliminar é um dos principais resultados da primeira fase do projeto, conforme previsto na Especificação do Projeto, e representa o cumprimento da principal tarefa do GT, conforme acordado entre o ME e a CVM em março de 2018. O documento foi preparado pelo GT, com o apoio da OCDE.

Prosperity Fund da OCDE/Reino Unido

O apoio do Prosperity Fund do Reino Unido e da OCDE foi essencial para o desenvolvimento do Projeto. De fato, a parceria que a CVM vem desenvolvendo com o Prosperity Fund ao longo dos anos tem sido significativamente proveitosa e gratificante, tendo em vista o alinhamento da agenda do Prosperity Fund com o mandato da CVM. Dessa forma, a CVM espera que o Prosperity Fund continue interessado em fornecer apoio financeiro para este projeto, assim como para outros que visem a produzir um impacto positivo no Brasil, promovendo o crescimento econômico do país. Em especial, a agenda do Prosperity Fund com a OCDE permitiu que a CVM contasse com o apoio técnico da OCDE para este projeto, participação que tem se mostrado fundamental até o momento.

A esse respeito, cabe destacar que este Projeto faz parte de um contínuo processo conduzido pela CVM com o intuito de promover o desenvolvimento das melhores práticas de governança corporativa no Brasil – com base no estudo da experiência internacional. Mais que isso, este Projeto insere-se em nosso objetivo de ser formalmente aceito como membro da OCDE – o que exigiria o cumprimento dos Princípios do G20/OCDE também sobre este assunto específico. Assim, a contribuição da OCDE, do seu Secretariado e dos especialistas de seu Comitê de Governança Corporativa para debater as questões em discussão no Projeto, organizar eventos internacionais e nos apresentar sua expertise única sobre o arcabouço legal internacional agrega grande valor ao trabalho da CVM.

Workshop

Um dos primeiros passos dados no contexto do Projeto foi a organização de um “Workshop sobre o Fortalecimento dos Meios de Tutela Reparatória dos Direitos dos Acionistas no Mercado de Capitais

Brasileiro”, realizada nos dias 8 e 9 de novembro de 2018, no Insper¹⁴, em São Paulo. O Workshop contou com a participação de importantes autoridades públicas brasileiras e internacionais, especialistas da academia e profissionais do setor privado com experiência relevante sobre o assunto.

Para dar suporte às discussões do Workshop, o GT preparou¹⁵ uma Issues Note, reunindo informações dos participantes do mercado acerca das principais dificuldades identificadas para que a tutela privada dos investidores no mercado de capitais no Brasil seja eficaz. Foram também reunidos no documento apontamentos de especialistas externos sobre a experiência de outras jurisdições. As informações contidas na Issues Note a respeito da experiência do Brasil e de várias jurisdições estrangeiras, incluindo Alemanha, Israel, Suécia, Reino Unido e EUA, foram inteiramente consideradas no desenvolvimento deste Relatório Preliminar, fornecendo contribuição significativa para as deliberações do GT.

O Workshop foi realizado em um dia e meio e foi dividido em cinco sessões, além do Painel Introdutório e da Sessão Final, cada uma conduzida por um moderador e pelos principais palestrantes em formato de mesa redonda. Notavelmente, o Workshop promoveu uma intensa e produtiva discussão entre todos os participantes com relação aos temas trazidos em cada sessão.

Os expositores do Painel Introdutório foram João Manoel Pinho de Mello, ex-secretário de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência do Ministério da Economia, Marcelo Barbosa, presidente da CVM, Daniel Blume, analista sênior de políticas públicas do Secretariado da OCDE, e Marcos Lisboa, presidente do Insper.

Os palestrantes apresentaram o projeto desenvolvido pela CVM e pelo Ministério da Economia, com o apoio do Prosperity Fund e da OCDE, destacando a importância do assunto em discussão para melhorar a confiança do investidor no mercado de capitais brasileiro e, por conseguinte, para o desenvolvimento da economia nacional.

Sessão 1: “Tutela dos Direitos dos Acionistas no Brasil” – foi moderada por Marcelo Trindade, ex-presidente da CVM e advogado, e teve a participação da professora Viviane Muller Prado, da Escola de Direito da FGV, e de Pablo Renteria, então diretor da CVM.

¹⁴ O Insper forneceu o apoio logístico para o evento.

¹⁵ Com a participação do Secretariado da OCDE e do Comitê de Governança Corporativa em outubro de 2018 e com dados e apoio estatístico da B3 – em especial, da Câmara de Arbitragem do Mercado – e a colaboração dos professores Viviane Muller Prado e Guilherme Setoguti Pereira.

Nessa sessão, foi apresentado o panorama brasileiro atual relativo à tutela pública e privada dos direitos dos acionistas, a fim de que fossem trazidos os principais pontos de discussão do Workshop. Os palestrantes delinearam os principais instrumentos jurídicos de que os acionistas dispõem no Brasil para buscar indenização por danos causados por administradores e acionistas controladores de companhias abertas, incluindo indenizações oriundas de termos de compromisso firmados entre administradores ou acionistas controladores e a CVM em processos administrativos sancionadores. Também foram destacados os principais obstáculos que o investidor brasileiro enfrenta para acessar os mecanismos atuais previstos na legislação brasileira com o intuito de obter reparação de danos. Por fim, foi explicado o papel da CVM na supervisão do cumprimento da legislação societária por administradores e acionistas controladores.

Sessão 2: “Modelos Alternativos para a Tutela dos Direitos dos Acionistas” – foi moderada por Gustavo Gonzalez, diretor da CVM, e contou com Daniel Blume, o professor Rolf Skog, diretor-executivo do Swedish Securities Council, e Offir Eyal, Assessor Sênior do Presidente e Diretor de Assuntos Internacionais da Israel Securities Authority, como principais oradores. Nesse painel, os palestrantes apresentaram uma visão geral dos modelos alternativos concebidos pela Suécia e por Israel para assegurar a eficácia dos direitos dos acionistas.

Em primeiro lugar, Daniel Blume fez referência a recomendações relevantes dos Princípios de Governança Corporativa do G20/OCDE e destacou análises comparativas relevantes de governança corporativa da OCDE sobre supervisão e enforcement em governança corporativa¹⁶ e transações com partes relacionadas e acionistas minoritários¹⁷. Ele também destacou a relevante experiência da tutela pública e privada do Reino Unido. Em seguida, o professor Rolf Skog apresentou a estrutura do Swedish Securities Council, uma entidade de autorregulação, bem como as ações adotadas pela entidade com o objetivo de promover uma resolução mais rápida dos conflitos de acionistas e o papel consultivo que também desempenha, quando solicitada, acerca de assuntos que envolvem mercado de capitais. Por sua vez, Offir Eyal apresentou o modelo israelense de proteção dos direitos dos acionistas, que combina tutela pública e privada, por meio de um papel ativo desempenhado pela Israel Securities Authority (ISA) em tanto em ações deriva-

das como em ações coletivas, às vezes até mesmo financiando os reclamantes, assim como em acordos. Para tanto, Offir Eyal expôs os mecanismos desenvolvidos pela ISA para obter indenização diretamente para os membros da classe.

Na sequência, a sessão 3: “Mecanismos Judiciais de Resolução de Conflitos envolvendo Acionistas” – foi moderada pelo professor Nelson Eizirik, ex-presidente do Comitê de Aquisições e Fusões (CAF) e advogado. O professor Martin Gelter, da Fordham University, e o professor Aluisio Mendes, desembargador federal, foram os principais oradores. O professor Martin Gelter apresentou um panorama dos diferentes mecanismos empregados internacionalmente – comparando especialmente aqueles adotados nos EUA e em outros países da Europa Continental – para permitir que os acionistas busquem reparação por danos sofridos, incluindo ações derivadas e coletivas. Por sua vez, o professor Aluisio Mendes destacou os atuais instrumentos oferecidos pelo sistema jurídico brasileiro para a proteção coletiva do investidor, apontando suas principais deficiências. Nesse painel, os especialistas também discutiram as vantagens e desvantagens de se adotar modelos de opt-in e opt-out em ações coletivas, usando a experiência internacional para ilustrar a discussão.

Sessão 4: “Responsabilidade civil da companhia perante seus acionistas” – foi moderada pelo professor Francisco Satiro, da Universidade de São Paulo, e contou com a participação do professor Merritt Fox, da Columbia University, de Geoffrey Jarvis, sócio da Kessler Topaz Meltzer Check LLP, e do professor Sergio Lazzarini, do Insper. Nesse painel, os expositores discutiram as implicações relacionadas aos dispositivos legais que estabelecem a responsabilidade civil da companhia por danos sofridos por acionistas, as condições sob as quais tal responsabilidade deve ser aplicável e as vantagens e desvantagens de se usar os ativos da empresa para recuperar tais perdas. Para isso, Geoffrey Jarvis compartilhou sua experiência como advogado nos EUA cuja firma financia ações coletivas de investidores contra companhias abertas, enquanto o professor Merritt Fox apresentou uma perspectiva ampla dos problemas e deficiências relacionados à “the fraud-on-the-market-theory”.

Na sequência, a sessão 5: “Arbitragens Coletivas para Companhias Abertas Brasileiras” – foi moderada por José Emílio Nunes, advogado e árbitro. O professor Christian Borris, sócio da Borris Hennecke Kneisel, e Grasiela Cerbino, secretária-geral da Câmara de Arbitragem do Mercado da B3, foram os principais palestrantes. A importância desse assunto deveu-se ao fato de que a arbitragem se tornou o principal mecanismo de resolução de conflitos envolvendo acionistas de companhias abertas brasileiras.

16 OCDE (2013), *Supervisão e Sanção em Governança Corporativa, Governança Corporativa, Publicação da OCDE*. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264203334-en>

17 <http://www.oecd.org/corporate/supervisionandenforcementin-corporategovernance.htm><http://www.oecd.org/daf/ca/relatedpartytransactionsandminorityshareholderrights.htm>

Na sessão, os expositores discutiram o uso da arbitragem para pedidos de reparação civil formulados por acionistas contra administradores e acionistas controladores. Foram apontadas as principais vantagens de se recorrer à arbitragem como mecanismo de resolução de conflitos ao invés de se valer de processos judiciais, notadamente a especialização do tribunal arbitral e a celeridade dos procedimentos arbitrais. Por outro lado, foi sublinhado que a confidencialidade que normalmente protege o procedimento arbitral pode ser uma barreira para o engajamento de acionistas em processos nos quais possuam interesse jurídico. Nesse ponto, os participantes do Workshop discutiram possíveis medidas que poderiam ser adotadas pela CVM para mitigar o problema.

Posteriormente, foram discutidos os desafios e a complexidade envolvidos na arbitragem coletiva, como o prazo para ingressar no processo, a existência de procedimentos arbitrais paralelos que sejam relacionados, tratamento de coisa julgada¹⁸, entre outros. O professor Christian Borris apresentou uma visão geral sobre o uso da arbitragem para pedidos de reparação civil de acionistas na Alemanha, incluindo os requisitos estabelecidos pela Suprema Corte Alemã para lidar com problemas associados ao uso da arbitragem para resolução de conflitos com efeitos erga omnes¹⁹.

Finalmente, na Sessão de Encerramento, os participantes discutiram os possíveis próximos passos para lidar com os principais problemas e deficiências identificados nas leis e normas brasileiras relativas à tutela dos direitos dos acionistas.

Diante do exposto, este Relatório Preliminar tem como objetivo resumir as conclusões do GT nesta fase, conclusões que se beneficiaram enormemente das contribuições dos especialistas durante o Workshop sobre Fortalecimento dos Meios de Tutela Reparatória dos Direitos dos Acionistas no Mercado de Capitais Brasileiro, incluindo recomendações para alterações regulatórias ou legislativas. Após a primeira rodada de discussões, o GT decidiu não levar adiante a discussão acerca da responsabilidade civil da companhia perante seus acionistas, tendo em vista a conclusão quanto à ausência de consenso tanto no Brasil quanto no exterior sobre o que constitui a melhor prática, o que tornou as discussões sobre esse assunto em alguma medida controversas.

¹⁸ Ou seja, depois que uma matéria que foi julgada por tribunal competente, não pode ser perseguida pelas mesmas partes.

¹⁹ Ou seja, quando a matéria em discussão no processo afeta a todos os acionistas de uma companhia aberta e, portanto, seu deferimento produzirá efeitos sobre todos eles (por exemplo, o direito de reparação derivado de esquemas de corrupção e condutas fraudulentas).

Plano de Trabalho

Este relatório preliminar está organizado em três seções. Após esta seção introdutória, o relatório se debruça, primeiramente, sobre os mecanismos judiciais de resolução de conflitos envolvendo acionistas e, em segundo lugar, sobre a utilização da arbitragem. Além de apresentar uma visão geral do atual arcabouço legal e regulatório brasileiro acerca dos mecanismos de reparação civil de investidores, o presente relatório aponta os principais problemas identificados não apenas no atual regime jurídico, como também nas instituições existentes, que tendem a não facilitar o acesso dos investidores à justiça. Por último, são propostas algumas alterações na legislação e nas normas regulatórias com o objetivo de lidar com tais problemas.

De fato, a legislação brasileira estabelece diferentes mecanismos judiciais de resolução de conflitos que permitem ao investidor buscar reparação por danos sofridos. A regra geral estabelece que aquele que, por ação ou omissão voluntária, negligência ou imprudência, causar dano a outrem, fica obrigado a repará-lo (artigo 927 do Código Civil Brasileiro). A Lei das Sociedades por Ações também permite que companhias ajuízem ações contra seus administradores e que investidores ajuízem ações individuais e derivadas contra administradores e acionistas controladores. Além disso, a Lei 7.913/1989 e a Lei 7.347/1985 disciplinam as ações coletivas.

À primeira vista, os mecanismos de tutela existentes são semelhantes aos disponíveis em outras jurisdições. Contudo, como amplamente reconhecido, apesar de numerosas, as opções oferecidas pela legislação brasileira não proporcionam uma proteção efetiva ao investidor. Não há uma explicação única para o problema. Algumas questões estão relacionadas à legislação existente, enquanto outras surgem da organização, poderes e limitações das instituições públicas e privadas brasileiras.

Com o objetivo de discutir os problemas associados à legislação brasileira, a Seção 2 apresenta uma visão crítica geral dos mecanismos atualmente existentes. Com base nesse diagnóstico, ela indica potenciais alterações na legislação, tópicos que devem ser investigados com mais profundidade, assim como algumas iniciativas regulatórias que a CVM poderia adotar.

Outros problemas relevantes estão associados às próprias instituições brasileiras que têm por objetivo garantir o enforcement da lei. Com efeito, o Poder Judiciário brasileiro tem sofrido críticas, principalmente, por sua lentidão e falta de conhecimento especializado em direito societário e regulação do mercado de capitais.²⁰

²⁰ Cf. Bruno Salama e Viviane Muller Prado, "Proteção legal de acionistas minoritários de companhias listadas no Brasil: breve his-

Estima-se que, entre 2013 e 2016, cerca de 5.740 ações judiciais relacionadas a direito empresarial foram ajuizadas nas varas cíveis de São Paulo.²¹ Também se estima que, em comparação com outros tipos de litígios, o contencioso empresarial é considerado mais complexo e, portanto, leva muito mais tempo para ser analisado pelos juízes²².

Para enfrentar esse cenário, o Judiciário brasileiro ao longo dos anos passou a implementar uma importante medida visando a obter maior especialização em relação a essas matérias: a criação de varas especializadas para lidar com litígios corporativos. Atualmente, existem varas empresariais nos estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais, Rio Grande do Sul e São Paulo. Outros estados também têm discutido iniciativas semelhantes. Nesse sentido, é importante ressaltar que, embora a sede da maioria das companhias abertas se localize no estado de São Paulo, as varas empresariais foram lá implementadas apenas ao final de 2017,²³ ²⁴ sendo uma delas especializada em conflitos relacionados à arbitragem²⁵. Essa iniciativa parece

tórico, estrutura jurídica e evidência empírica". *Revista de Estudos de Direito Civil*, v. 4, 2011, p. 178; Eduardo Secchi Munhoz, *Aquisição de controle na sociedade anônima*. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 89; Erik Oioli e José Afonso Leirião Filho, "Os Empecilhos à Tutela Judicial dos Investidores do Mercado de Capitais e a Class Action no Brasil". Em: *Processo Societário II* (coords. Flávio Luiz Yarshell e Guilherme Setoguti J. Pereira). *Quartier Latin: São Paulo*, 2015, p. 191; Paulo Cezar Aragão, "A CVM em juízo: limites e possibilidades". *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 34, out./dez. 2006, p. 40-42; Mayara Gasparoto Tonin e Mayara Roth Isfer, "Apontamentos sobre a efetividade do sistema de aplicação da lei (enforcement) no mercado de valores mobiliários brasileiro". *Revista de Direito Empresarial*, v. 9, mai./jun. 2015, p. 280; Eugenio Cárdenas, "Globalization of securities enforcement: a shift toward enhanced regulatory intensity in Brazil's capital market?". *Brooklyn Journal of International Law*, v. 37, 2012, p. 838; e Bernard Black, "Strengthening Brazil's securities markets". *Revista de Direito Mercantil, Econômico e Financeiro*, 120, out./dez. 2000, p. 17.

21 Para mais informações sobre as varas empresariais do estado de São Paulo, acesse: <https://tj-sp.jusbrasil.com.br/noticias/528411714/tj-sp-instala-1a-e-2a-varas-empresariais-e-de-conflitos-relacionados-a-arbitragem-e-3a-vara-de-falencias-e-recuperacoes-judiciais-da-capital> e <https://www.conjur.com.br/dl/parecer-corregedoria-varas-empresariais.pdf>.

22 De acordo com um estudo feito pela Associação Brasileira de Jurimetria em 2016, sobre ações judiciais movidas entre 2013 e 2015, eles levam o dobro do tempo. Disponível em: <https://abj.org.br/cases/varas-empresariais/>.

23 Essas varas foram criadas pela Resolução do Tribunal de São Paulo No. 763/2016. Elas analisarão todos os casos relacionados a direito empresarial, precisamente os que envolvem direitos corporativos (Livro II, Parte Especial do Código Civil Brasileiro), Lei das Sociedades por Ações, Propriedade Industrial e Concorrência Desleal (Lei No. 9.279/1996), Franquia (Lei No. 8.955/1994) e ações judiciais derivadas da Lei de Arbitragem Brasileira (Lei No. 9.307/96).

24 Desde 2011, o Tribunal de Justiça de São Paulo possui duas Câmaras Reservadas de Direito Empresarial (Resoluções No. 538 e 558/2011).

25 Desde 2011, as varas empresariais de Minas Gerais receberam

ter sido bem-sucedida até o momento, de modo que seria desejável a sua adoção em maior escala .

Apesar desses avanços relacionados à resolução de disputas empresariais em geral, as varas especializadas existentes não têm sido muito testadas em disputas envolvendo companhias de capital aberto, uma vez que a arbitragem se tornou o mecanismo dominante para solucionar tais controvérsias²⁶. A Lei das Sociedades por Ações autoriza expressamente as companhias, inclusive as de capital aberto, a incluir em seus estatutos cláusulas que imponham o uso da arbitragem para resolver disputas societárias (artigo 109, § 3º) e, conforme mencionado acima, alguns segmentos especiais de listagem da B3 exigem arbitragem obrigatória. Além disso, os dados evidenciam que parte significativa das companhias abertas não listadas nos referidos segmentos de listagem optaram voluntariamente pela arbitragem para resolver suas disputas, revelando uma impressão positiva do mercado acerca desse mecanismo de resolução alternativa de conflitos²⁷.

Notadamente, a arbitragem pode ser uma solução eficaz para problemas associados à lentidão e à falta de conhecimento especializado de algumas varas judiciais, uma vez que as demandas são avaliadas por especialistas em direito societário, em prazo, em geral, mais curto do que o necessário para o proferimento de decisão em uma vara judicial não especializada. Por outro lado, o uso da arbitragem não foi inicialmente concebido para lidar com litígios multipartes e que envolvam direitos coletivos, como tem se visto com certa frequência nos últimos anos no Brasil. Há outras questões importantes relacionadas à arbitragem, que vão desde discussões gerais sobre a abrangência da cláusula compromissória obrigatória do estatuto social até questões específicas relativas à divulgação dos procedimentos arbitrais envolvendo companhias abertas e à capacidade das regras de arbitragem existentes para lidar com ações coletivas. Os problemas associados à arbitragem são discutidos na Seção 3 deste relatório.

competência específica para julgar casos envolvendo arbitragem (Resolução No. 679/2011). Segundo o Conselho Nacional de Justiça (CNJ), o judiciário dos 26 estados do Brasil atribuíram competência para determinadas varas lidarem com litígios derivados da Lei de Arbitragem Brasileira. Dados disponíveis em: <https://cnj.jusbrasil.com.br/noticias/228236456/corregedoria-divulga-lista-de-varas-especializadas-em-arbitragem>.

26 Ver PRADO, Viviane Muller; DECCACHE, Antonio. *Arbitragem coletiva e companhias abertas*. *Revista de Arbitragem e Mediação*. São Paulo, RT, ano 14, vol. 52, jan./mar., 2017, p. 100

27 Ver dados em PARGENDLER, Mariana; PRADO, Viviane Muller; BARBOSA JR, Alberto. *Cláusulas arbitrais no Mercado de capitais brasileiro: alguns dados empíricos*. *Revista de Arbitragem e Mediação*. Ano 11, n. 40. Jan.-mar. 2014, p. 105-111. Essa conclusão também vem de dados coletados pela CAM em setembro de 2018 (ver Seção 3 abaixo).

2. Mecanismos judiciais de resolução de conflitos envolvendo acionistas

2.1. Ações judiciais disponíveis para demandas societárias no Brasil

2.1.1. Ações contra administradores

2.1.1.1. Ação Direta da Companhia

Diretores e conselheiros respondem civilmente pelos prejuízos que causarem, quando procederem (a) dentro de suas atribuições ou poderes, com culpa ou dolo; ou (b) com violação da lei ou do estatuto (artigo 158 da Lei das Sociedades por Ações).

Cabe destacar, contudo, que os administradores são exonerados de responsabilidade civil quando da aprovação, sem reservas, das contas e demonstrações financeiras da administração pelos acionistas, exceto em casos de erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 134, § 3º). Dessa forma, diante de uma situação em que o ilícito é descoberto após a aprovação das contas da administração, os acionistas devem primeiramente anular a decisão da assembleia geral que eximiu o administrador da responsabilidade²⁸. Somente após a anulação, poderão os acionistas deliberar em assembleia geral acerca da propositura de ação de responsabilidade civil pela própria companhia contra qualquer dos administradores.

Essa regra cria barreiras processuais óbvias para se obter reparação civil dos administradores. Isso porque, primeiramente, mesmo antes de ajuizar a ação cível, os acionistas precisam lidar com o intrincado problema de anular a aprovação das contas da administração. Em segundo lugar, os acionistas

precisam investir dinheiro²⁹ e tempo³⁰ para ajuizar a ação de responsabilidade civil contra o administrador, apenas com a perspectiva de receber um benefício indireto, qual seja, a recomposição dos ativos da companhia. Em terceiro lugar, há uma diferença no prazo prescricional para ajuizar a ação anulatória da deliberação assemblear que aprovou as contas e demonstrações financeiras dos administradores – a Lei de Sociedade por Ações prevê um prazo de 2 (dois) anos contados da data da deliberação –, e o para ajuizar ação de responsabilidade civil contra os administradores da companhia – a lei prevê um prazo de 3 (três) anos, contados da data de publicação da ata da assembleia que aprovou o balanço referente ao exercício em que tenha sido praticado o ato ilícito –, o que pode, ao fim e ao cabo, representar na prática uma diminuição no prazo de prescrição aplicável a esta última³¹.

Além das referidas restrições processuais, é questionável, do ponto de vista material, se os acionistas devem ser obrigados a votar pela exoneração de responsabilidade dos administradores antes que qualquer de suas possíveis condutas ilícitas venha à tona, especialmente quando, ao fazê-lo, ficam impedidos de ajuizar livremente uma ação de responsabilidade civil contra tais administradores, na hipótese de ser descoberta alguma irregularidade no futuro³².

²⁸ Existe alguma controvérsia em relação aos requisitos para a anulação da resolução que isenta os administradores de responsabilidade (com a aprovação das contas e demonstrações financeiras da administração). Segundo alguns estudiosos e a jurisprudência mais recente do Superior Tribunal de Justiça (STJ), essa anulação só pode ser obtida por meio de uma ação que busque a anulação da deliberação da assembleia geral, nos termos do artigo 286 da Lei das Sociedades por Ações. BULHÕES PEDREIRA, José Luiz; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna. “Aprovação das Demonstrações Financeiras, Tomada de Contas dos Administradores e seus Efeitos. Necessidade de Prévia Anulação da Deliberação que Aprovou as Contas dos Administradores para a Propositura da Ação de Responsabilidade”. Em: CASTRO, Rodrigo Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). Sociedade Anônima: 30 Anos da Lei 6.404/76. São Paulo: Quartier Latin, 2007. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – Artigos 80 a 137. 2ª Edição, Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 466. EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume IV – Artigos 206 a 300. 2ª Edição, Revista e Ampliada. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 508.

²⁹ Ao final da ação cível, são reembolsados os gastos incorridos pelos acionistas em relação ao processo, mas todos os demais valores são deferidos à companhia (art. 159, § 5º). Assim, há pouco incentivo econômico até mesmo para os acionistas ajuizarem o processo, pois seus benefícios serão apenas indiretos e compartilhados proporcionalmente com todos os demais acionistas.

³⁰ A ação cível só pode ser ajuizada após decisão da assembleia geral a respeito. Se for aprovada, a própria companhia poderá ajuizá-la. Se for aprovada, mas a administração não ajuizar a ação, qualquer acionista ou grupo de acionistas poderá ajuizar por conta própria, em nome da companhia. Se for negada, qualquer acionista ou grupo de acionistas que tiver ao menos 5% do capital social poderá ajuizar a ação.

³¹ A ação para anular a deliberação que aprovou as contas dos administradores e as demonstrações financeiras deve ser ajuizada em até dois anos a partir da data em que a deliberação foi tomada, ao passo que a ação de responsabilidade civil contra os administradores deve ser ajuizada em até três anos da data da publicação da ata da assembleia geral de acionistas que aprovou o balanço do exercício em que ocorreu a violação. Essa inconsistência reduz o já curto período de tempo de que os acionistas dispõem para iniciar uma ação de responsabilidade civil da administração.

³² ADAMEK, Marcelo Vieira Von. Responsabilidade Civil de Administradores de S.A. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 356.

Com base nas restrições acima mencionadas e nos exemplos de outras jurisdições de Civil Law³³, parece que a regra do artigo 134, § 3º da Lei das Sociedades por Ações deve ser revogada ou seriamente repensada (como, por exemplo, outorgar um poder de veto a uma minoria qualificada, restringindo a isenção de responsabilidade somente para fatos conhecidos dos acionistas no momento da votação, ou permitindo que os acionistas que votaram contra a aprovação das contas da administração possam ajuizar ações cíveis contra os administradores), a fim de reduzir as dificuldades de se obter indenização por danos ao acionista ou reduzir a impunidade dos ilícitos de administradores e a ineficiência da tutela dos direitos do acionista.

A decisão de ajuizar a ação judicial contra os administradores deve ser aprovada em assembleia geral, pela maioria dos acionistas presentes. Se a ação judicial for aprovada, os administradores a serem processados são imediatamente destituídos e substituídos no mesmo conclave.

Há uma controvérsia quanto à possibilidade de o acionista que também ocupa cargo de administrador na companhia exercer seu direito de voto na deliberação sobre o ajuizamento de ação contra si próprio. Em processo recente, o Colegiado da CVM decidiu que, nessas situações, o acionista está impedido de votar em decorrência da existência de conflito de interesses (Lei das S.A., art. 115, § 1º).

Convém esclarecer, por outro lado, que não estão os acionistas impedidos de votar quando a deliberação estiver relacionada aos membros do conselho de administração por eles indicados. A propósito, a maioria das companhias brasileiras possui um acionista ou grupo de acionistas titular de participação acionária que lhe assegura o poder de controle da so-

³³ Na Alemanha (§ 120 da Lei das Sociedades por Ações da Alemanha) e na França (artigo L225-253 do Código Comercial Francês), a aprovação das contas dos administradores pela assembleia geral de acionistas não exime os administradores de responsabilidade. Na Itália (artigo 2434 do Código Civil italiano) e em Portugal (artigo 74 do Código das Sociedades por Ações) a aprovação das contas da administração tampouco isenta os administradores de responsabilidade. Porém, pode ser concedida a isenção por deliberação expressa da assembleia geral de acionistas. Nestes últimos exemplos, uma minoria qualificada (de 20% do capital social na Itália e de 10% em Portugal) tem direito de veto. Na Suíça, a aprovação das contas dos administradores tem apenas uma exceção do efeito de responsabilidade civil sobre os fatos expressamente revelados à assembleia geral de acionistas e, mesmo assim, os acionistas que votaram contra ainda têm o direito de promover ação derivada para responsabilizar os administradores (artigo 758 do Código Suíço de Obrigações). Na Argentina, a aprovação também tem a exceção do efeito de responsabilidade civil, exceto nos casos de violação da lei ou das disposições estatutárias da companhia, ou ainda se uma minoria qualificada de 5% do capital social não se opuser à decisão (artigo 275 da lei argentina de sociedades por ações).

cidade. Esse grupo, em regra, indicará todo o conselho ou a maioria de seus membros e terá o poder de, independentemente da convicção dos acionistas minoritários, decidir se a companhia deve processar seus administradores.

Registre-se que a Lei das Sociedades por Ações não regula a governança de ações judiciais movidas pela companhia contra ex-administradores. De acordo com o artigo 144 da Lei das Sociedades por Ações, a companhia é representada por seus administradores, inclusive em litígios contra ex-diretores ou conselheiros. Nesse sentido, é possível que os administradores não tenham incentivos para mover uma ação judicial de responsabilidade civil contra ex-colegas e, mesmo que o façam, não há garantia de que envidarão os esforços e os recursos necessários em tais ações.³⁴ Em outras jurisdições, por exemplo, ações judiciais iniciadas por acionistas minoritários foram conduzidas por um representante especial nomeado em juízo. Assim, o GT entende que seria aconselhável dar continuidade a outros estudos sobre o assunto, inclusive examinando as regras de governança existentes em outras jurisdições, a fim de encontrar uma referência a ser seguida no Brasil.

2.1.1.2. Ações Derivadas

A Lei das Sociedades por Ações permite, ainda, que acionistas ajuízem ações de responsabilidade civil contra administradores em nome da companhia desde que observados determinados requisitos. Nesses casos, o acionista não age como representante da companhia, mas como seu substituto processual.

A primeira situação em que a companhia autoriza a ação derivada é quando os acionistas aprovam o ajuizamento da ação em assembleia geral e os administradores não tomam as medidas adequadas. Assim, se a companhia não ajuizar a ação em até três meses após a deliberação da assembleia geral, qualquer acionista terá direito de propô-la em nome da companhia (artigo 159, § 3º da Lei das Sociedades por Ações). Além disso, se a assembleia geral de acionistas não aprovar o ajuizamento da ação, acionistas que representem ao menos 5% do capital social poderão propor a ação (artigo 159, § 4º da Lei das Sociedades por Ações). É controverso se os administradores também são destituídos quando o

³⁴ “Os conselhos de administração normalmente não estão inclinados a processar os executivos da companhia, mesmo que estes não sejam membros do conselho”. GELTER, Martin, *Why do Shareholder Derivative Suits Remain Rare in Continental Europe?* (7 de fevereiro de 2012). *Brooklyn Journal of International Law*, vol. 37, no. 3, 2012; *Fordham Law Legal Studies Research Paper No. 2000814*; *ECGI - Law Working Paper No. 190/2012*. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2000814>, p. 850.

ajuizamento da ação não é aprovado em assembleia geral, mas os acionistas dissidentes detentores de, pelo menos, 5% do capital social decidem ingressar com uma ação derivada.³⁵

A exigência da legislação quanto à titularidade de, pelo menos, 5% do capital social revela uma preocupação em limitar a propositura de ações judiciais frívolas. De outra parte, em determinadas situações, esse quórum pode ser extremamente difícil de ser alcançado: seja nos casos em que o capital social é muito disperso, seja naqueles em que é muito concentrado. Independentemente da estrutura de capital, para as maiores companhias, uma participação de 5% no capital social pode representar um investimento muito significativo. De acordo com o artigo 291 da Lei das Sociedades por Ações, a CVM tem competência para reduzir determinados limites, incluindo aquele previsto no § 4º do artigo 159, para companhias de maior porte, com base no capital social declarado no estatuto social.³⁶ Apesar disso, até o momento a CVM não emitiu nenhuma norma a respeito dessa matéria.

A redução da participação societária mínima exigida para propor a ação derivada pode ajudar grupos de investidores menores, mas significativos, a litigar contra os administradores. Dessa forma, a CVM proporia uma nova norma para impor percentuais diferentes para companhias maiores.³⁷

Além das dificuldades de se atingir o percentual acionário mínimo e aquelas relacionadas ao ajuizamento da ação em si (como os efeitos da aprovação das demonstrações financeiras e o prazo de prescrição), há um desequilíbrio entre os riscos e os retornos que um acionista enfrenta ao decidir ajuizar uma ação de responsabilidade civil contra o administrador em nome da companhia.

Isso porque quaisquer valores eventualmente recuperados por decisão favorável devem ser transferidos à companhia, não aos reclamantes – uma vez que a ação é movida em nome da companhia. Portanto, os acionistas somente se beneficiarão

³⁵ Ver ADAMEK, Marcelo Von. *Responsabilidade Civil de Administradores de S.A.* São Paulo: Saraiva, 2009, p. 376.

³⁶ Os critérios, neste caso, podem ser questionados, uma vez que não é necessariamente verdadeiro que companhias com um percentual extremamente alto de ações emitidas tenham capital mais disperso.

³⁷ É discutível se o capital social seja a medida adequada para diferenciar as companhias. Embora a CVM não tenha competência para utilizar critério diverso em sua regulamentação, no caso de alteração na legislação societária brasileira, esse assunto pode estar sujeito a proposta específica, modificando os critérios (por exemplo, capitalização de mercado) ou atribuindo competência à CVM para selecionar os critérios.

indiretamente, devido a um aumento nos ativos da companhia, da mesma forma que aqueles que não participaram da ação judicial.

Além disso, os reclamantes só serão reembolsados pelas despesas (incluindo honorários advocatícios e custas processuais) incorridas em relação ao processo em caso de decisão favorável e até o limite da indenização concedida. Em outras palavras, os acionistas que propuserem uma ação derivada devem assumir integralmente o risco de uma decisão adversa à companhia. Nesse caso, os reclamantes não apenas não farão jus ao reembolso das despesas incorridas para ajuizar e levar adiante o processo judicial, mas também terão que pagar ônus sucumbenciais. É surpreendente que a lei não diferencie os casos de ação derivada em que a propositura da ação é aprovada pela assembleia geral, mas os administradores deixam de ajuizá-la em tempo hábil (ou seja, em até três meses após a aprovação pela assembleia geral) daqueles em que a propositura não é aprovada no conclave, mas os acionistas detentores de participação acionária equivalente a, no mínimo, 5% do capital social decidem propô-la.

Do ponto de vista dos reclamantes em potencial, há um desequilíbrio claro entre os custos e benefícios da propositura de uma ação derivada. O resultado disso é um claro desestímulo para que os acionistas ajuízem ações de responsabilidade civil. A Lei das Sociedades por Ações deve, portanto, ser alterada para oferecer incentivos apropriados e/ou reduzir os custos de uma ação derivada.

Diante do exposto, o GT considera que a Lei das Sociedades por Ações deve sofrer algumas alterações, de modo a:

criar um prêmio para os acionistas que ajuizarem a ação derivada, em caso de decisão favorável;

prever que os autores terão direito ao reembolso de todas as despesas incorridas, quando a ação tiver sido aprovada pela assembleia geral e os administradores deixaram de tomar as medidas cabíveis.

2.1.1.3. Ação Judicial Proposta Diretamente pelo Acionista

Finalmente, o terceiro tipo de ação judicial que pode ser proposta contra os administradores da companhia é a ação de responsabilidade civil diretamente ajuizada por acionistas (ou ação individual de acionistas). Conforme o artigo 159, § 7º da Lei das Sociedades por Ações, os acionistas podem propor uma ação contra os administradores em

nome próprio, a fim de obter reparação por danos diretamente sofridos.

A ação direta não pode ser ajuizada para indenizar prejuízos causados diretamente à companhia, mesmo que isso acarrete prejuízos indiretos aos acionistas.

2.1.2. Ações judiciais contra acionistas controladores

Haja vista a estrutura de controle concentrado presente na maioria das companhias abertas brasileiras, tornam-se especialmente importantes as normas contidas na Lei das Sociedades por Ações relativas aos deveres específicos e ao regime de responsabilidade civil aplicáveis aos acionistas controladores. De acordo com o artigo 117 da lei, os acionistas controladores são responsáveis por quaisquer danos causados por atos praticados com abuso de seu poder de controle.

O artigo 246 da Lei das Sociedades por Ações descreve os procedimentos que devem ser seguidos para permitir que a companhia busque reparação pelos danos sofridos em razão de atos ilícitos praticados pelo acionista controlador.³⁸ Reconhecendo que os acionistas controladores poderiam frustrar a capacidade da companhia de ajuizar uma ação contra eles, esse artigo da lei autoriza os acionistas minoritários a proporem ação de reparação de danos em nome da companhia contra o acionista controlador, sem submeter a questão à deliberação em assembleia geral.³⁹

Assim como nas ações derivadas contra administradores, os acionistas que decidirem ingressar com a ação deverão assumir todas as despesas associadas ao ajuizamento e à manutenção do processo, incluindo honorários advocatícios e cus-

³⁸ Vale ressaltar que o artigo 246 menciona apenas “sociedade controladora”, o que pode trazer dúvidas quanto à possibilidade dessa ação contra pessoa física. A esse respeito, CHEDIAK e SETOGUTTI observam que a única interpretação possível da lei é que o artigo 246 seja aplicável tanto a sociedades controladoras como a pessoas físicas controladoras. CHEDIAK, Julian Fonseca Peña. *Reflexões sobre a efetividade do regime de responsabilização do acionista controlador*. Em: VENÂNCIO FILHO, Alberto; LOBO, Carlos Augusto da Silveira; ROSMAN, Luiz Alberto Colonna (coords.). *Lei das S.A. em seus 40 anos*. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 221 e PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. Quartier Latin: São Paulo, 2018, p. 75-77.

³⁹ É importante mencionar que há algumas decisões judiciais no Brasil que, ao analisar o assunto, condicionaram a aprovação em uma assembleia geral de acionistas como pré-requisito para a propositura da ação. Ver Superior Tribunal de Justiça, REsp 798.264-SP, Ministra Nancy Andrighi, de 6 de fevereiro de 2007, e Superior Tribunal de Justiça, REsp 1.214.497, Ministro Raul Araújo, de 23 de setembro de 2014. Do lado oposto, ver Superior Tribunal de Justiça, REsp 16.410-SP, Ministro Sálvio de Figueiredo.

tas processuais, somente fazendo jus a reembolso em caso de decisão favorável – porém, de acordo com o artigo 246, § 2º, tal reembolso cobrirá apenas as custas processuais. Se a lei for alterada, o artigo 246 deveria incorporar a mesma regra de reembolso que existe para ações derivadas contra administradores, incluindo também os honorários advocatícios.

Qualquer acionista poderá ajuizar essa ação, desde que garanta o pagamento das despesas do processo (incluindo custas processuais, honorários advocatícios e ônus sucumbenciais) em caso de decisão adversa. Essa caução não é exigida quando os autores representam ao menos 5% do capital social. A jurisprudência é esparsa e não há consenso sobre a constitucionalidade dessa exigência, uma vez que exigir a garantia violaria direito constitucional de acesso à justiça⁴⁰.

De acordo com o artigo 291 da Lei das Sociedades por Ações, a CVM pode editar norma para reduzir o percentual de participação necessário para ingressar com a ação sem a necessidade de oferecimento de caução. O tratamento menos favorável para os acionistas com menos de 5%, com relação àqueles possuem participação acionária superior, tem paralelo com a regra mencionada acima para ações derivadas contra administradores, mesmo que as consequências sejam diferentes em cada caso. Em ambos os casos, as regras revelam uma preocupação em evitar processos frívolos, mas podem criar barreiras para o acesso ao Judiciário, devido a dificuldades de se alcançar a participação mínima exigida. No que diz respeito a ações contra acionistas controladores, o GT acredita que a redução desse percentual mínimo pode facilitar a propositura de ações cíveis contra acionistas controladores e, portanto, proporá uma nova norma com a sugestão de patamares diferentes para companhias maiores.

Por outro lado, caso haja decisão favorável à companhia, a Lei das Sociedades por Ações determina que, além de ser reembolsado das custas processuais, o acionista autor da ação tem direito a receber um pagamento (prêmio) do acionista controlador, equivalente a 5% do valor total da indenização.

De forma ainda mais surpreendente, o artigo 246 estabelece que, quando a ação judicial for julgada pro-

⁴⁰ Ver BUSCHINELLI, Gabriel Saad Kik; BRESCIANI, Rafael Helou. *Aspectos Processuais da Ação de Responsabilidade do Controlador movida por acionista titular de menos de 5% do capital social (art. 246, § 1º, ‘b’, da Lei 6.404/76)*. Em: YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coords.). *Processo Societário II*. Quartier Latin: São Paulo, 2015.

cedente, o advogado do autor tem direito a receber honorários correspondentes a 20% do valor total da indenização, que deverá corresponder pelo menos ao valor do prejuízo sofrido pela companhia.

Indiscutivelmente, a Lei das Sociedades por Ações criou um forte incentivo para advogados apoiarem acionistas minoritários em ações judiciais contra acionistas controladores. Todavia, essa norma até hoje não parece representar incentivo suficiente para mitigar o ônus imposto aos acionistas interessados em ajuizar ação judicial de responsabilidade civil, incluindo a exigência de caução e, principalmente, a duração ou a insegurança que envolve o contencioso societário.

2.1.3. Ação civil pública da Lei 7.913/1989 e da Lei 7.347/1985

No Brasil, ações coletivas por danos sofridos no mercado de capitais são regidas por duas leis diferentes: a Lei 7.347/1985, que cuida de todas as ações civis públicas; e a Lei 7.913/1989, que regula especificamente as ações civis públicas por prejuízos causados a investidores no mercado de capitais⁴¹.

Conforme descrito com mais detalhes abaixo, o Ministério Público, a CVM e as associações de investidores têm legitimidade para ajuizar ações coletivas de indenização por prejuízos sofridos por investidores no mercado de capitais.

Cabe notar, contudo, que as ações coletivas têm sido usadas de forma muito esporádica nessa seara. De acordo com um estudo⁴², apenas nove ações coletivas haviam sido ajuizadas até 2007 com base na Lei 7.913 – isto é, dezoito anos após sua publicação. Um estudo mais recente, publicado em 2018, mostrou que apenas duas ações civis públicas envolvendo companhias de capital aberto, que teriam omitido informações do mercado, haviam sido ajuizadas pelo Ministério Público, com a atuação da CVM como *amicus curiae*⁴³.

41 A lei oferece alguns exemplos de condutas que podem ensejar indenização, como operação fraudulenta, prática não equitativa, manipulação de preços ou criação de condições artificiais de procura, oferta ou preço de valores mobiliários; insider trading; não divulgação de informação relevante quando existe a obrigação de fazê-lo ou a divulgação de informações incompletas, falsas ou tendenciosas.

42 ZACLIS, Lionel. *Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais*. São Paulo: RT, 2007, p. 178-183.

43 Ver PRADO, Viviane Muller. *Os desafios para o ressarcimento de investidores*. Em: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnaldo (coords.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, pp. 386.

O problema, na verdade, não afeta apenas o Brasil. Segundo John Coffee Jr., com exceção dos Estados Unidos e de outros poucos países com tradição de Common Law, as ações coletivas para proteção do mercado de capitais são “tão raras quanto unicórnios”⁴⁴.

Diversos fatores podem ajudar a explicar por que as ações civis públicas não são uma ferramenta efetiva de tutela para problemas relacionados ao mercado de capitais brasileiro.

2.1.1.3. Legitimidade ativa

A Lei 7.347/1985 confere legitimidade para propor ação civil pública a diversas entidades públicas – inclusive a CVM – e a associações que preencham alguns requisitos (conforme descrito abaixo).

A Lei 7.913/1989 atribui ao Ministério Público competência para, ex officio ou por solicitação da CVM, adotar as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado (art. 1º da Lei 7.913/1989).

Embora a Lei 7.913/1989, que é a lei especial para ações civis públicas relativas a questões do mercado de capitais, se refira apenas ao Ministério Público, os acadêmicos e a jurisprudência reconhecem a legitimidade da CVM para ajuizar ações civis coletivas, pois o artigo 3º da Lei 7.913/1989 estabelece que a Lei 7.347/1985 tem aplicação subsidiária para as ações civis públicas por prejuízos causados a investidores no mercado de valores mobiliários.

No que diz respeito às associações, a Lei 7.347/1985 determina que sua legitimidade depende dos seguintes requisitos: (a) estar constituída há pelo menos um ano e (b) ter entre suas finalidades institucionais a proteção do investidor. A Lei 7.347/1985 determina que o juiz pode dispensar o primeiro requisito, em caso de manifesto interesse social envolvido. Além disso, não há consenso entre especialistas brasileiros quanto à necessidade de que os investidores associados deliberem em assembleia o ajuizamento da ação.

2.1.2.3. Questões estruturais podem (em parte) explicar por que o Ministério Público, a CVM e as associações de investidores não propõem mais ações civis públicas

44 COFFEE JR., John C. *Entrepreneurial litigation*. Cambridge: Harvard Press. 2015, p. 198.

Uma vez que todos têm legitimidade ativa, por que o Ministério Público, a CVM e as associações de investidores não propõem mais ações civis públicas?

Com relação ao Ministério Público, uma possível explicação decorreria do fato de que sua competência é excessivamente ampla. Com efeito, ela abrange a proteção de todas as questões de interesse público, incluindo direito do consumidor, interesses ambientais, patrimônio cultural, etc. Consequentemente, pode não haver incentivo suficiente e expertise para lidar com processos societários e de valores mobiliários complexos por si só. Nesse sentido, a competência conjunta atribuída ao Ministério Público e à CVM pode ser útil e, portanto, seria recomendável uma análise mais detida quanto à possibilidade de aprimoramentos.

No entanto, como mencionado acima, a CVM também tem legitimidade ativa independente para ajuizar ações civis públicas de reparação do investidor, mas raramente ajuíza tais ações. Esse comportamento é parcialmente explicado pela escassez de recursos e ampla gama de competências da CVM (Lei 6.385/76, artigos 8º e 9º), que exige que a autarquia escolha para onde direcionar seus esforços e recursos, tanto humanos quanto materiais. Nesse cenário, a CVM tem concentrado seus esforços na fiscalização, supervisão e regulação do mercado de valores mobiliários, deixando a busca de indenização para a atuação privada.

Como resultado das funções amplas e vitais atribuídas à CVM por lei, esta deve exercer a prerrogativa legal de propor ação civil pública apenas em situações excepcionais, quando houver uma função social relevante envolvida. A atuação da autarquia como responsável pelo enforcement das leis que regem o mercado de capitais, deve ser complementada pela ação privada, e a busca pela reparação de prejuízos deve ser atribuída, em primeiro lugar, às próprias vítimas. O foco principal do regulador não é e não deve ser a indenização de vítimas de atos ilícitos⁴⁵.

A Lei 7.347/1985 confere papel relevante às associações para garantir a eficácia da tutela privada dos investidores. Entretanto, as associações provaram não ser protagonistas eficazes para essas ações. Além disso, a competência concorrente do Ministério Público para propor ações nesses casos pode desestimular a iniciativa das associações, em razão da constatação de que podem evitar arcar com as

despesas envolvidas, deixando a atuação a cargo do Ministério Público.

2.1.3.3. Possíveis ajustes relativos à legitimidade

Considerando o que foi exposto acima, o principal problema relacionado à legitimidade ativa é, de fato, a falta de legitimidade do próprio indivíduo para atuar como representante processual e porta-voz de sua classe. Nesse aspecto, o sistema brasileiro também difere do sistema americano: no caso dos EUA, o acionista tem direito de, como representante de toda a classe, iniciar o processo.

Ainda no que concerne aos problemas de legitimidade, vale a pena mencionar o mecanismo atualmente utilizado nos EUA – onde o uso de ações coletivas é conhecido como uma ferramenta efetiva para fazer valer a lei. Na verdade, provavelmente o elemento-chave, que ao menos historicamente tem diferenciado os EUA das demais jurisdições, é que naquele país a ação coletiva se baseia no princípio de opt-out.

O sistema de opt-out prevê que, quando uma ação coletiva é ajuizada por um membro da classe, ela vincula todos os membros, a menos que um deles manifeste-se no sentido de que deseja retirar-se do processo.⁴⁶ Esse tipo de sistema pode incentivar o uso de ações coletivas – e, às vezes, o excesso de demandas. Por outro lado, o GT acredita que tal medida merece um estudo mais aprofundado, pois parece abordar não apenas os problemas relacionados à legitimidade ativa atualmente enfrentados no regime jurídico brasileiro em ações civis públicas, como também os efeitos da coisa julgada – uma vez que os acionistas tomam conhecimento do início e da tramitação do processo, bem como de que estão vinculados aos efeitos da sentença, a menos que decidam retirar-se do processo.

2.1.3.4. Incentivos econômicos

Outro fator que pode ajudar a explicar a escassez de ações civis públicas movidas por associações é a falta de incentivos econômicos. A Lei 7.347/1985 exime as associações do pagamento de custas processuais, honorários de peritos judiciais e quaisquer outras despesas. Além disso, a Lei 7.347/1985 estabelece que, em caso de decisão desfavorável, as associações estão isentas do pagamento de ônus de sucumbência – o que deveria funcionar como incentivo para esse tipo de ação.

⁴⁵ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais. Quartier Latin: São Paulo, 2018, p. 77.*

⁴⁶ CONAC, Pierre-Henri; GELTER, Martin. *Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge University Press, 2018.*

Não obstante, geralmente as maiores despesas de uma ação judicial compreendem os honorários de advogados e de especialistas. Por tal razão é que alguns acadêmicos defendem que a lei deveria prever o recebimento de um bônus ou de parte da indenização para as associações⁴⁷.

No tocante às ações derivadas discutidas acima, há um claro desequilíbrio entre custos e benefícios nas ações coletivas ajuizadas por associações de investidores. Em caso de decisão favorável, os efeitos dessa decisão serão aplicáveis a todos os investidores cujos direitos tenham sido violados, e não apenas aos associados (artigo 95 do Código do Consumidor – aplicável a este tipo de ação judicial, nos termos do artigo 21 da Lei 7.347/1985). Porém, em caso de decisão desfavorável para a associação, os seus efeitos serão suportados unicamente pelos membros representados, isto é, por aqueles que decidiram se filiar à associação.

Além de reconhecer a responsabilidade civil do réu pelos danos causados, uma decisão final favorável aos investidores determinará a indenização das vítimas ou de seus sucessores. Nessa direção, a lei estabelece que o valor total da condenação será depositado em uma conta remunerada, à disposição do juízo, até que os investidores, convocados mediante edital, se habilitem para o recebimento.

A Lei 7.913/1989 estabelece que a indenização concedida deve ser paga aos investidores lesados, na proporção de seu prejuízo – essa é a razão pela qual cada investidor terá que apresentar a prova da reivindicação. Assim, aqueles que apresentarem a prova da reivindicação deverão comprovar o dano individual e o nexo causal entre o prejuízo sofrido e o dano geral reconhecido pela decisão, além de determinar o montante das perdas sofridas. Dessa forma, no quadro atual, os acionistas têm um considerável ônus probatório quanto à quantificação de suas perdas.

A esse respeito, deve-se observar que os investidores lesados têm prazo prescricional de dois anos para apresentar a prova da reivindicação. Caso não sejam apresentadas provas de prejuízo individual e, como resultado, a indenização paga supere o valor recebido pelos investidores, o excedente será revertido para um Fundo específico, administrado pelo Ministério Público (Lei 7.347/1985, na redação dada pela Lei 9.008/1995).

Finalmente, uma visão geral dos processos judiciais

47 GIDI, Antonio. *Rumo a um Código de Processo Civil Coletivo – a codificação das ações coletivas no Brasil*. Rio de Janeiro: GZ, 2008, p. 144-152.

revela que, apesar de haver algumas ações promovidas por associações de investidores, não se tem notícia até o momento de qualquer decisão judicial favorável, reconhecendo o direito de reparação dos investidores envolvendo tais casos⁴⁸. A atribuição desse ônus de prova considerável aos acionistas certamente é um dos fatores que desencoraja as associações a ingressar com ações coletivas para a indenização de danos sofridos por investidores no mercado de capitais.

Por fim, o GT entende que a questão de incentivos deve ser objeto de análise mais aprofundada, considerando a natureza dos interesses envolvidos e as potenciais dificuldades que os acionistas podem enfrentar para comprovar alguns de seus direitos. Uma solução possível seria conferir legitimidade ao investidor individual para atuar diretamente como representante processual e porta-voz de sua classe, ou permitir que um grupo de acionistas, representado por um mesmo advogado, proponha a ação civil pública ora analisada⁴⁹. No entanto, o GT entende que, antes de sugerir qualquer alteração legislativa, os especialistas devem fazer pesquisas específicas sobre os novos incentivos que essas possibilidades poderiam vir a criar.

2.2. Outras questões processuais

Existem algumas questões processuais que podem ajudar a explicar a razão pela qual a tutela privada não é amplamente utilizada.

Um desses fatores é o ônus de sucumbência previsto na legislação brasileira. O resultado é que o acionista assume todo o risco do insucesso de uma ação derivada e, em caso de êxito, recebe apenas, indiretamente, um valor proporcional ao percentual de suas ações. O regime por meio do qual o perdedor deve arcar com as verbas de sucumbência claramente desestimula o investidor a propor ações derivadas.

Adicionalmente, as dificuldades com o ônus da prova são frequentemente identificadas como uma

48 Ver PRADO, Viviane Muller. *Os desafios para o ressarcimento de investidores*. Em: CARVALHOSA, Modesto; LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros; WALD, Arnoldo (coords.). *A responsabilidade civil da empresa perante os investidores*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 395.

49 A esse respeito, é importante notar que, de acordo com o artigo 6º da Lei 7.347/1985, qualquer pessoa poderá provocar a iniciativa do Ministério Público, ministrando-lhe informações sobre fatos que constituam objeto da ação civil e indicando-lhe os elementos de convicção. Porém, atualmente essa provocação deve ser feita por meio de um servidor público. A possibilidade de permitir que a provocação seja feita diretamente ao Ministério Público também estará sujeita à consideração.

das causas da ausência de efetividade do arcabouço jurídico brasileiro.⁵⁰ Segundo o Código de Processo Civil, o autor tem a obrigação de provar todos os fatos constitutivos de seu direito, enquanto ao réu incumbe provar a existência de fato impeditivo, modificativo ou extintivo do direito do autor (artigo 373). A produção de provas por parte do autor em processos envolvendo ilícitos societários ou do mercado de capitais se mostra difícil na prática e, em alguns casos, até mesmo impossível, já que a produção de provas geralmente depende de acesso à documentação e informações que estão em posse da companhia, seus administradores ou acionistas controladores⁵¹. Além disso, demonstrar a relação de causalidade e vinculação e quantificar os prejuízos causados pelas práticas ilícitas mais comuns na área societária é altamente complexo⁵².

Desde 2015, o Código de Processo Civil confere mais poder ao Judiciário para gerir questões relacionadas ao processo. O juiz pode decidir, observadas as peculiaridades do caso em discussão⁵³, acerca da distribuição do ônus da prova, transferindo o ônus para a parte que possui mais faci-

50 PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e tutela indenizatória no direito societário e no mercado de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 188; GORGA, Érica. “Is US law enforcement stronger than of a developing country? The case of securities fraud by Brazilian corporations and lessons for the private and public enforcement debate”. *Columbia Journal of Transnational Law*, v. 54, n. 3, 2016, p. 657; e GORGA, Érica; HALBERSTAM, Michael Halberstam, “Litigation discovery & corporate governance: the missing story about ‘the genius of American corporate law’”. *Emory Law Journal*, v. 63, 2014, p. 1.486 e 1.487.

51 TRINDADE, Marcelo; ALMEIDA, Fabiana de. *The securities litigation review - Chapter 3*. Londres: Law Business Research, 2015, p. 43; e BUSCHINELLI, Gabriel; BRESCIANI, Rafael, *Op. Cit.*, p. 256.

52 PRADO, Viviane Muller, “Não custa nada mentir: desafios para o ressarcimento de investidores”, disponível em https://www.academia.edu/28762978/N%C3%83O_CUSTA_NADA_MENTIR_desafios_para_o_ressarcimento_de_investidores_dados_e_reflexões_sobre_o_não_ressarcimento_de_investidores, 2016, p. 26-32; e SANTOS, Aline de Menezes, “Responsabilidade administrativa e civil do ofertante e do intermediário pelo conteúdo do prospecto”. Em: *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos* (coord. Marcelo von Adamek). São Paulo: Malheiros, 2011, p. 249 e 250.

53 Ver MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz, *Comentários ao Código de Processo Civil*, v. VI. São Paulo: RT, 2016, p. 248; Bruna Braga da Silveira, “A distribuição dinâmica do ônus da prova no CPC-2015”. Em: *Direito probatório* (coords. Marcos Félix Jobim e William Santos Ferreira). Salvador: Jus Podivm, 2016, p. 214; MACÊDO, Lucas Buril de; PEIXOTO, Ravi. *Ônus da prova e sua dinamização*, 2ª ed. Salvador: Jus Podivm, 2016, n. 4.6.2, p. 170; Robson Godinho, *Negócios processuais sobre o ônus da prova no novo Código de Processo Civil*. São Paulo: RT, 2015, p. 205; TUCCI, José Rogério Cruz e. *A causa petendi no processo civil*, 3ª ed. São Paulo: RT, 2009, n. 4.10, p. 82.

lidade em produzi-las – a chamada distribuição dinâmica do ônus da prova (artigo 373, § 1º, do Código de Processo Civil). Embora alguns doutrinadores defendam a distribuição dinâmica do ônus da prova em várias situações que envolvem práticas abusivas em companhias ou no mercado de capitais, a regra é recente e ainda não foi adequadamente testada.

Outra questão processual que merece destaque é o papel desempenhado pela CVM como “amicus curiae”, conforme estabelecido pela Lei 6.385/1976. De acordo com o artigo 31 da lei, em todas as ações judiciais envolvendo matéria incluída na competência da CVM, esta deve ser intimada pelo juiz a, querendo, oferecer parecer ou prestar esclarecimentos sobre o assunto. Como “amicus curiae”, a CVM não participa do processo como parte, mas como colaboradora do juízo, a fim de oferecer algum suporte técnico aos assuntos envolvidos⁵⁴.

Ainda assim, vale ressaltar que, apesar do comando obrigatório do artigo 31 da lei, nem sempre a CVM é intimada a oferecer seu parecer sobre os processos que envolvem questões ligadas ao mercado de valores mobiliários,⁵⁵ o que pode explicar parcialmente a razão pela qual não é um mecanismo processual amplamente utilizado no Brasil.

Dito isso e considerando a extensão do mandato da CVM, ela entende que sua prerrogativa legal de atuar como amicus curiae deve ser exercida somente em situações excepcionais que, além de serem de sua competência, envolvam matérias com repercussões relevantes para o mercado de valores mobiliários ou para uma parte relevante de seus participantes.

54 JÚNIOR, Humberto Theodoro. *Curso de Direito Processual Civil*, Vol. 1. Rio de Janeiro: Forense, 2016. p. 412; e SERRA FILHO, Celso Luiz Rocha; WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *A CVM e o Poder Judiciário. Requisição de Informações. Amicus curiae*. Em: *Direito do Mercado de Valores Mobiliários*. 1ª ed. TOP, Comissão de Valores Mobiliários, Rio de Janeiro: 2017, p. 152.

55 Contudo, a doutrina e a jurisprudência reconhecem que a falta de intimação à CVM nesses casos não resulta em nulidade do processo. Ver TF - ARE: 795538 PE, Relator: Min. Gilmar Mendes, julgamento em 28/02/2014; STF - ARE: 720352 PE, Relator: Min. Luiz Fux, julgamento em 18/12/2014; STF - Ag: 1346320, Relator: Ministro Benedito Gonçalves, data de publicação: DJ 28/10/2010; e VIDAL NETO, Ademair. *Comentários ao Artigo 31*. Em: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (coord.). *Comentários à Lei do Mercado de Capitais - Lei n. 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 671.

3. O uso da arbitragem no mercado de capitais brasileiro

3.1. Arcabouço jurídico

Desde 2001, a Lei das Sociedades por Ações autoriza o estatuto social das companhias a estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, sejam solucionadas mediante arbitragem (artigo 109, § 3º).

Cumprir notar que a Lei nº 10.303/2001 que alterou a Lei das Sociedades por Ações para permitir que as companhias incluíssem cláusulas de arbitragem obrigatória em seus estatutos não foi contestada no momento de sua promulgação. Na verdade, a arbitragem foi bem recebida no Brasil, uma vez que o Judiciário é usualmente criticado por sua morosidade e falta de conhecimento especializado em direito societário e mercado de valores mobiliários. Com efeito, tanto na época como atualmente, a arbitragem foi, considerada uma solução eficaz para os conflitos societários, sendo amplamente reconhecida pela literatura especializada como um caso de sucesso⁵⁶.

A propósito, a Lei das Sociedades por Ações foi alterada em 2015 para reforçar o caráter obrigatório das cláusulas arbitrais no estatuto social de companhias abertas. Para pôr fim a uma longa discussão sobre arbitrabilidade subjetiva e, ao mesmo tempo, oferecer proteção aos acionistas minoritários que detinham participação na companhia no momento em que seu estatuto social foi alterado para inserir a cláusula arbitral obrigatória, a Lei 6.404/1976 passou a expressamente prever que a aprovação de inserção de cláusula arbitral no estatuto social vincula todos os acionistas, mas fica assegurado o direito de recesso aos acionistas dissidentes⁵⁷.

3.2. Previsão de arbitragem obrigatória nos segmentos especiais de listagem

⁵⁶ Ver VIEIRA, Maira de Melo; BENETTI, Giovanna Valentiniano; VERONESE, Lígia Espolaor; BOSCOLO, Ana Teresa de Abreu Coutinho. *Arbitragem nos conflitos societários, no mercado de capitais e a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BM&Fbovespa*. RArb, v. 11, n. 40, p. 193-232, abr./jun. 2014. p. 195-196

⁵⁷ Artigo 136-A. Contudo, os acionistas não possuem direitos de avaliação quando a empresa insere cláusula de arbitragem obrigatória na preparação para listagem em segmento especial ou quando há cláusula de desobrigação (ou seja, quando suas ações têm dispersão e liquidez).

Logo antes da reforma de 2001, as cláusulas de arbitragem obrigatória começaram a ser exigidas por alguns segmentos especiais de listagem da Bolsa de Valores de São Paulo (B3), criados no fim do ano de 2000. A adesão aos segmentos especiais é voluntária, mas cada segmento exige a adoção de regras de governança corporativa próprias além das exigidas em lei. O Novo Mercado é o segmento com os mais altos padrões de práticas de governança corporativa.

Os segmentos especiais de listagem com requisitos mais rigorosos – Novo Mercado, Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 - exigem a inserção de cláusula de arbitragem obrigatória no estatuto social. Conforme mencionado na introdução deste relatório, em 31 de dezembro de 2018, de um total de 400 companhias abertas listadas na B3, 179 (44,75%) estavam listadas em segmentos que exigem cláusula de arbitragem obrigatória no estatuto⁵⁸.

As regras de listagem do Nível 2, Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 possuem os mesmos requisitos relacionados à arbitragem, estabelecendo nos itens 13.1 e 13.2 que a B3, a companhia, o acionista controlador, os demais acionistas, os administradores e os membros do conselho fiscal das companhias listadas se comprometem a resolver qualquer divergência relacionada ou oriunda do respectivo regulamento de listagem ou de alguns contratos conexos, em particular, quanto à sua aplicação, validade, eficácia, interpretação, violações e seus efeitos, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da B3, nos termos das regras por ela emanadas. As regras da CAM também estabelecem que a informação sobre a existência de arbitragem obrigatória deve ser divulgada no site da companhia.

No caso do Novo Mercado, as regras são um pouco mais completas e específicas, estabelecendo que o “o estatuto social deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda da sua condição de emissor, acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, e em especial, decorrentes das disposições contidas

⁵⁸ Ver Tabela 1.

na Lei nº 6.385/76, na Lei nº 6.404/76, no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de valores mobiliários em geral, além daquelas constantes deste regulamento, dos demais regulamentos da B3 e do contrato de participação no Novo Mercado”⁵⁹.

De acordo com a Câmara de Arbitragem do Mercado, desde o início de suas atividades, em 2001, a Câmara conduziu um total de 116 procedimentos arbitrais (sendo 51 em andamento e 65 concluídos), com 79 das disputas relacionadas a questões de direito societário, tais como anulação de deliberações assembleares, indenização de danos causados por violações contratuais ou atos ilícitos praticados por administradores de companhia⁶⁰.

Entre os 79 procedimentos que tratam de questões societárias, (i) 20 envolvem companhias listadas em segmentos especiais em que o uso da arbitragem é obrigatório – e a cláusula compromissória do estatuto foi usada como fundamento para iniciar o processo junto à Câmara; (ii) 6 envolvem companhias abertas não listadas nos referidos segmentos de listagem, mas que também haviam incluído cláusula arbitral em seus estatutos; e (iii) os 53 processos restantes envolvem partes que voluntariamente decidiram submeter a questão à arbitragem perante a Câmara. Onze dos 79 processos (13,94%) foram propostos por acionistas minoritários exigindo indenização de acionistas controladores ou da própria companhia, e todos permanecem pendentes de decisão. Quatro dos onze tinham como fundamento o artigo 246 da Lei das Sociedades por Ações, que prevê que os acionistas minoritários podem buscar reparação de danos causados por acionistas controladores sem submeter a questão à assembleia geral.

Embora a autorregulação da B3 por meio dos segmentos especiais de listagem seja amplamente considerada um caso de sucesso na literatura especializada, com impacto significativo no desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, essa conclusão baseia-se no aprimoramento das práticas de governança corporativa das companhias abertas brasileiras como um todo, e não considera especificamente ou trata dos prós e contras do uso da arbitragem em relação ao Poder Judiciário. Até o momento, os efeitos do uso da arbitragem por companhias abertas ainda não foram totalmente analisados no Brasil.

3.3. Desafios relacionados

⁵⁹ Artigo 39 do Regulamento de Listagem do Novo Mercado, p. 23. Disponível no site: http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/.

⁶⁰ Dados coletados em setembro de 2018.

ao uso da arbitragem em companhias abertas

3.3.1. Falta de parâmetros de referência

A questão da inserção de cláusulas compromissórias nos estatutos sociais de companhias é altamente controversa. A opção brasileira de permitir o uso da arbitragem para resolver disputas envolvendo participantes do mercado de valores mobiliários (incluindo companhias abertas) não encontra amparo em outras jurisdições usualmente tidas como referências, como Alemanha, Itália⁶¹, Israel e Suécia⁶². Nesses países, de forma geral, a arbitragem é considerada inadequada para companhias abertas, e a discussão acerca do uso da arbitragem para resolver disputas societárias envolve outros tipos societários que não as sociedades anônimas⁶³. Em análise *prima facie*, de fato, nenhuma jurisdição com um sistema jurídico semelhante ao do Brasil (Civil Law) regulamentou o uso da arbitragem em disputas envolvendo ou relacionadas a companhias abertas.

Esse debate também está presente nos países de Common Law. Nos Estados Unidos, por exemplo, a inclusão de cláusulas de arbitragem obrigatória no estatuto social das companhias abertas americanas, até o momento, não foi expressamente autorizada pela SEC⁶⁴.

⁶¹ Segundo o professor italiano Diego Corapi, tanto a Itália (ver Artigo 34, Decreto No. 5/2003) quanto a Alemanha, jurisdições que serviram de modelo para o Direito Brasileiro em muitos assuntos, têm severas restrições à arbitragem corporativa (quando envolve companhias abertas) e no mercado de valores mobiliários. Ver CORAPI, Diego, 2018. “La “Província” Dell’arbitrato Societario nel Diritto Comparato”, *Revista de Arbitragem e Mediação, Revista dos Tribunais*, vol. 57, páginas 177-180.

⁶² Como mencionado na Seção 1, as experiências de Israel e da Alemanha foram analisadas no Workshop.

⁶³ Por exemplo, as sociedades de responsabilidade limitada na Alemanha. Portanto, em princípio, não envolvem questões relativas ao mercado de valores mobiliários.

⁶⁴ “Há muito tempo a SEC tem protegido os investidores das investidas das companhias para forçá-los a arbitragem obrigatória, em vez de processos no Judiciário. Por exemplo, em 1988, a Franklin First Financial Corporation declarou sua intenção de incluir uma cláusula de arbitragem obrigatória em seu estatuto antes do IPO que estava planejado. Da mesma forma, em 2012, o Carlyle Group LP apresentou uma minuta de declaração de registro na SEC que exigiria que os investidores resolvessem as divergências por meio de arbitragem. Em ambos os casos, a SEC recusou-se a acelerar a data de vigência das declarações de registro das companhias, bloqueando assim, de maneira eficaz, a capacidade de elas prosseguirem com seus IPOs planejados. O resultado: Ambas as companhias abandonaram o plano de proibir os acionistas de entrarem com ações judiciais coletivas. A SEC também impediu que companhias abertas alterassem seus estatutos existentes para incluir arbitragem obrigatória para os acionistas. Por exemplo, quando foi feita uma proposta para alterar o estatuto da Gannett Co., Inc. para exigir que as disputas dos investidores fossem

-65. Nada obstante, deve-se notar que declarações recentes de diretores da SEC⁶⁶ sugerem que essa questão é controversa até mesmo no colegiado da SEC, e que a posição atual da comissão pode ser revista⁶⁷. Alguns dos diretores da SEC ainda defendem que a arbitragem obrigatória retiraria dos acionistas o direito de ajuizar uma ação coletiva (class action), mecanismo essencial de proteção do investidor, dissuasão de condutas ilícitas e policiamento de má conduta cor-

submetidas a arbitragem, a SEC estimulou a Gannett a omitir a proposta de seus proxy materials (afirmando que “não recomendaria medidas de sanção à Comissão” se ela fosse de fato omitida), já que havia a visão de que “a implementação da proposta faria com que a empresa violasse as leis federais de valores mobiliários”. A SEC também apoiou decisões de outras companhias (Alaska Air Group, Inc., Pfizer Inc., etc.) a excluir propostas de arbitragem semelhantes.” (Keeping Investors out of Court — The Looming Threat of Mandatory Arbitration. Postado por Salvatore Graziano e Robert Trisotto, Bernstein Litowitz Berger e Grossmann LLP, segunda-feira, 18 de fevereiro de 2019. Disponível no site: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/18/keeping-investors-out-of-court-the-looming-threat-of-mandatory-arbitration/>)

65 Nesse sentido, ver as seguintes afirmações do presidente da SEC, Jay Clayton, em carta pública de 24 de abril de 2018: “Não tenho uma opinião definitiva sobre se a arbitragem obrigatória para disputas de acionistas é ou não apropriada no contexto de um IPO para uma companhia dos EUA”; “As leis estaduais geralmente fornecem os parâmetros para que as companhias estabeleçam sua governança corporativa por meio de seus documentos organizacionais, como o estatuto social. A Comissão não tem regras que permitam ou proíbam as companhias de usarem cláusulas de arbitragem.” Disponível no site: <https://maloney.house.gov/sites/maloney.house.gov/files/MALONEY%20ET%20AL%20-%20FORCED%20ARBITRATION%20-%20ES156546%20Response.pdf>

66 O comissário da SEC Robert J. Jackson Jr., por exemplo, argumentou que a resolução de disputas privadas em processos públicos cria externalidades positivas, pois uma “um processo judicial dá aos juízes a chance de dizer aos membros da companhia o que a lei espera deles” e “diz ao público que levamos a sério fraudes corporativas”, enviando “um sinal para os administradores, a ordem dos advogados, e os investidores que a deslealdade para com investidores não compensa”. Nesse sentido, procedimentos confidenciais de arbitragem evitariam essas externalidades positivas e privariam investidores e administradores do saber o que o Judiciário espera deles. Sobre sua declaração, ver: *Keeping Shareholders on the Beat: A Call for a Considered Conversation About Mandatory Arbitration*. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/jackson-shareholders-conversation-about-mandatory-arbitration-022618>.

67 Como o diretor da SEC Robert J. Jackson Jr. observou em 26 de fevereiro de 2018, “ações judiciais de acionistas também nos ajudam na SEC a identificar e tratar de ilícitos societários”, acrescentando que “em 2016, cerca de sessenta centavos de cada dólar retornavam para os investidores em casos de fraudes societárias por meio de acordos privados, em lugar dos acordos feitos pela SEC”. Disponível em: *Keeping Shareholders on the Beat: A Call for a Considered Conversation About Mandatory Arbitration*. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/jackson-shareholders-conversation-about-mandatory-arbitration-022618>. A este respeito, ver também o conteúdo da carta escrita pelo presidente da SEC Jay Clayton, em 24 de abril de 2018. Disponível em: <https://maloney.house.gov/sites/maloney.house.gov/files/MALONEY%20ET%20AL%20-%20FORCED%20ARBITRATION%20-%20ES156546%20Response.pdf>.

porativa (dados os recursos limitados da SEC).

Por outro lado, outros diretores da SEC sustentam que as companhias devem ter a opção de exigir que os investidores resolvam disputas societárias por meio de arbitragem⁶⁸. Na verdade, essa possibilidade foi estimulada pelo Departamento do Tesouro dos EUA, que emitiu relatório em outubro de 2017 sugerindo que a arbitragem obrigatória fosse usada como ferramenta para reduzir custos de litígios com acionistas. Recomenda-se que “a SEC continue a investigar os vários meios para se reduzir os custos de litígios para os emissores, de forma a proteger os direitos e interesses dos investidores, inclusive permitindo que companhias e acionistas resolvam disputas por meio de arbitragem.”

Esses fatos provocaram uma discussão calorosa sobre os efeitos práticos que as cláusulas de arbitragem obrigatória teriam sobre a capacidade dos acionistas de reivindicar adequadamente seus direitos, de acordo com a legislação de valores mobiliários dos EUA, possivelmente privando-os de importantes direitos federais de processar judicialmente por fraude no mercado de valores mobiliários. De acordo com um artigo recente publicado no Fórum de Governança Corporativa e Regulamentação Financeira da Harvard Law School, “muitos acadêmicos e defensores concluíram que o potencial dano aos investidores ao serem forçados a resolver litígios do mercado de valores mobiliários por meio de arbitragem supera significativamente os benefícios”⁶⁹.

Em decisão recente (*Sciabacucci v. Salzberg*, 19 de dezembro de 2018⁷⁰), a Chancery Court de Delaware determinou que os estatutos sociais de companhias de Delaware só poderiam dispor sobre assuntos internos da companhia, incluindo litígios relacionados a assuntos internos; mas eles não poderiam ser utilizados para dispor sobre assuntos externos, como litígios relacionados ao mercado de valores mobiliários. Limitar o escopo das cláusulas de arbitragem obrigatória, conforme sugerido nessa decisão, pode

68 Nessa direção, o ex-comissário da SEC Michael Piwowar afirmou que “para ações judiciais de acionistas, as companhias podem vir até nós para apresentar recurso para colocar arbitragem obrigatória em seu estatuto”. A esse respeito, ver *U.S. SEC’s Piwowar Urges Companies to Pursue Mandatory Arbitration Clauses*, *Reuters Business News*, de Sarah N. Lynch (17 de julho de 2017). A esse respeito, ver: <https://www.reuters.com/article/us-sec-arbitration-idUSKBN1A221Y>

69 *Keeping Investors out of Court — The Looming Threat of Mandatory Arbitration*. Postado por Salvatore Graziano e Robert Trisotto, Bernstein Litowitz Berger e Grossmann LLP, segunda-feira, 18 de fevereiro de 2019. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/02/18/keeping-investors-out-of-court-the-looming-threat-of-mandatory-arbitration/>

70 Disponível em: <https://courts.delaware.gov/Opinions/Download.aspx?id=282830>

ser capaz de resolver algumas das preocupações do regulador, preservando os direitos dos acionistas de ajuizar ações coletivas na Justiça comum.

A falta de parâmetros de referência, especialmente em jurisdições de Civil Law, fez com que o GT questionasse a eficácia do modelo brasileiro em relação a outros, e considerasse a necessidade de alterá-lo. Embora a adoção obrigatória da arbitragem em lugar da Justiça comum, em princípio, supostamente contribuisse para fortalecer a aplicação das regras societárias e do mercado de valores mobiliários, algumas das características desses procedimentos privados podem, na realidade, criar barreiras à proteção efetiva dos direitos dos acionistas, como o direito de buscar reparação.

Em suma, os principais desafios decorrentes dessa realidade societária estão relacionados à confidencialidade dos processos arbitrais e ao seu desenho dualista. Como será visto a seguir, a arbitragem da B3 funciona muito bem para resolver disputas contratuais societárias entre um pequeno número de partes (geralmente, um requerente e um requerido). No entanto, ele não foi projetado para lidar com direitos coletivos, como direitos de indenização envolvendo acionistas de companhias de capital aberto (inúmeros) e as características multipartes desses casos⁷¹.

3.3.2. O custo da arbitragem

Existe também um problema relacionado aos custos de todos os tipos de arbitragens institucionais⁷². A relação entre os custos e os incentivos ao litígio é amplamente estudada pela doutrina⁷³. Como os processos judiciais na Justiça comum, a arbitragem também envolve custos. Assim, ao passo que há custas processuais relacionadas a ações judiciais, nas arbitragens as partes pagam taxas administrativas à câmara. Os procedimentos arbitrais, contudo, também envolvem um custo extra⁷⁴ se comparados aos da Justiça comum: os honorários dos árbitros, custo que advém de uma das características mais importantes e atraentes da arbitragem, qual seja, a autonomia das partes para escolherem os “juízes” considerados os mais adequados para a tarefa, seja por conta de sua área de especialização, seja por sua reputação ou experiência.

⁷¹ Ver PARGENDLER; PRADO. *Ibid.*, p. 101.

⁷² Por exemplo, esse problema também é citado em arbitragens comerciais internacionais.

⁷³ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. *Enforcement e Tutela Indenizatória no Direito Societário e no Mercado de Capitais*. Quartier Latin: São Paulo, 2018, pp. 149-151.

⁷⁴ Ver PARGENDLER; PRADO. *Ibid.*, p. 119-120.

Portanto, embora esse método de resolução alternativa de conflitos seja objetivamente mais caro, a análise de custo-benefício atual pode transformar a arbitragem em um mecanismo de resolução de conflitos atraente. Essa avaliação, no entanto, pode incluir outros fatores, inclusive em relação ao valor individualmente reivindicado pelo investidor. Afinal, é improvável que a arbitragem seja utilizada se o valor reivindicado não justificar os custos do processo. Se esse for o caso, o uso obrigatório da arbitragem para resolver uma disputa societária pode representar um obstáculo para que os acionistas busquem reparação individualmente⁷⁵.

Considerando o que foi apresentado acima, devem ser feitos estudos adicionais para descobrir as melhores formas de facilitar o acesso à reparação de investidores individuais/de varejo nos casos em que o valor da reparação não compense o custo da arbitragem.

Hoje em dia, uma possibilidade não muito explorada pelos acionistas é buscar diferentes direitos de indenização individual na mesma arbitragem. De acordo com as regras da CAM, a regra geral é dividir os custos da arbitragem entre as “partes”. Embora essa regra pareça ser mais adequada a disputas ordinárias envolvendo um requerente e um requerido, é possível afirmar que a terminologia “partes” faz alusão aos “lados” da disputa. Portanto, em processo que envolva quatro requerentes e dois requeridos, os custos da arbitragem ainda seriam divididos em dois e, em seguida, os indivíduos do mesmo lado teriam autonomia para decidir como dividir sua parte dos custos.

A despeito dessa discussão, as regras da CAM também preveem que as partes podem acordar contratualmente sobre a forma de dividir os custos do processo; a divisão de custos poderia ser decidida por acordo mútuo entre as partes e estabelecida nos Termos de Referência⁷⁶. Além disso, quando representados pelo mesmo escritório de advocacia, múltiplas partes são consideradas uma única parte para efeitos do pagamento da taxa administrativa da Câmara de Arbitragem do Mercado da B3 (1º Anexo do Regimento Interno da CAM).

Portanto, o problema dos custos poderia ser minimizado, em tese, pela distribuição de custos entre as partes do mesmo lado do litígio⁷⁷. Mas essa opção,

⁷⁵ Ver PARGENDLER; PRADO. *Ibid.*, p. 101.

⁷⁶ Ver artigo 4.1 'ix' do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado: “4.1 Termo de Arbitragem. Após a nomeação dos árbitros, o Tribunal Arbitral, em conjunto com as partes, elaborará o Termo de Arbitragem, que deverá conter os seguintes pontos: (...) ix) responsabilidade pelo pagamento dos honorários dos peritos, dos árbitros e dos advogados, e de outras despesas processuais;”

⁷⁷ Nessas duas situações, se um grupo de acionistas minoritários iniciar um processo arbitral de reparação contra os administradores

como será analisado mais adiante na subseção 3.3.4 abaixo, apresenta um problema secundário: a confidencialidade do processo, que parece ser o principal obstáculo à sua reunião.

Embora não tenha sido estudada de forma detalhada para este relatório, outra possibilidade que poderia permitir a indenização seria o envolvimento de terceiros, seja (i) para financiar o litígio (acadêmicos têm estudado a viabilidade de financiamento de terceiros em procedimentos arbitrais); seja (ii) para substituir os acionistas no litígio por meio da transferência de “direitos litigiosos” (por exemplo, direitos de indenização reclamados em arbitragens) a terceiros interessados em buscar seus direitos⁷⁸ (ver artigo 109 do Código de Processo Civil Brasileiro). Ambas as ideias foram mencionadas durante o Workshop pelos palestrantes e, à primeira vista, parecem ser possíveis meios de se resolver os problemas de custos e reparação.

3.3.3. Incompatibilidade entre as partes envolvidas na disputa e efeitos erga omnes/res judicata das sentenças

A Lei de Arbitragem Brasileira (Lei 9.307/1996) prevê que litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis poderão ser dirimidos por meio de arbitragem (arbitrabilidade objetiva)⁷⁹. Desse ponto de vista, é possível concluir que os assuntos internos da companhia que podem ser validamente decididos por seus órgãos de administração, mas que não afetam os direitos de terceiros não cobertos pela cláusula de arbitragem obrigatória, podem estar sujeitos à arbitragem⁸⁰.

Apesar dessa regra geral, não há previsão na Lei das Sociedades por Ações relativa ao uso da arbitragem

ou acionistas controladores de uma companhia aberta, os autores poderiam dividir os custos envolvidos no processo.

78 Por exemplo, um investidor institucional poderia estar interessado em comprar os direitos que alguns acionistas iriam reivindicar ou estavam reivindicando em arbitragem a um preço com desconto. Embora os acionistas não recebessem o valor total pedido na ação, eles não teriam que arcar com os custos associados ao processo ou assumir o risco de uma decisão adversa.

79 Ver LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. A responsabilidade da sociedade por desinformação do acionista e a arbitragem. Revista de Arbitragem e Mediação, São Paulo, RT, ano 13, vol. 50, jul./set., 2016, p. 308; EIZIRIK, Nelson. Arbitrabilidade objetiva nas sociedades anônimas e instituições financeiras. Direito societário. Desafios atuais. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 34; MARTINS, Pedro A. Batista, Arbitragem no direito societário. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 177.

80 Ver LEÃES, Ibid., p. 308. A esse respeito, ver também a lógica usada na decisão de Delaware citada na Subseção 3.3.1., que parece excluir litígios relacionados ao mercado de valores mobiliários da definição de assuntos internos.

para solucionar disputas societárias/do mercado de valores mobiliários, diferenciando os vários tipos de disputas que podem surgir nesses contextos. Essa parece ser a raiz de alguns dos desafios mais problemáticos que o uso da arbitragem para disputas societárias/do mercado de valores mobiliários enfrenta atualmente no Brasil.

É discutível se a arbitragem é instrumento adequado para lidar com disputas quando existe uma possível incompatibilidade entre as partes envolvidas no processo e os efeitos res judicata/erga omnes (legalmente obrigatórios) da sentença sobre terceiros/outros acionistas⁸¹.

O GT acredita que a atual estrutura de arbitragem brasileira não está preparada para lidar com esses assuntos de maneira adequada. Duas soluções podem ser exploradas para estabelecer mecanismos apropriados para legitimar a extensão do efeito res judicata/erga omnes de uma sentença arbitral a terceiros: garantir que todas as partes afetadas tenham conhecimento (i) do início de um procedimento arbitral (isto é, tornando possível sua participação ativa na formação do tribunal e na discussão dos direitos) ou (ii) da decisão proferida (isto é, permitindo que as partes afetadas reivindiquem seus direitos, conforme delimitado na decisão).

As disposições legais, regulatórias e contratuais existentes que regem a arbitragem no arcabouço jurídico brasileiro apenas abordam o item ‘i’ acima, mas por meios que contêm certas limitações. Em suma, as regras da CAM incluem disposições relacionadas à intervenção de terceiros⁸², mas apenas antes da nomeação do primeiro árbitro e da conso-

⁸¹ Esse é o caso, por exemplo, das decisões sobre a validade das decisões de acionistas, assim como pedidos de reparação de dividendos.

⁸² “6.1 Intervenção de Terceiros. Antes da nomeação de qualquer árbitro, as partes poderão chamar um terceiro ao procedimento arbitral, podendo fazê-lo o próprio terceiro legitimado, em qualquer caso, por meio de Requerimento de Intervenção de Terceiro (“Requerimento de Intervenção de Terceiro”). 6.1.1. O Requerimento de Intervenção de Terceiro deverá ser submetido à Secretaria da Câmara de Arbitragem e conter justificativa para a intervenção do terceiro, bem como ser instruído com cópias do Requerimento de Instauração da Arbitragem e da(s) Resposta(s) ao Requerimento. 6.1.2 O terceiro terá o prazo de 15 (quinze) dias para apresentar resposta ao Requerimento de Intervenção de Terceiro, que deverá observar os requisitos do item 2.1.3. 6.1.3 As partes serão intimadas a se manifestarem, no prazo de 10 (dez) dias, a respeito da resposta ao Requerimento de Intervenção de Terceiro. 6.1.4 O Presidente da Câmara de Arbitragem decidirá acerca do Requerimento de Intervenção de Terceiro. Se deferido, o terceiro ingressará no procedimento arbitral no estado em que ele se encontre, devendo assinar compromisso de cumprir as disposições deste Regulamento e de se submeter à sentença arbitral. Se houver oposição de qualquer das partes e mesmo assim o Presidente da Câmara de Arbitragem decidir a favor da intervenção de terceiro, o Tribunal Arbitral deverá reapreciar a matéria, prolatando decisão final sobre a intervenção de terceiro.”

lidação do processo, e somente sob certas circunstâncias⁸³. Além disso, em casos com mais de um requerente ou requerido, o Artigo 3.6 do Regulamento da CAM estabelece que “essas [partes], conforme seus interesses em comum, deverão indicar conjuntamente um árbitro, nos termos deste Regulamento. Na ausência de consenso, o Presidente da Câmara de Arbitragem indicará todos os árbitros”.

Sem embargo, essas regras não parecem ser suficientes para lidar com as complexidades das disputas societárias e do mercado de valores mobiliários que podem levar a uma sentença com efeitos erga omnes⁸⁴, ainda limitando a participação de todas as partes interessadas. A experiência de outras jurisdições indica algumas possíveis soluções para essas complexidades.

83 “6.2 Conexão. Quando for apresentado um Requerimento de Arbitragem que tenha objeto ou causa de pedir comum a um outro procedimento arbitral já em curso e regido por este Regulamento, o Presidente da Câmara de Arbitragem, após ouvir as partes, levando em conta as circunstâncias e o progresso já alcançado no procedimento em curso, poderá determinar a reunião dos procedimentos para julgamento conjunto. 6.2.1 A reunião dos procedimentos somente será possível na fase de instrução do procedimento arbitral. 6.2.2. Se no momento em que for determinada a reunião de procedimentos arbitrais, não tiver havido a constituição de Tribunal Arbitral em nenhum deles, e não haja consenso entre todas as partes quanto à composição do Tribunal Arbitral, todos os árbitros serão nomeados pelo Presidente da Câmara de Arbitragem. 6.2.3 Se no momento em que for determinada a reunião de procedimentos arbitrais, o Tribunal Arbitral de um deles já tiver sido constituído, este será competente para o julgamento de todos os procedimentos conexos. Como o reconhecimento da conexão acarretará a renúncia, pelas partes dos outros procedimentos arbitrais, ao direito de indicarem árbitros, o Secretário-Geral lhes encaminhará cópias dos Termos de Independência firmados pelos árbitros do Tribunal já constituído. Somente será possível a reunião dos procedimentos arbitrais caso as partes da arbitragem mais nova concordem com a composição deste Tribunal Arbitral. 6.2.4 Se as partes assim notificadas, no prazo de 5 (cinco) dias, não apresentarem impugnações aos árbitros, as causas serão processadas e julgadas pelo Tribunal Arbitral já constituído. 6.2.5 As apresentações de impugnações a que se refere o item 6.2.4 serão julgadas na forma prevista no item 3.12 acima. Se não acolhidas, o julgamento das causas será atribuído ao Tribunal Arbitral já constituído. Se acolhidas, a reunião dos procedimentos para julgamento conjunto ficará prejudicada, e as causas prosseguirão

84 Se a CAM receber um pedido de arbitragem discutindo questões de fato ou de direito em comum com as arbitragens em curso, dependendo do estágio em que se encontrarem, e se certas condições relacionadas ao consentimento das partes e à formação do tribunal forem satisfeitas, a câmara poderá reunir os procedimentos. Embora a reunião dos procedimentos tenha o potencial de resolver o problema dos efeitos erga omnes, e o encontro de acionistas em alguma medida, não é um procedimento obrigatório, dependendo da coexistência de processos paralelos com o mesmo alcance possível na CAM. A intervenção de terceiros, como está desenhada atualmente, tem problemas semelhantes, tampouco sendo capaz de garantir os direitos dos acionistas de participarem juntos da mesma arbitragem (ou de participar adequadamente de um processo que eles não iniciaram).

Durante o Workshop, o Prof. Dr. Christian Borris apresentou a experiência alemã sobre o assunto – discutida em um contexto de sociedades de responsabilidade limitada. Em 2009, o Supremo Tribunal Federal da Alemanha decidiu, no caso conhecido como “Arbitrabilidade II”, que os acordos de arbitragem devem incorporar algumas características para legitimar os efeitos erga omnes/res judicata sobre todos os sócios: (i) todos os sócios devem estar vinculados ao acordo de arbitragem; (ii) todos os sócios têm o direito e devem ter a oportunidade de participar da escolha dos árbitros⁸⁵; (iii) todos os acionistas devem ter a oportunidade de participar da arbitragem; (iv) arbitragens paralelas relativas à mesma deliberação assemblear devem ser extintas. A fim de cumprir os requisitos delineados pelo Supremo Tribunal Federal da Alemanha, o Instituto de Arbitragem Alemão promulgou as Normas Complementares DIS para Disputas Societárias, destinadas a assegurar o cumprimento dos requisitos estabelecidos em Arbitrabilidade II.

Na opinião do GT, a solução alemã – voltada para dar oportunidade a todas as partes interessadas em participar de procedimentos arbitrais envolvendo efeitos erga omnes (isto é, para todos os sócios de uma sociedade) e para impedir a ocorrência de processos paralelos sobre o mesmo objeto – pode ser uma referência interessante para futuras discussões sobre uma eventual reforma das regras de arbitragem existentes.

No entanto, essa análise deve ser aprofundada antes que qualquer conclusão definitiva possa ser alcançada. Recomenda-se investigar em um estudo específico não apenas o caso alemão, como também outras experiências. Neste sentido, a compatibilidade da arbitragem propriamente dita (atualmente prevista na Lei das Sociedades por Ações) com ações individuais que podem levar a efeitos erga omnes sobre terceiros/outros acionistas, bem como o possível uso dos mecanismos disponíveis em ações judiciais para lidar com litisconsortes previsto no Código de Processo Civil (ver artigos 113 e 117) também deve ser analisado no estudo⁸⁶.

Independentemente dos mecanismos que serão considerados mais adequados à realidade brasileira, fica claro para o GT que qualquer mecanismo de

85 Na Itália, a seleção de árbitros para processos com múltiplas partes será delegada a um terceiro. Artigo 32, 2º do Decreto Legislativo 5/03: “2. La clausola deve prevedere il numero e le modalità di nomina degli arbitri, conferendo in ogni caso, a pena di nullità, il potere di nomina di tutti gli arbitri a soggetto estraneo alla società. Ove il soggetto designato non provveda, la nomina è richiesta al presidente del tribunale del luogo in cui la società ha la sede legale.”

86 Ver LEÃES, Op. Cit., p. 308-309

participação só funcionará bem se houver divulgação adequada de seus procedimentos. De acordo com alguns acadêmicos, embora a confidencialidade possa ser aceita para casos que afetem apenas as partes do processo, ela é inadmissível quando há outras partes interessadas que não participem ou não possam participar do processo. Afinal, se estão em jogo direitos comuns a todos ou pelo menos a um grupo de acionistas, a não divulgação de um processo/decisão privará os acionistas que não são partes do procedimento da possibilidade de aderir para reivindicar seus direitos. Portanto, somente os acionistas mais bem informados e bem-assistidos, que ajuizaram o procedimento arbitral, terão pleno acesso à justiça, ficando claros os custos sociais associados a essa situação⁸⁷.

3.3.4. A questão do sigilo

Uma das questões mais controversas em relação à arbitragem de companhias abertas é o sigilo dos processos e das sentenças. As normas da CAM da B3 estabelecem que o procedimento arbitral é sigiloso e que as partes, os árbitros e os representantes da câmara não podem divulgar qualquer informação a seu respeito, a menos que exigido por regras obrigatórias (legais ou regulatórias)⁸⁸.

Devido a essa regra geral, nem o mercado nem os reguladores são normalmente informados sobre procedimentos arbitrais envolvendo companhias abertas. Essa é uma questão relevante, uma vez que a divulgação adequada é essencial não apenas para a formação de preços dos valores mobiliários, mas também para permitir que o investidor tome decisões de investimento informadas e que exerça seus direitos⁸⁹.

O GT identificou que o arcabouço jurídico existente para a divulgação da arbitragem apresenta deficiências que prejudicam o direito dos acionistas de bus-

87 SALOMÃO FILHO, Calixto. *Breves notas sobre transparência e publicidade na arbitragem societária*. *Revista de Arbitragem e Mediação*, São Paulo, RT, ano 14, vol. 52, jan./mar., 2017, p. 65-66.

88 “9.1 Sigilo. O procedimento arbitral é sigiloso, devendo as partes, árbitros e membros da Câmara de Arbitragem abster-se de divulgar informações sobre seu conteúdo, *exceto em cumprimento a normas dos órgãos reguladores, ou previsão legal*. 9.1.1 Os terceiros que participarem do procedimento arbitral na condição de testemunha, perito ou assistente técnico deverão obedecer a idêntico dever de sigilo, sendo essa participação limitada ao cumprimento de sua função específica no procedimento arbitral. 9.1.2 A divulgação das informações na forma do item 7.10 não representará violação ao sigilo do procedimento arbitral.” (Disponível em: http://www.bmfbovespa.com.br/en_us/services/)

89 O mesmo problema também pode ocorrer em uma disputa judicial se o autor solicitar ao juiz o sigilo do processo. No entanto, esse problema é mitigado, pois o juiz pode indeferir o pedido se considerar que não há razão para imposição de sigilo. As regras da CAM não conferem esse poder discricionário aos árbitros ou à própria câmara.

car reparação. E, seguindo o entendimento de uma decisão de 2010 do Colegiado da CVM⁹⁰, o direito dos acionistas à informação não podem ser prejudicados pela característica de confidencialidade da maioria dos procedimentos arbitrais, os quais devem respeitar as obrigações de divulgação existentes nos marcos legais e regulamentares aplicáveis.

Via de regra, as partes devem ter o direito de manter a arbitragem sigilosa, pois é um método privado de solução de controvérsias para dirimir unicamente direitos patrimoniais disponíveis⁹¹ e contém informações muito sensíveis das partes (o que também justifica o sigilo em ações judiciais na Justiça comum). No entanto, existem situações em que, na visão do GT, é necessária a transparência ou a publicidade do processo. É o caso das disputas do mercado de capitais envolvendo direitos coletivos de acionistas minoritários com um elemento de interesse público (como em processo que afete a credibilidade do próprio mercado) ou com efeitos erga omnes. Como já mencionado, isso pode ser visto como uma questão de arbitrabilidade ou, pelo menos, como capaz de justificar um tratamento especial à arbitragem pela câmara de arbitragem, pelas partes da arbitragem e pela companhia aberta envolvida.

3.3.4.1. Divulgação sobre arbitragem por companhias abertas

O sigilo previsto nas regras da CAM vem justificando a não divulgação de informações relativas a esses procedimentos pelas companhias abertas, resultando em uma interpretação quanto ao dever de divulgação (previsto em lei e nas normas da CVM) que o GT considera questionável.

Nos termos das normas em vigor, as companhias abertas podem ser obrigadas a divulgar informações sobre arbitragens de duas maneiras: no formulário de referência ou em aviso de fato relevante.

A Instrução CVM 480/09 traz regras relativas ao registro de emissores de valores mobiliários, determinando as informações que devem ser periodicamente prestadas pelas companhias abertas. Entre outras informações que devem ser divulgadas no formulário de referência, estão aquelas relacionadas a litígios (itens 4.3 a 4.6) envolvendo (i) a própria companhia ou suas controladas; e (ii) essas partes contra administradores, ex-administradores, controladores, ex-controladores ou investidores (item 4.4), devendo contemplar não apenas processos judiciais e administrativos, como também procedimentos arbitrais.

90 Processo CVM N. RJ 2018/0713, decisão de 27 de abril de 2010.

91 Ver item 126 acima.

De acordo com a Instrução CVM 480/09, se o processo não for sigiloso, a companhia deve divulgar informações sobre o objeto da disputa, as partes envolvidas, o custo do litígio para a companhia, a probabilidade de perda, os valores, bens ou direitos envolvidos e o atual andamento do processo. Porém, se o processo for sigiloso, a companhia só é obrigada a divulgar no formulário de referência o impacto que uma eventual perda teria sobre a companhia e os valores envolvidos. Considerando que, de acordo com as regras da CAM, o procedimento arbitral é confidencial, as regras existentes sobre divulgação periódica facilitam uma divulgação limitada de informações.

Ao contrário do que acontece em outras jurisdições, a CVM não exige que a companhia divulgue etapas específicas do processo, como o ajuizamento do procedimento arbitral, a assinatura dos termos de referência ou a prolação de uma sentença arbitral. Na Itália, por exemplo, a divulgação pública do início dos procedimentos arbitrais é obrigatória, uma vez que o documento deve ser protocolizado no Registro Comercial local⁹². Tal referência, em análise perfunctória, parece criar incentivos positivos. Além disso, essa abordagem parece compatível com nosso sistema regulatório.

Além da divulgação no formulário de referência, a Lei das Sociedades por Ações e a Instrução CVM 358/02 estabelecem que informações relevantes devem ser imediatamente divulgadas ao mercado. De acordo com a Instrução CVM 358/02, as informações são relevantes se puderem afetar, de modo ponderável, não apenas a cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, como também a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários, ou ainda exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Os investidores têm uma expectativa legítima de receber informações sobre litígios envolvendo companhias abertas⁹³. Afinal, essas informações permitem avaliar se eles têm interesse direto na ação – por exemplo, quando se discute a melhoria do preço pago em uma oferta pública obrigatória, a anulação de uma assembleia geral anterior, uma distribuição

de dividendos ou a existência de um esquema de fraude que afetou o preço das ações.

Não obstante a regra existente, o GT tem a percepção de que, ao decidir divulgar ou não informações sobre um procedimento arbitral, as companhias geralmente se concentram na análise do possível impacto do litígio no preço das ações e não fazem uma avaliação apropriada se a informação pode afetar a decisão de outros acionistas de tomar alguma medida relacionada à arbitragem. Nessa linha, o GT entende que essa situação requer alguns esclarecimentos específicos da CVM. Os registros existentes no site da CVM indicam que apenas algumas companhias abertas divulgam a existência de procedimentos arbitrais envolvendo disputas societárias; e quando o fazem, a divulgação ocorre de várias maneiras diferentes. Em alguns casos, a arbitragem é divulgada na forma específica de aviso de fato relevante. Em outros, a informação é apresentada no formulário de referência, nas demonstrações financeiras ou em outras formas de divulgação disponíveis. Por isso, o GT conclui por recomendar também algum tipo de orientação com o intuito de que seja criado um padrão de divulgação.

Finalmente, o atual regime de divulgação de procedimentos arbitrais não é capaz de adequadamente informar o mercado sobre a formação de preços e a possibilidade de exercício dos direitos dos acionistas.

Embora seja possível encontrar dados significativos sobre processos judiciais ou de arbitragem internacional relacionados a interesses individuais, divergências contratuais e até controvérsias administrativas sobre questões regulatórias, raramente são encontradas informações sobre litígios societários envolvendo a companhia e seus acionistas ou administradores.

Nesse cenário, uma alteração específica das regras da CVM, a fim de exigir uma divulgação mínima sobre procedimentos arbitrais envolvendo direitos com efeitos erga omnes no mercado e a divulgação de etapas ou documentos específicos do processo parecem ser possíveis soluções para minimizar os problemas atuais associados ao sigilo. Conforme mencionado, embora a divulgação de fatos relevantes seja obrigatória, cada avaliação é feita levando em consideração diversos elementos subjetivos. Portanto, o GT sugere que a CVM edite nova norma de divulgação exigindo que as companhias abertas informem prontamente à CVM a respeito do recebimento ou protocolo do requerimento de arbitragem envolvendo direitos dos acionistas ou da companhia, independentemente da avaliação que a companhia faça a respeito da materialidade do assunto. Assim, a autarquia poderia finalmente exigir sua divulgação ao mercado quando julgasse necessário.

92 Ver Artigo 35, Decreto 5/2003.

93 Segundo Calixto Salomão, os acionistas controladores ou um grupo de acionistas não podem deter com exclusividade informações sobre processos judiciais ou arbitragens da companhia. Nesse sentido, o acadêmico entende que as decisões tomadas nesses procedimentos devem ser conhecidas por todos aqueles que possam ser afetados por essas decisões. Se esse não for o caso, a arbitragem dá lugar a um alto custo social. Ver SALOMÃO FILHO, Calixto. *Op. Cit.*, p. 64-65.

Além disso, considerando as diferentes formas pelas quais as companhias abertas divulgam informações sobre seus procedimentos arbitrais, na forma e no conteúdo, a emissão de um parecer de orientação da CVM sobre a divulgação de procedimentos arbitrais, bem como a inclusão, no Plano de Supervisão Baseada em Risco da CVM, da verificação da divulgação relativa à arbitragem, seriam medidas importantes para padronizar e aprimorar o sistema de divulgação.

3.3.4.2. As dificuldades para a instauração de uma arbitragem coletiva

Além de impedir que os acionistas exerçam individualmente seus direitos, o sigilo também traz um empecilho ao exercício coletivo dos direitos dos acionistas. Embora em alguns casos, a intenção de instaurar um procedimento arbitral seja divulgada antes mesmo do início do processo, haja vista a propositura de ação judicial/procedimento arbitral pode depender da aprovação da assembleia geral— a este respeito, consulte a Seção 2 sobre as ações previstas na Lei das S.A. —; em outros, a falta de divulgação cria uma barreira prática à inclusão de acionistas afetados no início de um processo.

Por exemplo, um único acionista pode não dispor de fundos suficientes ou possuir participação acionária exigida em lei para propor uma ação específica em nome próprio, em nome de um grupo de acionistas ou até mesmo em nome da companhia. Como mencionado acima, uma maneira de superar esse problema seria se juntar a outros acionistas com os mesmos direitos e interesses, dividindo os custos do processo (taxas da câmara, honorários de advogados e de árbitros) e eventuais prêmios. Em outras palavras, transformar reivindicações individuais em uma reivindicação coletiva pode incentivar os acionistas a agir.

Outra possibilidade seria a propositura das ações civis públicas previstas nas Leis 7.913/1989 e 7.347/1985, conforme defendido por alguns acadêmicos e advogados no Brasil. Essa mudança de curso, contudo, certamente traria outros desafios, uma vez que tais leis possuem características específicas (Ver Subseção 2.1.3 acima), que teriam que ser reconciliadas com as regras da câmara de arbitragem. Além disso, é questionável se os direitos coletivos da Lei 7.913/1989 podem estar sujeitos à arbitragem, procedimento que a Lei de Arbitragem Brasileira reserva com exclusividade a direitos patrimoniais disponíveis⁹⁴.

⁹⁴ Elas são frequentemente chamadas de “arbitragens coletivas”, sugerindo um vínculo com os conceitos de ação coletiva (class action) dos EUA. A esse respeito, ver PARGENDLER; PRADO. *Op. Cit.*, p. 102 e seguintes.

Considerando os termos da Lei das Sociedades por Ações, uma declaração de intenção de iniciar um procedimento arbitral deve ser suficiente para autorizar o recebimento da lista de acionistas, previsto no artigo 100, § 1^o⁹⁵. Com isso, um acionista poderia facilmente dirigir-se a outros, informar sobre sua intenção de ingressar com arbitragem e indagar acerca de seu interesse em compor o polo ativo. A necessidade de divulgar um momento de “opt-in ou opt-out” também pode ser uma motivação inegável para o seu adiamento. Essa possibilidade também poderia ser esclarecida pela CVM em um eventual parecer de orientação. Uma norma exigindo que a companhia divulgue ao mercado a intenção de acionistas de ingressar com uma arbitragem, se algumas condições de relevância forem satisfeitas, também poderia ser útil.

Conforme mencionado na Seção 3.1, também é possível que o acionista apresente individualmente requerimento de arbitragem, com pedidos comuns a todos os acionistas, mas devido ao sigilo do processo, os demais acionistas não terão conhecimento de sua existência e, portanto, não poderão solicitar sua intervenção no processo preexistente ou a reunião dos procedimentos. E, de acordo com as regras da CAM, há um limite temporal para que novas partes possam aderir a um processo em andamento. Assim, é possível que, mesmo que um acionista tome conhecimento do processo, dependendo do momento da notificação, ele não seja capaz de aderir a ele.

3.3.4.3 Como lidar com o sigilo em arbitragens com efeitos erga omnes

Existem pelo menos duas abordagens possíveis para lidar com o problema do sigilo, quando a arbitragem possa resultar em sentença com efeitos erga omnes.

Uma primeira abordagem poderia fundamentar-se no item “iii” do artigo 2^o da Instrução CVM 358/02 e, nesse sentido, as companhias abertas envolvidas teriam o dever de divulgar informações sobre um requerimento de arbitragem formulado ou recebido. Na verdade, de acordo com a Instrução CVM 358/02, esse dever de divulgação também abrangeria todos os diretores, conselheiros e acionistas controladores. Nesse caso, a CVM poderia alterar suas regras para exigir expressamente que eventual solicitação de arbitragem fosse imediatamente divulgada.

Segundo, com base em uma interpretação sistemá-

⁹⁵ “§ 1^o A qualquer pessoa, desde que se destinem a defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou dos acionistas ou do mercado de valores mobiliários, serão dadas certidões dos assentamentos constantes dos livros mencionados nos incisos I a III, e por elas a companhia poderá cobrar o custo do serviço, cabendo, do indeferimento do pedido por parte da companhia, recurso à Comissão de Valores Mobiliários.”

tica do arcabouço jurídico brasileiro, o GT entende que o início de todas as arbitragens atinentes a temas de mercado de capitais – incluindo as que envolvem direitos coletivos de acionistas – deve ser automaticamente divulgado à CVM, que então teria o poder de exigir divulgação do procedimento arbitral. Duas disposições legais corroboram esse raciocínio.

De acordo com a Lei 6.385/76, a CVM deve ser informada sobre processos judiciais envolvendo temas ligados à sua esfera de competência. Assim, se considerar apropriado, a CVM pode participar como *amicus curiae* ou, ao menos, prestar alguns esclarecimentos. Levando em consideração que os procedimentos arbitrais substituem a jurisdição da Justiça comum, é razoável considerar que essa previsão deve ser estendida à arbitragem.⁹⁶ Não obstante, seria desejável uma alteração legislativa, a fim de determinar expressamente a aplicabilidade deste dispositivo também à arbitragem.

Além disso, a Lei 9.307/1996 (Lei de Arbitragem Brasileira) autoriza a participação da Administração Pública (por exemplo, a CVM) em procedimentos arbitrais, exigindo que os casos que envolvam os entes públicos observem o princípio da publicidade⁹⁷ e impedindo que sejam mantidos sob sigilo devido a considerações de interesse público. Em razão disso, o GT entende que as arbitragens das quais a CVM decidir participar deveriam ser objeto de divulgação integral ao mercado⁹⁸.

Por fim, fica claro para o GT que não é recomendável manter o sigilo com relação ao andamento e ao resultado de procedimentos arbitrais sobre questões societárias e de mercado de capitais que envolvam companhias abertas. Também é evidente que o atual arcabouço jurídico (legislação federal e normas da CVM), bem como as regras de arbitragem da CAM, não são adequados à natureza coletiva de alguns conflitos societários e do mercado de capitais. Desse modo, o GT entende que devem ser promovidas alterações legislativas e regulatórias com o objetivo de resolver as deficiências identificadas ao longo deste relatório. Todavia, considerando a complexidade do assunto, o GT recomenda um estudo adicional sobre arbitragem, com foco na definição das soluções mais adequadas para melhorar o arcabouço de informações dos procedimentos arbitrais, bem como os procedimentos disponíveis para as partes em uma arbitragem, analisando fatores relacionados ao impacto no mercado, antes que qualquer alteração seja formalmente proposta.

*96 Vale ressaltar que a Lei de Arbitragem Brasileira foi promulgada vinte anos após a Lei 6.385/1976, razão pela qual a redação do artigo 31 não contempla expressamente a viabilidade da participação da CVM como *amicus curiae* em arbitragens. Essa análise histórica parece reforçar a admissibilidade da participação da CVM no processo arbitral. Nesse sentido, “A Lei de Arbitragem (Lei 9.307), por sua vez, é de 23 de setembro de 1996, o que significa que o legislador não poderia prever no art. 31 da Lei 6.385/76, a possibilidade de a CVM intervir em procedimentos arbitrais. A participação da CVM, todavia, é perfeitamente possível, pois, a despeito da maior especialização dos árbitros – traço característico do instituto –, sempre que possível convém ampliar o contraditório e, conseqüentemente, aprofundar a cognição, o que propiciará aos julgadores melhores condições para proferir decisões acertadas, por contarem com os esclarecimentos técnicos fornecidos pela autarquia. Insista-se: quanto mais intenso o contraditório, melhor”. VIDAL NETO, Ademar. Em: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura*

97 Ver artigo 2º, § 3º, incluído pela Lei 13.129/15 e pelo artigo 37 da Constituição Federal.

98 Nesse sentido, todos os interessados em ter acesso ao conteúdo do processo poderiam solicitar uma cópia dos documentos contidos nos autos (Solicitação de Arbitragem, Termos de Referência e assim por diante). Entretanto, é importante notar que as informações protegidas por legislação específica (informações pessoais, bancárias, etc.) não seriam divulgadas. A esse respeito, ver Lei 105/2001 e Lei 12.527/2011.

SECRETARIA DE
POLÍTICA ECONÔMICA

SECRETARIA ESPECIAL DE
FAZENDA

MINISTÉRIO DA
ECONOMIA

