

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESTADO DO RIO DE JANEIRO
UNIRIO
CURSO DE DIREITO – BACHARELADO

RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DAS COMPANHIAS ABERTAS:
O DEVER DE INFORMAR E O SIGILO ARBITRAL

BRUNA SOUZA DE OLIVEIRA

RIO DE JANEIRO - RJ

2024

RESPONSABILIDADE DOS ADMINISTRADORES DAS COMPANHIAS ABERTAS:
O DEVER DE INFORMAR E O SIGILO ARBITRAL

BRUNA SOUZA DE OLIVEIRA

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado
como requisito à obtenção do título de
bacharel em Direito pela Universidade Federal
do Estado do Rio de Janeiro
Orientador: José Gabriel Assis de Almeida

RIO DE JANEIRO - RJ

2024

OLIVEIRA, Bruna Souza de.

A responsabilidade dos administradores das companhias abertas: o dever de informar e o sigilo arbitral/OLIVEIRA, Bruna. – 2023

Projeto de trabalho de conclusão de curso (graduação em Direito) –
Universidade Federal do Estado do Rio de Janeiro, Faculdade de Direito.

Referências: fls. 5

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, agradeço a Deus, pela inúmeras vezes que me segurou pelas mãos e me fez não desistir dos meus sonhos mesmo quando tudo se mostrava tão difícil.

Agradeço também meu noivo, Douglas Teixeira, sem seu apoio incondicional eu não estaria aqui. Obrigada por acreditar em mim, e fazer com que eu também acreditasse. Sem você, esse caminho teria sido muito mais difícil.

Agradeço ainda ao meu amigo Eduardo Nassif, por suas dicas, apoio e companheirismo. Você é o verdadeiro presente que a faculdade me deu e uma das pessoas mais bondosas que já conheci na vida, aprendi e aprendo muito com você.

Ao meu amigo Kaue Xavier, só tenho a agradecer por sua presença constante, pelo apoio e pelas incríveis horas de debate sobre temas intelectualmente estimulantes. Você é incrível, sou extremamente feliz por tê-lo em minha vida.

Agradeço ainda ao meu professor e orientador José Gabriel Assis de Almeida, por ter apresentado o direito empresarial de forma tão estimuladora que fez com que eu me apaixonasse pela tema. Agradeço ainda a oportunidade de tê-lo como orientador, para mim é uma honra ser orientada pelo professor que me fez escolher minha especialidade.

Por fim, serei grata por toda a vida aos meus pais. Vocês são simplesmente o grande amor da minha vida e minha razão de viver. Foi pelo exemplo de caráter, perseverança e amor que vocês me deram que sou quem sou hoje. Obrigado por cada conselho, por cada risada juntos e por estarem ao meu lado em todos os momentos, bons ou ruins. Obrigada por ainda me aconchegarem em seu colo mesmo já sendo adulta. Sem vocês, nada disso seria possível. Amo vocês mais do que palavras podem expressar.

Agradeço ainda a dois seres de luz que me acompanharam durante boa parte dessa jornada, meus pequenos filhos, dois gatinhos, que foram o melhor remédio para qualquer tristeza, ansiedade ou depressão que eu pudesse apresentar. Amo vocês Gino e Neném.

RESUMO

A resolução de conflitos envolvendo sociedades listadas na bolsa de valores por meio do processo arbitral tem sido motivo de debate acalorados. Foi possível observar quanto a esses casos, que há aparente contraposição entre princípio do full disclosure e o sigilo arbitral. Muito embora a CVM e muitos juristas tenham defendido a obrigação de divulgar informações relevantes como aspecto que deve prevalecer sobre o sigilo, de modo a garantir uma adequada disseminação de informações, os doutrinadores atuais em extensa análise do tema não concordam com tal disposição tão rigorosa. A sinalização da CVM acerca de uma possível mudança nesse entendimento, de modo que o dever de divulgar fato relevante em oposição à confidencialidade. Isso aconteceu após diversos casos em que divulgações não informaram adequadamente o mercado sobre os processos arbitrais sigilosos, levantando questionamentos acerca da eficácia da divulgação das informações relevantes. Com o intuito de explorar mais profundamente essa questão, foi adotado um método de revisão bibliográfica para analisar se há necessidade de regulamentações específicas no Brasil referentes à divulgação das informações relevantes em casos de arbitragem. A pesquisa foi dividida em duas partes: a primeira abordou a importância da informação no mercado de capitais e o princípio do full disclosure; ao passo que a segunda analisou o sigilo do processo arbitral e sua previsão na Câmara do Mercado, bem como o posicionamento atual dos doutrinadores e da CVM para determinar se as atuais práticas são suficientes para garantir um nível adequado de informação ao mercado. Chegou-se à conclusão de que era preciso estabelecer uma regulamentação específica sobre o assunto, para que se pudesse evitar que as companhias omitissem fatos relevantes de seus acionistas e do mercado, assim a Resolução 80/22 da CVM se mostra eficaz para o aumento da transparência das companhias, de modo a aumentar as informações disponíveis aos usuários-padrão, sem prejudicar os interesses da companhia.

Palavras-chave: arbitragem, confidencialidade, divulgação de fato relevante, mercado de capitais, CVM, regulamentação.

LISTA DE SIGLAS E ABREVIACES

Art. – Artigo

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão

CAM – Câmara de Arbitragem do Mercado

CPC – Código de Processo Civil

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ICVM n 358 – Instruo CVM n 358/2002

ICVM n 480 – Instruo CVM n 480/2009

LSA – Lei n 6.404/1976

LVM – Lei n 6.385/1976

PAS – Processo Administrativo Sancionador

SEP – Superintendência de Relações com Empresas

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS	7
2.1. Dever De Informar	13
2.2. Artigo 157 Da Lei 6.404 De 1976	14
2.3. Fato Relevante	19
2.4. O Dever De Sigilo Dos Administradores Das Companhias Abertas	24
3. O PROCEDIMENTO ARBITRAL NO MERCADO DE CAPITAIS	27
3.1. A Confidencialidade na Arbitragem	31
3.2. Previsão De Sigilo No Regulamento da Câmara do Mercado	33
3.3. O Processo Arbitral Como Fato Relevante	37
3.4. O Entendimento Da Comissão De Valores Mobiliários Ao Longo do Tempo	41
1. CONCLUSÃO	45
2. REFERÊNCIAS	48

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais brasileiro é baseado no princípio do disclosure, este tem como objetivo basicamente garantir a divulgação de informações para o mercado, tanto aos investidores como aos analistas e reguladores. Assim, visto sua enorme importância, está previsto em nosso ordenamento jurídico o dever de informar, expresso no artigo 157 da Lei 6.404/1976 e na instrução CVM nº 358/2002.

Para que as companhias abertas possam captar recursos disponíveis dos investidores do mercado, é essencial que esses investidores tenham acesso às informações relevantes sobre a companhia na qual pretendem investir, assim é necessária transparência por parte da sociedade a fim de garantir que uma vez provido de informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos emitidos, o investidor tenha condições de avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade dos papéis.

No entanto, na contramão do princípio fundamental de informar, foi admitido no ordenamento brasileiro a resolução de conflitos societários através de processo arbitral, o qual possui como uma de suas características a confidencialidade dos litígios.

Nesse sentido, diversas controvérsias surgiram quanto à violação do princípio do disclosure quando da não divulgação de informações sobre arbitragens societárias. Parte da doutrina entende que o conflito entre a confidencialidade e o disclosure seria evidente, no entanto a Comissão de Valores Mobiliários defende que tal conflito seria meramente aparente, na medida em que a obrigação de divulgar fato relevante se sobreporia ao sigilo arbitral.

Não obstante, mesmo diante do entendimento da Comissão de Valores Mobiliários, diversos doutrinadores têm pontuado que ainda seria necessário ajuste quanto ao Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, haja vista que expressa com clareza o dever de confidencialidade no processo arbitral.

Dessa forma, a análise do objeto de estudo envolve a regulamentação da arbitragem societária e o conflito dos princípios do disclosure e da confidencialidade no mercado de capitais brasileiro, objetivando a compreensão do tema e a possibilidade de realizar-se uma conclusão acerca do aparente conflito.

2. A RELEVÂNCIA DA INFORMAÇÃO NO MERCADO DE CAPITAIS

A informação é de suma importância para o homem, visto que atua como um elemento central na conexão com o próprio futuro de cada indivíduo e de todos coletivamente. A informação como uma organizadora, participa ativamente na evolução e revolução humana, de modo a promover a ordem e redução de incertezas.

Insta ressaltar que esse papel organizador da informação é crucial na construção de sistemas de identidade e na facilitação da comunicação entre os indivíduos. Quando assimilada, a informação se transforma em conhecimento, ao passo que beneficiará tanto o seu desenvolvimento pessoal quanto o da sociedade em que ele vive.

Sendo assim, a informação transcende a mera organização, tornando-se a própria base do conhecimento, modificando a consciência individual e coletiva, e promovendo o desenvolvimento e a liberdade do indivíduo, do seu grupo e da sociedade como um todo.¹ (BARRETO, 2019)

Não obstante, haja vista tamanha relevância da informação na base de conhecimento, nas escolhas individuais e, portanto, no destino dos próprios indivíduos assim como da sociedade a qual ele pertence, percebe-se que a informação tem condão de alterar toda a sociedade em suas diversas esferas, principalmente a esfera econômica e de mercado.

O acesso a maior quantidade de informações de qualidade garantirá, ao indivíduo que a possui, maiores chances de êxito quanto a seus planejamentos futuros, de maneira que conseguirá estruturar melhores estratégias de ação.

Observando-se a relevância da informação, o ordenamento jurídico brasileiro acolheu a necessidade de proteção do mercado financeiro e claramente dos participantes que o compõe a fim de evitar possíveis fraudes. Assim, a lei 6.404, promulgada em 15 de dezembro 1976, estabeleceu direitos e deveres aos administradores das companhias abertas, objetivando transparência para com o mercado de capitais e com os investidores.

As companhias abertas podem ser conceituadas a partir da análise do artigo 4º da Lei 6.404/76 (LSA) e do artigo 22 da LVM 6.385/1976, vejamos:

¹ BARRETO, Aldo de Albuquerque. A questão da informação. São Paulo em Perspectiva, São Paulo: Fundação Seade, v. 8, n. 4, 1994.

Art. 4o Para os efeitos desta Lei, a companhia é aberta ou fechada conforme os valores mobiliários de sua emissão estejam ou não admitidos à negociação no mercado de valores mobiliários.

Art . 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.

Assim, vejamos o ensinamento de Gladston Mamede (2018):²

As sociedades por ações podem ser abertas ou fechadas. Companhias abertas têm seus papéis (ações, debêntures etc.) oferecidos ao público em geral, sendo negociados no mercado aberto (Bolsa de Valores, mercado de balcão organizado).

(...)

As companhias abertas submetem-se a um órgão estatal controlador, a quem compete sua regulamentação e fiscalização: a Comissão de Valores Mobiliários. Somente os valores mobiliários de emissão de companhia registrada na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) podem ser negociados no mercado de valores mobiliários (artigo 4o da Lei 6.404/76). Nenhuma distribuição pública de valores mobiliários será efetivada no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários (§2o).

Assim, as companhias abertas são, sociedades que negociam seus papéis no mercado mediante prévia autorização. Conforme explica Eizirik (2019), essa negociação pode ocorrer no mercado primário, quando os valores mobiliários são provenientes de novas emissões entre as companhias e os subscritores, com intermediação do underwriter³; ou no mercado secundário, este por sua vez tem “a função de conferir liquidez aos valores mobiliários emitidos no mercado primário, permitindo que os investidores transfiram, entre si, os títulos previamente adquiridos.”⁴

Para que as negociações no mercado secundário possam ser facilitadas, as Bolsas de Valores e entidades de mercado de balcão organizado exercem o papel de organizar, manter e fiscalizar um local ou sistema adequado e seguro para realização das operações bursáteis.⁵

Mamede (2018), explica ainda a expressão mercado de balcão, vejamos:

A expressão mercado de balcão traduz as negociações com valores mobiliários que se concretizam no estabelecimento das empresas ou profissionais que compõem o sistema de distribuição de valores mobiliários. Se há uma coordenação entre tais

² MAMEDE, Gladston. Direito empresarial brasileiro: direito societário - sociedades simples e empresárias. 10. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2018 p. 241

³ Instituição financeira que realiza operações de lançamento de ações no mercado: bancos múltiplos, bancos de investimento, sociedades corretoras ou distribuidoras.

⁴ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, pp.. 291

⁵ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, pp.. 291

agentes, tem-se um mercado de balcão organizado . Por fim, tem-se a bolsa de valores, que é um espaço negocial mais amplo, quase uma feira de valores mobiliários. Bolsa, aqui, toma-se como centro público de negociações.⁶

Assim, formado o mercado bursátil, onde estarão disponíveis papéis de diversas companhias abertas, caberá ao investidor realizar a escolha de qual valor mobiliário adquirir ou vender.

Nesse sentido, percebe-se que aquele investidor que possui informações primordiais e relevantes acerca das companhias abertas registradas no mercado financeiro, terá poder de escolha sobre quais investimentos realizará ou não de acordo com sua análise e interesses.

As sociedades anônimas são responsáveis pelo financiamento de empreendimentos em todo o mundo, ao passo que movem o capitalismo de forma tão intensa que sem estas, provavelmente o grau de desenvolvimento que percebemos hoje, não seria possível. (TOMAZETTE, 2016)⁷

A sociedade anônima possibilitou o avanço do mercado na medida em que é possível auferir lucro através do aporte de recursos em troca de títulos negociados no mercado, ao mesmo tempo em que é possível proteger-se através do instituto da responsabilidade limitada.(TOMAZETTE, 2016)⁸

Muito embora tais pontos já instiguem os investidores, a possibilidade de obtenção de lucros através da negociação de títulos no mercado bursátil atrai ainda mais investidores. Tais títulos possuem enorme liquidez, ou seja, são facilmente convertidos em moeda, o que se torna mais um motivo atrativo aos investidores.(EIZIRIK, 2019) ⁹

A liquidez dos títulos do mercado de valores mobiliários, é desencadeada devido a dois fatores primordiais: primeiramente, a abertura de capital das companhias, visto que diante de tal operação, é possível a negociação dos títulos com alcance à enorme quantidade de potenciais investidores interessados em aportar valores nas sociedades em troca dos pontos positivos demonstrados anteriormente; em segundo lugar à divisão do mercado em dois

⁶ MAMEDE, Gladston. Direito empresarial brasileiro: direito societário - sociedades simples e empresárias. 10. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2018 p. 249

⁷ TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário. 7ª ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Atlas, 2016, p. 423.

⁸ TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário. 7ª ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Atlas, 2016, p. 423.

⁹ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, pp.. 35-36

segmentos distintos, a primeira visa a emissão de novos valores mobiliários e a segunda a negociação dos títulos já emitidos anteriormente. Tais características tem o poder de “conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que seus adquirentes possam vendê-los rapidamente”. (EIZIRIK, 2019)¹⁰

Devido a tais particularidades o mercado de capitais atua como acelerador da economia, não só de cada país individualmente, mas também do mundo como um todo, visto que os recursos daqueles que dispõem de capital excedente podem ser “emprestados” àqueles que necessitam de recursos para financiar novos projetos e atividades.

Assim, conforme esclarecido por Eizirik (2019), o mercado é composto de “agentes deficitários - que são aqueles cujas pretensões de investimento excedem a sua capacidade de geração de poupança - e os superavitários, cuja capacidade de poupança supera as suas necessidades de investimento.”¹¹

Não obstante tantos aspectos atrativos, há que se ressaltar que não há obrigatoriedade de devolução dos investimentos aportados. Vejamos o breve esclarecimento de Eizirik (2019):

A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às sociedades empresárias, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; como não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de commercial papers, que também integram o mercado de capitais), mas isto sim, a remunera-los sob a forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras. Daí decorre a natureza do mercado de capitais como um mercado ‘de risco’, uma vez que os investidores não têm qualquer garantia quanto ao retorno de seus investimentos, que dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia.¹²

O retorno financeiro auferido pelos investidores/acionistas, dependerá dos resultados do empreendimento econômico desenvolvido pela companhia. Para que o agente superavitário possa diminuir o risco do investimento, a análise das companhias é imprescindível.

Não obstante, de acordo com a Lei 6.404/1976, o direito à informação não está previsto como direito essencial:

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

¹⁰ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 2ª ed. revisada e atualizada. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 10.

¹¹ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, pp. 27-28

¹² EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, pp. 35-36

I - participar dos lucros sociais;

II - participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;

III - fiscalizar, na forma prevista nesta Lei, a gestão dos negócios sociais;

IV - preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição, observado o disposto nos artigos 171 e 172; (Vide Lei nº 12.838, de 2013)

V - retirar-se da sociedade nos casos previstos nesta Lei.

§ 1º As ações de cada classe conferirão iguais direitos aos seus titulares.

§ 2º Os meios, processos ou ações que a lei confere ao acionista para assegurar os seus direitos não podem ser elididos pelo estatuto ou pela assembléia-geral.

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar.¹³

Ocorre que, conforme ensinamento de Fran Martins, professor Emérito da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Ceará, o direito à informação é reconhecido (MARTINS, 1978):

Muito embora, pela lei brasileira, não esteja alinhado entre os direitos essenciais do acionista (art. 109). em geral, nos diversos sistemas jurídicos reconhece-se que esse tem direito à informação, isto é, merece saber o que se passa na sociedade, já que os resultados da mesma lhe interessam vivamente.¹⁴

Assim para que os agentes superavitários possam aportar seus recursos nas companhias é preciso que estes possuam acesso às informações sobre “ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários; ou (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.”¹⁵

¹³ BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 28 jul. 2024.

¹⁴ MARTINS, Fran. Comentários à lei das Sociedades Anônimas. Volume 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 303

¹⁵ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante e a negociação de valores mobiliários de emissão de companhia aberta, e dá outras providências. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol044.pdf>. Acesso em: 21 jul. 2024.

Martins ainda complementa que quanto às informações prestadas existe demasiada controvérsia acerca do conteúdo a ser divulgado (MARTINS, 1978):

Uma corrente de autores, baseada em que faltam aos acionistas conhecimentos adequados para compreender o mecanismo de funcionamento das sociedades anônimas, é de opinião que as informações devem ser reduzidas, limitando-se apenas a sua situação financeira, o que se faz através de publicações de documentos contábeis; uma outra corrente, atualmente mais numerosa e com maior aceitação por parte do legislador, opina que deve haver uma ampla informação ao acionista, para que este não tenha os seus direitos lesados pelos administradores desonestos que muitas vezes ocultando informações verdadeiras, procuram lucupletas às custas da sociedade¹⁶

Há poucos anos as sociedades limitavam-se a informar somente acerca de sua situação financeira aos acionistas, através de balanços e outros documentos contábeis. No entanto, os assuntos de ordem econômica propriamente dita eram tratados por meio de relatórios extremamente resumidos e superficiais.

A privação de informações e de conhecimento de fatos essenciais aos acionistas e investidores, decorrente dessa conduta, tinha por consequência justamente a ausência de atitudes por esses agentes superavitários, em virtude de sua ignorância quanto a realidade da companhia.

Essa privação de informações ocorreu até o crack da bolsa de Nova York em 1929, que foi provocado e reforçado pela má orientação dos negócios na Bolsa (MARTINS, 1978). A fim de que a questão fosse solucionada o então Presidente pautou-se na reformulação da economia americana, buscando a adoção de medidas de fiscalização das operações bursáteis, assim como a obrigatoriedade de divulgações mais amplas a respeito das negociações das companhias.

Assim nascem as leis basilares do disclosure, por meio do Securities Act de 1933 e do Securities Act de 1934, o qual criou a SEC - Securities and Exchange Commission. A SEC até os dias atuais, responsabiliza-se de regular as atividades do mercado de capitais americano, inspirando a criação da CVM - Comissão de Valores Mobiliários, no Brasil (MARTINS, 1978).

O princípio do full disclosure, se trata dos mecanismos criados a fim de garantir transparência quanto as decisões das companhias abertas que possam ensejar em algum impacto positivo ou negativo no mercado de capitais, visto que há a presunção de que um vez adequadamente provido das informações relevantes sobre a companhia e sobre os títulos

¹⁶ MARTINS, Fran. Comentários à lei das Sociedades Anônimas. Volume 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978. pp. 393/394

emitidos, o investidor tem condições de avaliar o mérito do empreendimento e a qualidade dos papéis. (EIZIRIK, 2019)¹⁷

2.1. Dever De Informar

A companhias buscam incansavelmente lucro e desenvolvimento, não é difícil visualizar que a livre disposição do mercado ensejaria em condutas arbitrárias que poderiam levar à violação de direitos dos investidores.

Assim, no período anterior à 1950 houve pequeno número de demandas judiciais acerca de conflitos societários, isso porque a proteção dos acionistas era quase inexistente (WALD, 2021):

proteção dos minoritários era relativamente inexistente na lei e não ensejava, de fato, consequências nos casos de abusos ou desvio de poder pelo controlador.¹⁸

A fim de se evitar a eventual violação de direitos, como esclarecido anteriormente, foram criadas leis, instruções normativas, resoluções, entre outros, a fim de estabelecer os parâmetros básicos das relações de mercado.

O princípio do disclosure foi, portanto adotado pelas mais modernas leis de sociedades anônimas existentes, inclusive a Lei das Sociedade Anônimas do ordenamento jurídico brasileiro - Lei 6.404 de 1976.

Segundo Marcelo von Adamek, a Lei 6.404./1976 surgiu diante do interesse do Estado de preservar a liberdade de atuação dos administradores, conferindo-lhes atribuições e poderes privativos e indelegáveis. Ainda, aponta que certamente o legislador teria fracassado caso insistisse em restringir a atuação e o poder decisório dos administradores por preceitos rígidos, assim a opção por estabelecer o comportamento dos administradores por padrões de conduta gerais e abstratos, bem como por pautar verdadeiras cláusulas-gerais a serem contrastadas com a sua atuação específica em cada caso concreto (ADAMEK, 2009)

¹⁷ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, p. 623

¹⁸ WALD, Arnaldo. A EVOLUÇÃO RECENTE DA RESPONSABILIDADE SOCIETÁRIA. Revista de Arbitragem e Mediação, [s. l.], v. 69/2021, p. 105-117, Abr - Jun 2021.

Não obstante, segundo o autor, a definição dos deveres pelo legislador não foi resumida, mas sim pedagógica e minuciosa a fim de justamente não permitir que certas condutas ficassem impunes. (ADAMEK, 2019)¹⁹

O presente trabalho possui como um dos focos justamente um dos deveres esmiuçados pela Lei das Sociedades Anônimas, qual seja o dever de informar. Vejamos que Campos (2017) explica que a referida legislação tem no direito à informação aos acionistas um dos pressupostos básicos, conforme esclarecido no capítulo anterior.

“Por isso teria alargado substancialmente o conteúdo informacional que vinha do antigo sistema do anonimato, inclusive para além das demonstrações financeiras.” No entanto, esse direito não seria absoluto e a LSA estabeleceria momentos, condições e locais onde a informação seria devida e deveria ser prestada. Por fim, ainda esclarece que o dever de informar imposto à companhia aberta se desdobra também na obrigação de informar aos acionistas e na prestação de informações ao mercado.²⁰

Ademais, a Lei das Sociedades Anônimas claramente obriga o administrador a prestar todas as informações necessárias aos acionistas, investidores e ao mercado, no entanto, não o obriga a qualquer resultado, conforme já esclarecido anteriormente, ao passo que a decisão de compra ou venda de papéis e as suas consequências, não são responsabilidade do administrador, salvo se comprovado que as informações prestadas estavam eivadas de algum vício ou se foram omitidas informações relevantes.

Nesse quadrante, devido à complexidade das informações prestadas e o alcance público dessas informações, o mercado adotou como parâmetro o usuário-padrão para determinar o que deverá ser informado; este usuário seria aquele que se informa, lê relatórios, publicações, notas e pareceres sobre as companhias e portanto, é apto a assimilar as informações para gerar conhecimento e com base nesse conhecimento, tomar a decisão certa.

2.2. Artigo 157 Da Lei 6.404 De 1976

A lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/1976), em seu artigo 157, prevê para o diretor e para o membro do Conselho de Administração o dever de informar, ou dever de “disclosure”.

¹⁹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, pp. 113/119

²⁰ CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das companhias. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017, p. 850.

Martins (1978) esclarece que a lei 6.404/76 não reconheceu à própria sociedade o dever de informar, mas sim aos seus administradores no momento de aceite do cargo:

A falta de cumprimento desse dever não será imputada, assim à sociedade e ao administrador da mesma, já que se trata de um dever pessoal. Daí a própria sociedade pode mover ação contra o administrador se do não cumprimento, por parte deste, do dever de informar que a lei lhe impôs advier prejuízo para a sociedade (art. 159 da Lei 6.404./76).²¹

O artigo 157 possui ainda dois vieses importantes. O primeiro entre o administrador e a própria companhia e seus acionistas minoritários e o segundo, entre a companhia e o mercado e investidores em geral.

Nesse sentido Erizik (2019) argumenta que o primeiro ponto se refere às informações que devem ser prestadas ao acionistas da sociedade e que se desdobram no dever de declaração no termo de posse (artigo 157, caput) e no dever de revelação à Assembleia Geral ordinária (artigo 157 §§1º e 2º).²²

O dispositivo em questão possui a finalidade de estabelecer se o administrador é também acionista controlador da companhia, situação em que acumulará os deveres de administrador com os de acionista controlador, bem como a finalidade de repressão ao insider trading.²³

Martins (1978) brilhantemente aponta que o disposto nos §§ 1º e 2º²⁴:

Visa indiscutivelmente, a possibilitar os acionistas a conhecerem o passado dos administradores em geral e as ligações que os mesmos tiveram ou têm com a sociedade para evitar que sejam praticados atos prejudiciais à minoria, já que aqueles terão uma posição de mando na companhia

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, os princípios fundamentais que orientam a governança corporativa são a transparência, a equidade, a prestação de contas e a

²¹ MARTINS, Fran. Comentários à lei das Sociedades Anônimas. Volume 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 396

²² EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, p. 619

²³ **"Insider Trading"** é qualquer operação realizada por um "insider" com valores mobiliários de emissão da companhia, e em proveito próprio, pessoal. **"Insider"** é, toda a pessoa que, em virtude de fatos circunstanciais, tem acesso a "informações relevantes" relativas aos negócios e situação da companhia. PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do "insider trading". Superintendência Jurídica, junho de 1978. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serieshistoricas/estudos/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 21 jul. 2024.

²⁴ MARTINS, Fran. Comentários à lei das Sociedades Anônimas. Volume 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 395

responsabilidade corporativa.(LANDRISCINA, 2020)²⁵ O presente trabalho tem como foco a transparência das sociedades anônimas conforme esclarecido ao longo do texto, assim estabelece o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa²⁶:

Disponibilizar, para as partes interessadas, informações verdadeiras, tempestivas, coerentes, claras e relevantes, sejam elas positivas ou negativas, e não apenas aquelas exigidas por leis ou regulamentos. Essas informações não devem restringir-se ao desempenho econômico-financeiro, contemplando também os fatores ambiental, social e de governança. A promoção da transparência favorece o desenvolvimento dos negócios e estimula um ambiente de confiança para o relacionamento de todas as partes interessadas.

Para que a transparência seja uma realidade das companhias, essas deverão, portanto, divulgar informações que permitam aos possíveis investidores a avaliação dos empreendimentos econômicos da sociedade e conseqüentemente os riscos.

Assim, Mamede (2018) esclarece que as companhias abertas estão sujeitas às normas da Comissão de Valores Mobiliário, por meio das quais é definida a natureza das informações a serem prestadas e a periodicidade de divulgação, veja-se: ²⁷

Reitera-o artigo 22 da Lei 6.385/76: considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão, estando, para tanto, submetida às normas definidas pela Comissão de Valores Mobiliários, nomeadamente sobre a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação; relatório da administração e demonstrações financeiras; a compra de ações emitidas pela própria companhia e a alienação das ações em tesouraria; padrões de contabilidade, relatórios e pareceres de auditores independentes; informações que devam ser prestadas por administradores, membros do conselho fiscal, acionistas controladores e minoritários, relativas à compra, permuta ou venda de valores mobiliários emitidos pela companhia e por sociedades controladas ou controladoras; a divulgação de deliberações da assembleia geral e dos órgãos de administração da companhia, ou de fatos relevantes ocorridos nos seus negócios, que possam influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado, de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia; a realização, pelas companhias abertas com ações admitidas à negociação em bolsa ou no mercado de balcão organizado, de reuniões anuais com seus acionistas e agentes do mercado de valores mobiliários, no local de maior negociação dos títulos da companhia no ano anterior, para a divulgação de informações quanto à respectiva situação econômico-financeira, projeções de resultados e resposta aos esclarecimentos que lhes forem solicitados; finalmente, a regulamentação de outras matérias previstas em lei.

²⁵ LANDRISCINA, Giulia. Conheça os quatro princípios da governança corporativa. 27 jan. 2020. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/blog/principios-de-governanca-corporativa> Acesso em: 21 jul. 2024.

²⁶ Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa. 6. ed. Agosto, 2023. Disponível em: <https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=24640&assessment=1>. Acesso em: 21 jul. 2024.

²⁷ MAMEDE, Gladston. Direito empresarial brasileiro: direito societário - sociedades simples e empresárias. 10. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2018 p. 241

Assim disserta Requião (2003) sobre o disclosure:

Trata-se do dever de revelar certas situações e negócios em que a companhia e os administradores estão empenhados, e que podem influir no mercado, no que se refere aos valores mobiliários por ela emitidos. A disclosure constitui, pois, um conjunto de regras que visam a proteger a lisura e a respeitabilidade do mercado de capitais. Não se refere propriamente à informação sobre os negócios inerentes à realização do objeto social, pois esses integram e são protegidos pelos princípios do sigilo profissional da empresa, mas diz respeito a tudo aquilo que possa influir na cotação dos valores mobiliários (ações, debêntures etc.) emitidos pela companhia, e que são objeto de operações do mercado.²⁸

Ainda, Carvalhosa (1997) aponta que a função do disclosure é, portanto, a de assegurar a equidade, com valores mobiliários emitidos pela companhia e negócios no mercado de capitais, bem como alerta que o princípio visa também a proteção dos acionistas minoritários, ou seja, os que não possuem acesso à administração da sociedade. Carvalhosa complementa também, que o disclosure possui como objetivo ainda a proteção do investidor e do próprio mercado de capitais, visto que a credibilidade, organização e equilíbrio dependem do cumprimento escrito, por parte dos administradores, do seu dever de informar ao público em geral sobre as alterações do estado negocial ou institucional da companhia.²⁹

Percebe-se, portanto, que para o exercício de análise das companhias abertas pelos agentes superavitários, é necessário não somente a informação exaustivamente detalhada e completa, mas também o acesso facilitado à essas informações.

Nesse contexto, o Estado se insere como regulador do mercado, a fim de garantir a equidade e transparência nas relações. Assim, o Banco Central e a Comissão de Valores Mobiliários regulam e supervisionam o Sistema Financeiro Nacional.

A Comissão de Valores Mobiliários possui a competência de regulamentar e supervisionar o segmento de valores mobiliários, enquanto o Banco Central ocupa-se da regulamentação e supervisão do segmento de crédito, monetário e de câmbio.

²⁸ REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. Vol. 2. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 213/214.

²⁹ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. 3º vol., São Paulo: Saraiva, 1997, p. 294.

Nesse sentido, a Comissão de Valores Mobiliários assegura aos possíveis investidores o acesso às informações sobre os papéis disponíveis no mercado, bem como sobre as companhias que os emitiram (artigo 4º, VI da Lei 6.835 de 1976)³⁰.

Art . 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

(...) VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

A regulamentação tem como objetivo garantir que a companhia informe aos usuários-padrão o acesso à informações que influenciem nas decisões tomadas, devendo ser observada a sofisticação do leitor para que seja divulgada informação adequada à complexidade das operações. Ainda as companhias deverão informar aos usuários-padrão antes que a capacidade de influência na decisão seja perdida.

Essas especificidades poderão ser divulgadas por diversos meios como notas explicativas, relatórios de auditoria e administração, avisos aos acionistas, comunicados ao mercado, fatos relevantes, entre outros.

As informações impactam de tal forma no mercado que é possível verificar que quanto maior a transparência, maior a eficiência e o desenvolvimento do mercado de capitais. Entretanto, ainda há óbice das companhias para com o aumento da transparência, principalmente pelo receio de divulgação de informações que possam prejudicar a companhia frente à concorrentes do mercado.

Nesse sentido, ainda que o artigo em análise obrigue a divulgação de informações, a Companhia poderá, em alguns casos, manter suas informações sob sigilo, se a divulgação das informações puder verdadeiramente comprometer interesses da companhia, nos termos do §5º do artigo 157:

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

(...)

§4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante

³⁰ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 21 jul. 2024.

ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.

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

Adamek (2009) brilhantemente ainda complementa quanto ao tema, esclarecendo que a suposta divergência entre o dever de informar e o dever de sigilo justamente precisão ser avaliadas caso a caso pela Comissão de Valores Mobiliários.

Nesse sentido, prevê a lei acionária que os administradores poderão recusar-se a prestar informação sobre fatos relevantes aos acionistas (LSA, art. 157, § 1º, e) ou deixar de divulgá-los ao mercado (LSA, art. 157, § 4º), se entenderem que a sua divulgação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso (LSA, art. 157. § 4º).³¹

Diante de tal entendimento, é possível perceber que o dever de informar não é rígido e inflexível, em verdade se mostra flexível e moldável aos casos concretos, a depender dos interesses legítimos da sociedade anônima detentora das informações.

2.3. Fato Relevante

O artigo 157, §4ª da Lei das Sociedades Anônimas trás ainda a imediaticidade sobre o que deve ser informado à Bolsa de Valores, vejamos:

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

(...)

§ 4º Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.³²

³¹ ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009, p. 177.

³² BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 29 jul. 2024.

No entanto, a redação em questão gerou demasiadas críticas, por se considerar que poderia gerar transtornos e embaraços. Vejamos o trecho da crítica de Wilmar Pontes (LIMA, 1997):

O parágrafo deveria ter a seguinte redação:

Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral, levando, outrossim ao conhecimento da Bolsa de Valores a ocorrência de fato que possa influir na decisão dos investidores.

O crítico entende além disso que seria, portanto necessário adequar a redação aos “interesses comuns em jogo, tornando acessíveis à Bolsa de Valores o conhecimento de ocorrências suscetíveis de repercussão entre os investidores, como busca a disposição, sem olvidar em contrapartida, o justo resguardo dos assuntos internos das sociedades.” (LIMA, 1977)³³

Não obstante, Lima (1997) rebate a crítica esclarecendo que existem decisões dos administradores que podem tanto quanto as deliberações em assembléia, influir nas decisões dos investidores:

Com proposta de nova redação para o parágrafo, tem em vista a crítica restringir às deliberações da assembléia geral que possam influir de modo ponderável na decisão dos investidores do mercado de comprar e vender valores mobiliários emitidos pela companhia, a obrigação de os administradores de companhia aberta comunicá-las à bolsa de valores e publicá-las pela imprensa. Há, porém, decisões dos administradores que podem, tanto quanto as deliberações das assembléias, influir objetivamente nas referidas decisões, razão porquênão se há de restringir a obrigação àquelas deliberações.³⁴

Para Eizirk (2019), a redação como conhecida e defendida por Lima, é a verdadeira consagração do “princípio do full disclosure ou da transparência das informações acerca das companhias que oferecem publicamente seus títulos ao investidores, em Bolsa de Valores ou no mercado de balcão.”³⁵

Conforme citado anteriormente, a legislação utilizada hoje e os órgãos de regulamentação e fiscalização brasileiros foram inspirados na legislação Americana. Assim o conceito de fato relevante não foge à regra, advindo do material fact, previsto na Rule 10 b-5, promulgada pela SEC.

³³ LIMA, Paulo C. A. Sociedades por ações: crítica-exegese. Rio de Janeiro: Edições Trabalhistas, 1977. v. 1. p. 239

³⁴ LIMA, Paulo C. A. Sociedades por ações: crítica-exegese. Rio de Janeiro: Edições Trabalhistas, 1977. v. 1. pp. 239/240

³⁵ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, pp. 622/623

Vejamos a abordagem de Eizirik (2019) sobre o conceito de fato relevante:

Fato relevante é aquele que pode influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários da companhia. Trata-se de norma flexível, a ser analisada diante de cada caso concreto; a princípio, o fato é relevante na medida em que sua divulgação ocasionará um impacto razoável sobre a cotação dos valores mobiliários.³⁶

O conceito de fato relevante é, portanto, ponto central para a integridade e transparência dos mercados de capitais. A definição apresentada por Eizirik ratifica que um fato relevante é qualquer informação que possa significativamente influenciar a decisão dos investidores sobre a compra ou venda de valores mobiliários.

Analisando o trecho destacado, é possível entender que a relevância de um fato está diretamente relacionada ao seu potencial de impactar a cotação dos valores mobiliários. Assim, a divulgação de informações significativas possibilita que os participantes do mercado tenham acesso igual às informações essenciais para a tomada de decisões, de modo a promover um ambiente de negociação justo e eficiente.

Outrossim, a flexibilidade mencionada por Eizirik exige dos administradores e das companhias discernimento cuidadoso e julgamento ponderado sobre quais eventos ou informações devem ser divulgados. Tal situação implica em significativa responsabilidade, visto que a omissão ou divulgação inadequada de informações pode levar a práticas de insider trading ou manipulação de mercado, de modo a prejudicar a confiança dos investidores.

Eizirik (2019), reforça a importância da transparência e da comunicação precisa no mercado de capitais, aspectos que são demasiadamente importantes para o funcionamento eficaz e ético dos mercados financeiros contemporâneos.

Ademais vejamos os esclarecimentos do Relator Dir. Pedro Oliva Marcilio de Sousa, no processo administrativo sancionador nº RJ 2006/4776, de 17.01.2007, da CVM:

Dado que a decisão de publicar o fato relevante se dá via de regra, antes que ele seja de conhecimento do público, na maioria das vezes o administrador deve fazer juízo de valor sobre a probabilidade de que ele impacte a decisão de negociar valores mobiliários emitidos pela companhia, sem, no entanto, poder confirmar, antes da divulgação, se o fato realmente influenciará a decisão dos investidores. É por isso que a análise é sobre a “potência” de impacto e não sobre o real impacto. (...) Em certas situações, um fato não é relevante, se olhado isoladamente, ou se forem consideradas, segregadamente, suas características quantitativas e qualitativas. Por isso, a administração deve analisar a relevância de um fato a partir do conjunto de

³⁶ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, p. 624

informações de que dispõe e ponderando, de forma agregada, as informações quantitativas e qualitativas. Dessa forma uma informação não deixará de ser relevante se a companhia dividir a sua implementação, sua divulgação ou sua análise em várias etapas, que, isoladamente, não sejam relevantes.³⁷

A análise jurídica de Pedro Oliva Marcílio de Sousa no processo administrativo sancionador n. RJ 2006/4776 da CVM fornece uma visão útil e abrangente da maneira como o conceito de fato relevante é realmente aplicado no mercado de capitais. Sousa reconhece a correlação complexa envolvida na divulgação de um fato relevante, argumentando que os administradores precisam comumente julgar a “potencialidade” de informações antes da divulgação antes mesmo de terem certeza de seu impacto real na produtividade das decisões dos investidores.

Tal abordagem é consistente com a posição de Eizirik, que se refere a um fato relevante como qualquer informação que possa ter forte impacto nas ações dos investidores ao comprar ou vender valores mobiliários. A flexibilidade suscitada por Eizirik é de suma importância, visto que cada caso concreto pode apresentar diferentes nuances que exigem um julgamento cuidadoso por parte dos administradores.

Sousa destaca, conforme demonstrado no processo sancionador supra, que a avaliação da relevância de um fato não deve ser feita de forma isolada, ou seja, deve considerar um conjunto de informações quantitativas e qualitativas. Esse modo de avaliação pode evitar que informações importantes sejam fragmentadas e sejam tratadas, erroneamente, como irrelevantes quando analisadas individualmente. O procedimento de análise abrangente sugerido por Sousa tem condão de garantir que as informações pertinentes sejam consideradas no processo de divulgação, ao passo que será possível promover maior transparência e equidade no mercado.

Essa análise diferenciada é demasiadamente importante para evitar práticas como insider trading e manipulação de mercado, que podem minar a confiança dos investidores, cumprindo justamente com um dos primeiros intuitos do artigo 157 da Lei das Sociedade Anônimas, como visto anteriormente.

A exigibilidade de que os administradores façam uma avaliação ponderada e criteriosa, demonstra busca pelo equilíbrio da necessidade de transparência com a proteção dos interesses internos das companhias.

³⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo administrativo sancionador n. RJ 2006/4776, rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Sousa, julgado em 17 jul. 2007.

O artigo 2º da Instrução da CVM nº 358/2002 considera como relevante “qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:”³⁸

I - na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;

II - na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;

III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Em complemento o parágrafo único do artigo 2º da Instrução da CVM nº 358/2002 ainda enumera 22 atos ou fatos que em regra são considerados relevantes, no entanto Eizirik aponta que esse rol não é taxativo, mas em verdade meramente exemplificativo. (EIZIRIK, 2019)³⁹

Tal exemplificação segundo ele, teria apenas objetivo de facilitar a identificação, por parte dos administradores das companhias abertas a identificar situações que possam ensejar na necessidade de divulgação.

Não obstante, o mero enquadramento em uma das hipóteses do parágrafo único do artigo 2º da Instrução da CVM nº 358/2002 não tem condão de caracterizar operação que deve ou não ser divulgada. Uma operação enquadrada no referido dispositivo somente será subordinada ao princípio do full disclosure caso possa ensejar em uma das três situações apontadas nos incisos I, II e III do artigo 2º da instrução da CVM apontadas anteriormente. (EIZIRIK, 2019)

Entende-se, portanto, que para considerar-se uma informação como fato relevantes, é necessária verificar se esta pode influenciar a cotação das ações, a intenção dos investidores quanto à compra e venda, bem como influenciar os investidores a exercerem outros direitos de titular de ações.

³⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Texto integral da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 369/02, 449/07, 547/14, 552/14, 568/15, 590/17, 604/18 e 620/20. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 29 jul. 2024.

³⁹ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, pp. 625/626

Em que pese o princípio do full disclosure, os administradores poderão não divulgar informações caso este ato traga riscos a interesse legítimo da companhia, conforme previsto no artigo 157, §5º da Lei das Sociedades Anônimas.

2.4. O Dever De Sigilo Dos Administradores Das Companhias Abertas

O Artigo 157, §5º da Lei das Sociedades Anônimas, em sua redação:

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

(...)

§ 5º Os administradores poderão recusar-se a prestar a informação (§ 1º, alínea e), ou deixar de divulgá-la (§ 4º), se entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia, cabendo à Comissão de Valores Mobiliários, a pedido dos administradores, de qualquer acionista, ou por iniciativa própria, decidir sobre a prestação de informação e responsabilizar os administradores, se for o caso.⁴⁰

Como visto ao longo dos capítulos anteriores do presente estudo, o art. 157 da Lei das Sociedades por Ações trata do princípio do full disclosure das companhias abertas. Os administradores dessas companhias tem por dever declarar detalhadamente a quantidade de ações, bônus de subscrição, opções de compra de ações e debêntures conversíveis que possuam, tanto da própria companhia quanto de empresas controladas ou que pertençam ao mesmo grupo econômico.

Essa exigência busca assegurar a transparência e a integridade no mercado, fornecendo aos acionistas, investidores e usuários-padrão informações relevantes sobre os interesses financeiros dos administradores.

Não obstante, é fato que existem informações que caso venham a ser divulgadas, podem comprometer a economia e o desenvolvimento da companhia, assim o parágrafo 5º do artigo oferece uma exceção à regra de divulgação de informações.

Por meio desta, os administradores podem omitir certas informações caso entendam que a divulgação possa comprometer interesses legítimos da companhia. No entanto, essa decisão

⁴⁰ BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 30 jul. 2024.

não é unilateral, visto que como órgão regulador a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) tem a autoridade para analisar e intervir.

Por solicitação dos próprios administradores, acionistas ou por iniciativa própria, a Comissão de Valores Mobiliários poderá avaliar a necessidade da divulgação bem como poderá responsabilizar os administradores caso julgue que a omissão não era justificada.

Nota-se que tal previsão legal tem por finalidade equilibrar a necessidade de transparência e divulgação com a proteção de informações que sejam de fato sensíveis e que poderiam prejudicar a companhia caso fossem divulgadas. Desse modo, a legislação garante ainda, por meio da CVM, que a decisão final sobre a divulgação de informações críticas seja supervisionada pela autoridade reguladora.

A esse respeito vejamos que a CVM entende que “a proteção dos investidores por meio da divulgação de informações não é absoluta, podendo se adequar às necessidades empresariais das companhias”⁴¹

Devido ao alto grau de sensibilidade quanto a esta temática, a instrução de número 358/2002 da CVM descreveu:

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

Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.⁴²

O artigo supramencionado visa, no mesmo sentido do §5º do artigo 157 da Lei das SA, o equilíbrio entre a transparência necessária para manutenção da confiança do mercado e a proteção de informações sigilosas que, se eventualmente divulgadas, causariam danos à companhia.

⁴¹ CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2006/4776, Rel. Dir. Pedro Oliva Marcílio de Souza, julgado em 17 de janeiro de 2007.

⁴² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Texto integral da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 369/02, 449/07, 547/14, 552/14, 568/15, 590/17, 604/18 e 620/20. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 29 jul. 2024.

Urge esclarecer que abordagens mais equilibradas como estas, asseguram que dados críticos não sejam revelados e, comprometam os interesses estratégicos.

Vejamos ainda em o parágrafo único do artigo 6º da Instrução de número 358/2002 ainda deixa claro que, eventualmente, caso as informações venham a escapar ao controle ou caso ocorra oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados, deverão divulgar imediatamente o fato ou ato relevante relacionado.

Eizirik (2019) explica que “é o caso, por exemplo, de administradores que no decorrer do processo decisório, buscam o auxílio de profissionais alheios à companhia, como por exemplo, consultores de mercado. (...) Existindo “indícios de que a informação mantida em sigilo tenha fugido do controle da sociedade, a orientação adotada pela CVM é pela obrigatoriedade da divulgação imediata dos fatos, mesmo que se trate apenas de tratativas a respeito de uma operação ainda incerta.”⁴³

Carvalhosa (2014) no entanto, possui visão demasiadamente mais fechada quanto a possibilidade de não divulgar determinadas informações, asseverando que:

As únicas hipóteses razoáveis seriam as de informações que favorecessem os competidores ou concorrentes da companhia, com respeito às expectativas de fato e de direito.

Poderiam, com relação às expectativas de fato, v. g., ser representadas pela possibilidade iminente de descoberta de recursos naturais de exploração da companhia ou de experimentação de processos industriais. No que respeita às expectativas de direito, poderiam, v. g., ser representadas pelas meras tratativas (não vinculantes) para a aquisição e a alienação de controle, para a realização de joint ventures etc.

Na realidade, a arguição de sigilo somente poderia ser considerada legítima nos casos de possibilidade de interferência dos concorrentes ou de tomada de posição ofensiva ou defensiva dos competidores, antes que o fato empresarial se concretizasse.

Não pode ser oposto o dever de sigilo [...] à publicidade (art. 289) das revelações feitas à Bolsa de Valores sobre qualquer ato ou fato de natureza relevante e que já tenha se definido materialmente ou como negócio jurídico perfeito e acabado⁴⁴

Assim, para Carvalhosa, a justificativa para o sigilo só pode se sustentar enquanto o fato empresarial não se concretizar. Uma vez que o negócio jurídico seja concretizado, o dever de

⁴³ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019, pp. 630/631

⁴⁴ CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas - vol. 3. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014, pp. 490-491

transparência deve prevalecer. Nesse quadrante, o sigilo não pode ser mantido em face da obrigatoriedade de divulgação, sobretudo perante a Bolsa de Valores.

Não obstante, muito embora a maioria dos doutrinadores entenda que de fato não há obrigatoriedade de consulta à CVM pelos administradores, em casos de omissão de fato relevante, se tratando de mera faculdade do administrador; o Tribunal de Justiça de São Paulo entendeu de maneira diversa, consignando que seria necessária a consulta à CVM em casos de omissão de fato relevante.⁴⁵

3. O PROCEDIMENTO ARBITRAL NO MERCADO DE CAPITAIS

O procedimento arbitral tem ganhado espaço no Brasil, apresentando crescimento de 11% ao ano nos últimos 20 anos, conforme se observa do relatório apresentado pelo Comitê Brasileiro de Arbitragem.⁴⁶ Isso se deve principalmente às facilidades e vantagens que o procedimento apresenta principalmente para as companhias abertas.

Nas palavras de Carmona (2009), a arbitragem é o "mecanismo privado de solução de litígios, por meio do qual um terceiro, escolhido pelos litigantes, impõe sua decisão, que deverá ser cumprida pelas partes"⁴⁷.

Carlos Alberto Carmona capta plenamente a essência da arbitragem ao defini-la como um "mecanismo privado de solução de litígios". A definição por ele apresentada destaca a natureza autônoma e consensual do processo arbitral. Isso pois, as partes envolvidas no conflito optam por não acionarem o sistema judiciário tradicional, bem como escolhem terceiro para decidir sobre o tema, o que demonstra a confiança das partes na imparcialidade e expertise desses profissionais e no procedimento.

Ademais, Carmona (2009), ao destacar que o árbitro impõe sua decisão, demonstra a obrigatoriedade do cumprimento da sentença arbitral pelas partes, reforçando a eficácia e a autoridade da arbitragem.

⁴⁵ Apelação nº 65.531-1-5ª C - j. Em 25.06.1987 - Rel. Des. Marcio Bonilha, RT 625/47

⁴⁶ COMITÊ BRASILEIRO DE ARBITRAGEM. Arbitragem no Brasil: uma breve comparação com o Judiciário e a geração de benefícios econômicos para usuários e a sociedade. Disponível em: <https://cbar.org.br/site/wp-content/uploads/2024/06/fi-consulting-beneficios-da-arbitragem-2.pdf>. Acesso em: 31 jul. 2024. p. 10.

⁴⁷ CARMONA, Carlos Alberto. Arbitragem e Processo: um comentário à Lei n.º 9.307/96. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 31.

A arbitragem vista dessa forma garante que as partes não apenas participem do procedimento com a intenção de resolver o litígio, mas também se comprometam a aceitar a resolução imposta.

A introdução da arbitragem no ordenamento jurídico brasileiro ocorreu em 1996, com a Lei nº 9.307/1996⁴⁸, no entanto, a sua validade somente foi reconhecida em meados de 2002, após a decisão proferida pelo Supremo Tribunal Federal, que atestou a sua constitucionalidade.⁴⁹

Não obstante, a sua utilização nas disputas societárias foi aquecida pela Lei das S.A., bem como pela Lei 10.303/2001. Isto porque, foi incluído dispositivo legal autorizador da resolução destas divergências por meio do procedimento arbitral, vejamos:

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

(...)

§ 3º O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar. (Incluído pela Lei nº 10.303, de 2001)⁵⁰

Para melhor compreender sobre o que se trata o §3º do artigo 109, importa conceituar o termos “estatuto da sociedade”, para tanto, Eizirik descreve que este seria o conjunto normativo societário:

o contrato normativo de organização, composto de normas jurídicas que, em conformidade com a Lei das S.A., obrigam seus destinatários, podendo seu descumprimento acarretar-lhes a aplicação de sanções

Eizirik (2019) ainda complementa esclarecendo que o estatuto no âmbito da companhia possui caráter impositivo, ou seja, deve ser sempre observado quando de qualquer decisão dentro da sociedade:

As normas estabelecidas no estatuto das sociedades integram sua disciplina interna e apresentam força de direito inerente ao agrupamento, devendo ser observadas,

⁴⁸ Vale ressaltar que a Lei nº 9.307/1996 foi reformulada pela Lei nº 13.129/2015, haja vista a grande difusão da arbitragem no âmbito das resoluções de litígios brasileiros.

⁴⁹ SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL, Tribunal Pleno, Agravo Regimental na Sentença Estrangeira 5.206-7 Relator Ministro Sepúlveda Pertence, julgado em 12.12.2001, DJ 30.04.2004.

⁵⁰ BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 30 jul. 2024.

permanentemente, por todos os seus integrantes; assim, o regime fixado no ato constitutivo das entidades apresenta caráter cogente.⁵¹

Dessa forma, entente-se que o interesse dos acionistas pela resolução de conflitos da companhia aberta por meio de procedimento arbitral deverá necessariamente ser inserido em seu contrato normativo, ou seja, em seu estatuto societário. Essa inclusão é realizada por meio de cláusula compromissória e deve contar com aprovação pela maioria dos acionistas em deliberação realizada por meio de assembléia.

Conforme esclarecido anteriormente, o arbitragem se expandiu e cresce intensamente a cada ano no Brasil, assim cumpre destacar as principais características que fazem com que a arbitragem se destaque como resolução extrajudicial de conflitos societários no país.

O sistema judiciário brasileiro encontra-se abarrotado de demandas que se desenvolvem há diversos anos aguardando solução, inobstante o volume de demandas já existentes e de novas demandas propostas diariamente, ainda observamos número insuficiente de magistrados para solução destes litígios o que faz com que a máquina do judiciário brasileira seja conhecida por sua demora.

Ademais, diante das particularidades que cada sociedade pode apresentar, bem como das características singulares de cada disputa societária, principalmente com relação ao objeto da lide, verificamos que certas vezes as decisões judiciais podem não abrigar de modo satisfatório o interesse das companhias e de seus acionistas, Assim compreende Teixeira (1997):

A realidade social pujante em que vivemos não se contenta mais com o modelo individualista das soluções judiciais de antanho. Desde o final do século passado, vem-se construindo um novo perfil, alicerçado na prevalência do interesse social sobre o individual. Daí exigir-se um Judiciário mais participativo e ativista, na busca de uma sociedade mais justa, humana, solidária, contando para isso com instrumentos processuais mais eficientes, a exemplo da ação civil pública, das ações coletivas, dos juizados especiais, do mandado de segurança coletivo, das ações de controle de constitucionalidade. Mecanismos hábeis e eficazes que suplementem a atividade estatal, priorizando o social. Se assim é, não há porque excluir desses mecanismos a arbitragem, em atenção aos interesses de importantes segmentos sociais, aos quais a Justiça oficial não tem dado abrigo satisfatório.⁵²

Na contramão da resolução judicial, a arbitragem se mostra mais célere, isso ocorre principalmente pela possibilidade de escolha do árbitro. Como vimos anteriormente, a

⁵¹ EIZIRIK, Nelson. A Lei das S/A Comentada. Volume II – artigos 80 a 137. 2ª edição. São Paulo: Quartier Latin, 2015. pp. 49/45.

⁵² TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo. A arbitragem no sistema jurídico brasileiro. Revista dos Tribunais. São Paulo, a. 86, vol. 735. jan. 1997, pp. 39/48.

informação assimilada gera conhecimento e o conhecimento é arma fundamental para solução dos conflitos. A escolha de um árbitro que possua conhecimento técnico sobre a matéria objeto do litígio faz com que se reúnam condições favoráveis à formação do convencimento durante a instrução do procedimento, excluindo-se a perda de tempo com provas desnecessárias ao deslinde da demanda.⁵³

Não obstante, o procedimento arbitral permite também estipulação de suas regras, como por exemplo, o prazo para apresentação da sentença arbitral. Ademais, ainda que as partes não convençionem sobre este tema, a Lei nº 9.307/96 estabelece prazo de 6 meses para a sentença, demasiadamente mais célere que grande parte das demandas solucionadas judicialmente.⁵⁴

Art. 11. Poderá, ainda, o compromisso arbitral conter:

(...)

III - o prazo para apresentação da sentença arbitral;

(...)

Art. 23. A sentença arbitral será proferida no prazo estipulado pelas partes. Nada tendo sido convençionado, o prazo para a apresentação da sentença é de seis meses, contado da instituição da arbitragem ou da substituição do árbitro.

O procedimento arbitral ainda confere autonomia da vontade das partes, o que proporciona a possibilidade destas convençionarem quanto a forma como o procedimento será realizado, bem como optarem pela confidencialidade das tratativas e da decisão nele proferida, conforme veremos adiante.

Assim, são perceptíveis as vantagens para as companhias abertas, visto que podem solucionar litígios demasiadamente complexos, que demandam conhecimento técnico-específico, em menor período de tempo, com garantia de análise por árbitro competente para proferir a decisão, que poderá também ser confidencial de modo a evitar prejuízos de interesses legítimos da sociedade.

⁵³ Explica-se que as demandas societárias possuem minúscias muitas vezes desconhecidas pelos magistrados

⁵⁴ BRASIL. Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996. Dispõe sobre a arbitragem. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 24 set. 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19307.htm. Acesso em: 1 ago. 2024.

3.1. A Confidencialidade na Arbitragem

O direito brasileiro, em sua Lei nº 9.307/1996, não faz qualquer menção à confidencialidade da arbitragem propriamente dita, não obstante, ao esmiuçar as especificidades legais atribuídas aos Árbitros em seu Capítulo III, artigo 13, §6º do referido diploma legal, deixa claro que o árbitro, no desempenho de suas funções, deverá proceder com discrição.

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

(...)

§ 6º No desempenho de sua função, o árbitro deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e discrição.⁵⁵

Tal discrição teria relação com a confidencialidade da arbitragem? Para Carlos Alberto Carmona um conceito não se confunde com o outro. A discrição seria a conduta que se espera do árbitro quanto a não comentar, informar, expor, etc., sobre demandas que estejam ou tenham estado sob sua responsabilidade.

Ocorre que com relação às partes, a legislação base não dispõe sobre eventual sigilo, confidencialidade ou discrição. Durante certo período a doutrina e a jurisprudência fizeram o papel de exposição sobre características, limites e extensão da confidencialidade, à esta época entendiam que o dever de discrição seria uma forma de dever de sigilo e que se estenderia não só aos árbitros, mas às partes do procedimento.

Não obstante, este entendimento foi deixado para trás por obras mais atuais acerca do tema. Ademais Carmona (2009) brilhantemente esclarece que, muito embora a Lei 9.307/1996 não disponha sobre obrigatoriedade acerca do sigilo, e que portanto a previsão da confidencialidade está abarcada pela instituições arbitrais,⁵⁶ que costumam incluí-la em seus regulamentos⁵⁷:

⁵⁵ BRASIL. Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996. Dispõe sobre a arbitragem. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 24 set. 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19307.htm. Acesso em: 1 ago. 2024.

⁵⁶ Instituições arbitrais com previsão de confidencialidade no regulamento: o Centro de Arbitragem e Mediação da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (CAM-CCBC) no art. 14.1; a Câmara de Mediação e Arbitragem Empresarial – Brasil (CAMARB) no art. 13.1; e o Centro Brasileiro de Mediação e Arbitragem (CBMA) no art. 17.1.

⁵⁷ CARMONA. Carlos Alberto. Arbitragem e processo: um comentário à Lei n.º 9.307/96. 3ª ed. rev., atual. e ampl. – São Paulo: Atlas, 2009, p. 246.

A pesquisa realizada pela Queen Mary University of London e a School of International Arbitration em 2018 destacou a confidencialidade alcançou o 5º lugar na lista de características importantes da arbitragem. Ademais, 87% dos participantes consideraram esse aspecto como característica relevante. (QUEEN, 2018)⁵⁸

Não obstante, quando os participantes foram questionados se entendiam que a confidencialidade deveria ser uma característica de adesão, ou seja, a posição padrão é que os procedimentos não serão confidenciais, a menos que as partes escolham o contrário, ou se entendiam que deveria ser uma característica de exclusão, ou seja, a posição padrão é que os procedimentos serão confidenciais, a menos que as partes escolham o contrário. Nesse ponto, 74% do grupo de entrevistados assinalou que a confidencialidade deveria ser uma característica de exclusão. Nesse mesmo sentido, o artigo de Cretella Neto (2010), destacou a relevância que as partes do processo arbitral veem na confidencialidade⁵⁹, o que foi atestado por outras pesquisas internacionais.

Percebe-se que a preferência esmagadora pela confidencialidade como uma característica de exclusão, demonstra a importância desse aspecto no procedimento arbitral. A preferência indica que as partes envolvidas almejam a segurança de seus procedimentos, bem como que estes serão mantidos em sigilo, a menos que decidam expressamente o contrário.

Assim, a confidencialidade na arbitragem não protege apenas os interesses das partes, mas também cria um ambiente de confiança e segurança, característica essencial para a resolução de disputas societárias.

A confidencialidade da arbitragem, portanto, não é obrigatória no Brasil, não podendo ser considerada um princípio da arbitragem, nem mesmo podemos dizer que existiria um dever de sigilo imposto aos participantes do processo arbitral, sendo certo que a regra de confidencialidade é determinada pelas instituições arbitrais, por meio dos regulamentos por elas redigidos.

⁵⁸ QUEEN Mary University of London. School of International Arbitration. 2018 International Arbitration Survey: the evolution of international arbitration. Disponível em: <http://www.arbitration.qmul.ac.uk/research/2018/> pp. 27/28. Acesso em 04.08.2024

⁵⁹ CRETELLA NETO, José. Quão sigilosa é a arbitragem? Revista de Arbitragem e Mediação, São Paulo, v. 25, p. 43-70, abr./jun. 2010.

Inobstante, a confidencialidade não perde sua importância por não ser obrigatória na lei, como visto anteriormente é, em verdade, uma das características mais importantes para aqueles que optam pelo procedimento.

Vejamos que cada Instituição arbitral delimitará diferentes amplitudes para o dever de sigilo usaremos como exemplo duas das câmaras arbitrais que possuem maior volume de disputas.

Primeiramente, a “FIESP” - Câmara de conciliação, mediação e Arbitragem CIESP FIESP, determina que o dever se estente aos membros da câmara, aos árbitros e às partes:

10.6. É vedado aos membros da Câmara, aos árbitros e às partes divulgar informações a que tenham tido acesso em decorrência de ofício ou de participação no procedimento arbitral, salvo em atendimento à determinação legal.⁶⁰

A Câmara do Mercado - CAM B3, não foge ao entendimento brilhantemente previsto pela anterior:

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.⁶¹

Observamos que, pelas previsões regulamentares das câmaras citadas, os membros da câmara, árbitros e as partes devem manter em sigilo todo o procedimento arbitral, ou seja sigilo universal. Esta modalidade de sigilo se estende não somente aos documentos nele encontrados ou produzidos, provas produzidas, audiências e sentença, mas também a própria existência do procedimento arbitral.

Diante deste tipo de confidencialidade, percebemos o aparente conflito entre o dever de informar esclarecido no capítulo anterior e o sigilo do processo arbitral, de modo que passaremos a analisar cuidadosamente da principal câmara de arbitragem em demandas societárias CAM B3, bem como o processo arbitral como possível fato relevante e o entendimento do órgão regulador das companhias abertas quanto a este tema.

3.2. Previsão De Sigilo No Regulamento da Câmara do Mercado

⁶⁰ CÂMARA de Conciliação, Mediação e Arbitragem CIESP FIESP. Regulamento de Arbitragem. Disponível em: <https://www.camaradearbitragemsp.com.br/pt/arbitragem/regulamento.html>. Acesso em 04.08.2024.

⁶¹ BRASIL BOLSA Balcão. Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). Regulamento. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/index.html> Acesso em 04.08.2024

A Câmara de Arbitragem do Mercado, nome dado à época de sua criação em junho de 2001, pela então Bovespa, hoje Bolsa do Brasil - B3, “tem como razão de ser oferecer ao mercado um ambiente especializado para solução de disputas relativas ao mercado de capitais, especialmente os conflitos de cunho societário.”⁶²

A CAM B3 possui como objetivo a administração de conflitos relativos ao direito empresarial, sobretudo aqueles relacionados ao mercado de capitais e o direito societário, atuando em conflitos que possam surgir na esfera de companhias abertas, as quais são comprometidas com práticas de governança corporativa e transparência, bem como possuam ações listadas na B3. A CAM ainda atua em outros litígios entre pessoas físicas e jurídicas, no entanto, sempre sobre assuntos de cunho empresarial.

Alguns estudiosos do tema inclusive apontam que a CAM B3 teria o monopólio das arbitragens que envolvem as companhias abertas, isso porque, atualmente existe a obrigatoriedade de inclusão de cláusula compromissória no estatuto societário que prevê a subordinação dos conflitos à esta instituição arbitral para as companhias que estiverem listadas nos segmentos Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado e Nível 2.⁶³

Assim, as companhias abertas em sua maioria estão, portanto sujeitas ao regulamento da CAM B3, que como vimos anteriormente, prevê o sigilo universal, para membros da Câmara, árbitros e para as partes.

Vejamos ainda, que o regulamento da CAM B3 se mostra ainda mais rigoroso quando analisado o tópico 9.1.1 do regulamento:

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.⁶⁴

Sendo assim, a instituição arbitral mais utilizada pelas companhias abertas possui a determinação de sigilo universal não só pelas partes, mas também pelas testemunhas, peritos ou assistentes técnicos que venham a fazer parte do processo arbitral.

⁶² CÂMARA DO MERCADO. Sobre a Câmara. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/sobre-a-camara.html#:~:text=Criada%20em%20junho%20de%202001,os%20conflitos%20de%20cunho%20societ%C3%A1rio>. Acesso em: 04 ago. 2024.

⁶³ B3. Sobre segmentos de listagem. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 04 ago. 2024.

⁶⁴ BRASIL BOLSA Balcão. Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). Regulamento. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/index.html> Acesso em 04.08.2024

Gorga (2014) ressalta que a falta de transparência decorrente do sigilo imposto pela CAM impede o acesso à informações cruciais sobre disputas societárias, o que se contrapõe ao sistema judicial tradicional, em que os processos são públicos, e portanto, podem fornecer mais informações importantes ao mercado.

(...) Forçoso é reconhecer que a arbitragem, com a manutenção do sigilo estabelecido pelas regras da Câmara de Arbitragem do Mercado da BM&FBovespa (CAM) e das demais câmaras arbitrais, obsta acesso a características relevantes dos conflitos societários, deixando o mercado sem uma das principais fontes de informação existentes nos sistemas que adotam processos judiciais como método predominante de solução de disputas corporativas. A arbitragem, originalmente concebida como alternativa ao Judiciário, apesar de suas outras vantagens, revelou-se, neste ponto, um retrocesso, em face dos diversos escândalos já ocorridos no mercado de capitais brasileiro e da confidencialidade dos procedimentos arbitrais com conseqüente severa assimetria de informações e criação de incentivos perversos aos participantes do mercado⁶⁵

Não obstante, Gorga (2014) destaca que de fato a arbitragem destacou-se por diversas vantagens, mas que quanto ao ponto em questão, ou seja, sobre a divulgação de informações relevantes ao mercado, a arbitragem representaria um retrocesso, principalmente à luz dos diversos escândalos ocorridos no mercado de capitais brasileiro.

Destaca-se ainda que no entendimento da autora e outros juristas que compactuam do mesmo pensamento, a confidencialidade obriga que a existência do processo arbitral, o seu objeto, provas, audiências, documentos e sentença, sejam revelados somente aqueles que estão envolvidos na disputa, o que seria claramente incompatível com o disclosure.

Como esclarecido ao longo do presente trabalho, as informações à disposição do mercado contribuem de forma significativa e decisiva para a proteção dos investidores e seus recursos, bem como por consequência impactam no desenvolvimento do mercado de capitais. Assim Wald (2007) aponta brilhantemente que "a simples propositura de uma ação judicial pode afetar a cotação das ações da empresa na Bolsa e que, durante todo o período no qual corre o processo, podem ocorrer repercussões negativas no balanço da companhia"⁶⁶

Não obstante, o então presidente da CAM, Roberto Teixeira da Costa, pontua a preocupação da Câmara do Mercado para com a situação conflitante entre o sigilo arbitral e o dever de informar fato relevante, veja-se:

⁶⁵ GORGA, Érica. Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro. Revista de Direito Empresarial. ano 2. vol. 1. p. 125-141. São Paulo: Ed. RT, jan.-fev. 2014.

⁶⁶ WALD, Arnoldo. A arbitrabilidade dos conflitos societários: considerações preliminares (1). Revista de Arbitragem e Mediação. ano 4. n. 12. p. 22-28. São Paulo: Ed. RT, jan-mar. 2007.

Outro tema que tem nos preocupado, e sido objeto de nossas contínuas observações é a questão do sigilo, um dos requisitos básicos e fundamentais do processo arbitral.

A Comissão de Valores Mobiliários recentemente se pronunciou a respeito através do Anexo I (“Comunicação sobre demandas societárias”) à Resolução nº 80 de 29/3/22, cujo § 2º do Artigo 1º definiu que: “Obrigações decorrentes de convenções de arbitragem, de regulamentos de órgãos arbitrais institucionais ou entidades especializadas ou de qualquer outra convenção não eximem o emissor do cumprimento das obrigações de divulgação previstas neste anexo, respeitadas as hipóteses e observados os limites de sigilo decorrente de lei.”

É realmente uma situação delicada quando a arbitragem envolve companhias abertas, pois a revelação de informações regidas pela confidencialidade pode afetar, antes dos efetivos julgamentos, sua cotação na Bolsa de Valores. Por outro lado, a natureza particular dos litígios societários, que em muitos repercutem sobre todos os acionistas, estejam ou não cientes da pendência, tem despertado imensa atenção dos juristas, buscando compatibilizar a confidencialidade convencionada com eficácia ampla de uma eventual coisa julgada⁶⁷

Podemos perceber, que muito embora a CAM seja intensamente criticada por alguns autores, há inquietação por parte desta quanto ao aparente conflito. O então presidente da CAM mostra o quão desafiador seria equilibrar o sigilo da arbitragem com a necessidade de transparência do mercado de capitais, muito embora não tenha sido abordada nenhuma possível solução quanto ao tema, abre brecha para contemplação sobre o tema.

Cretella Neto (2007) aponta que em verdade o sigilo não seria um retrocesso, visto que estaria alinhado com a preponderância de aspectos imateriais, como propriedade industrial, intelectual, know how, etc, na determinação do valor da empresa. Isto, porquê é estes bens imateriais precisam ser protegidos para que se evite o prejuízo no desenvolvimento das companhias.⁶⁸

Ainda, outros autores aqui citados como Eizirik, compreendem a confidencialidade como um aspecto importante, mas não exatamente essencial, bem como entendem que o direito a informação não seria absoluto. Isso significa que, para estes autores, o aparente conflito em verdade pode ser solucionado ao observar-se que o dever de informar fato relevante conforme previsão aa Instrução 358 da CVM e a prestação de informações periodicamente em atenção à instrução 580 da CVM. Assim, para estes autores a confidencialidade seria permitida em casos em que se envolvem companhias abertas, ao passo que seria apenas necessário o cuidado de divulgar qualquer fato relevante ocorrido no processo.

⁶⁷ COSTA, Roberto Teixeira da. 25 anos da Lei de Arbitragem e o papel da Câmara de Arbitragem do Mercado. Revista RI, 2024. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/263/1928>. Acesso em: 5 ago. 2024.

⁶⁸ CRETELLA NETO, José. Comentários à Lei de Arbitragem brasileira. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

Dito isto, outro ponto demasiadamente controvertido ainda hoje é o estabelecimento do que de fato seria fato relevante, que, portanto, levaria à divulgação e o rompimento do sigilo arbitral.

3.3. O Processo Arbitral Como Fato Relevante

Destacamos anteriormente que um fato relevante é qualquer informação que possa significativamente influenciar a decisão dos investidores sobre a compra ou venda de valores mobiliários.

Verificamos ainda que a relevância de um fato está diretamente relacionada ao seu potencial de impactar a cotação dos valores mobiliários. Assim, a divulgação de informações significativas possibilita que os participantes do mercado tenham acesso igual às informações essenciais para a tomada de decisões, de modo a promover um ambiente de negociação justo e eficiente.

Para abarcar o tema do processo arbitral em sua regulamentação, a Comissão de Valores Mobiliários incluiu-o no rol de fatos relevantes da instrução nº 358 da CVM:

Art. 2º Considera-se relevante, para os efeitos desta Instrução, qualquer decisão de acionista controlador, deliberação da assembléia geral ou dos órgãos de administração da companhia aberta, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos seus negócios que possa influir de modo ponderável:

(...)

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

(...)

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

• Inciso XXII com redação dada pela Instrução CVM nº 590, de 11 de setembro de 2017.⁶⁹

Destaca-se que muito embora a referida instrução insira apenas a propositura de processo arbitral como fato relevante, não devemos restringi-lo a apenas à proposição, mas qualquer fato ocorrido no processo que se encaixe no caput do artigo 2º.

Ainda que recepcionado pela instrução nº 358 da CVM, qualquer fato potencialmente relevante, como verificamos alhures, deverá ser analisado pelos administradores da

⁶⁹ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 5 ago. 2024.

companhia aberta, que poderão inclusive consultar a CVM acerca da divulgação ou não deste fato.

Tal explicação, no entanto, ainda é demasiadamente generalista, pois a definição do que seria fato relevante em cada processo arbitral dependeria da especificidade do caso concreto, do contexto, do objeto, etc.

O autor Tellechea (2015), observando o problema, propôs como solução a determinação da relevância dos fatos ocorridos no processo por meio da avaliação de parâmetros contábeis, vejamos:

Dito de outra forma: tal como já ocorre na prática, para fins de contabilizar contingências, sugere-se que os administradores de companhias abertas submetam as demandas arbitrais a esse mesmo critério, porém, agora, no que se refere à necessidade de publicar fato relevante. Nesse raciocínio, seriam classificados como de divulgação compulsória [...] a informação ou o montante materialmente relevante para o negócio da companhia que, envolvidos em procedimento arbitral, devam ser considerados como passivo contingente em nota explicativa no balanço social e nos demais demonstrativos financeiros a serem entregues pelos administradores aos seus auditores externos independentes, à CVM e publicados na imprensa, com base nas regras definidas pelo órgão regulador, a partir das recomendações do Comitê de Pronunciamentos Contábeis/CPC para a elaboração e formalização dos lançamentos contábeis das companhias.⁷⁰

Assim sendo, ao sugerir tal resolução, o autor entende que a companhia deverá avaliar os valores envolvidos no processo arbitral e a possibilidade de dispêndio por parte da sociedade. Não obstante, avaliando tal proposta percebe-se que abarca apenas questões essencialmente contábeis e financeiras.

Como vimos anteriormente, as disputas envolvem outras questões imateriais que não são abrangidas pela proposta do autor, de modo que a proposta não poderia auxiliar completa e efetivamente na decisão dos investidores de compra e venda de ativos das companhias.

Outrossim, as informações à disposição do mercado contribuem de forma significativa e decisiva para a proteção dos investidores e seus recursos, bem como por consequência impactam no desenvolvimento do mercado de capitais. Assim, Wald (2007) aponta brilhantemente que "a simples propositura de uma ação judicial pode afetar a cotação das ações da empresa na Bolsa e que, durante todo o período no qual corre o processo, podem

⁷⁰ TELLECHEA, Rodrigo. Sobre a Cláusula Estatutária Arbitral. In: NOVAES E FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo (coord.). Direito societário contemporâneo II. São Paulo: Malheiros, 2015, pp. 618-619.

ocorrer repercussões negativas no balanço da companhia”⁷¹, ou seja, além das questões contábeis, a própria existência do processo arbitral pode afetar a companhia no mercado de valores mobiliários.

Vejamos, que Carmona (2009) entende que não há de fato obrigatoriedade de sigilo da arbitragem no Brasil.

É preciso, de qualquer forma, lembrar que a arbitragem no Brasil não é obrigatoriamente sigilosa. Os regulamentos arbitrais é que tendem a determinar que o procedimento seja recoberto pelo segredo. O ponto é importante, na medida em que cresce a tendência de levar à solução arbitral questões que envolvem entidades públicas (autarquias, empresas públicas), sujeitas a controles externos que não ficam absolutamente vetados. Uma coisa é a sobriedade do árbitro, de quem se espera comportamento discreto; outra, bem diversa, é o sigilo. É recomendável, portanto, que nas arbitragens que envolvam entidades públicas, o sigilo seja moderado, de forma a permitir o controle natural do manejo do patrimônio público; da mesma forma, é preciso mitigar eventual sigilo fixado nas regras procedimentais quando a arbitragem lidar com questões societárias, especialmente naquelas hipóteses em que a sentença produzirá inevitável efeito em relação aos sócios e aos negócios sociais.⁷²

Grion (2018) ressalta que, apesar da percepção de que a confidencialidade seria uma característica natural da arbitragem, seria necessária uma análise mais complexa e aprofundada. Ele destaca que a confidencialidade pode apresentar nuances importantes, em casos onde a transparência é essencial para o controle e fiscalização. Além disso, o Autor ainda observa que a confidencialidade poderia ser atenuada em arbitragens que envolvem as companhias abertas, haja vista a obrigação de divulgar fatos relevantes aos seus acionistas, de modo a garantir a transparência necessária para o mercado.⁷³

Vejamos que alguns autores possuem o mesmo entendimento quanto ao tema, ou seja, que muito embora as câmaras de arbitragem prevejam o sigilo em seus regulamentos, é de extrema importância a moderação do sigilo em arbitragens sobre questões societárias que podem afetar diretamente os acionistas e os negócios da companhia. Dessa forma, tanto Grion quanto Carmona (2009) compreendem a importância de ajustar a confidencialidade conforme cada caso concreto de processo arbitral.

⁷¹ WALD, Arnaldo. A arbitralidade dos conflitos societários: considerações preliminares (1). Revista de Arbitragem e Mediação. ano 4. n. 12. p. 22-28. São Paulo: Ed. RT, jan-mar. 2007.

⁷² CARMONA, Carlos Alberto. Arbitragem e processo: um comentário à Lei n. 9.307/96. 3ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2009, p. 246.

⁷³ GRION, Renato Stephan. Procedimento II. In: LEVY, Daniel. PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (coord.). Curso de Arbitragem [livro eletrônico]. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

Para tanto seria necessária a análise de cada processo arbitral de acordo com os requisitos que caracterizam o fato relevante e obrigam sua divulgação, de acordo com o que abordamos no subcapítulo 2.3.

Nesse ponto, devemos destacar o entendimento da Superintendência de Relações com Empresas da CVM, em seu ofício circular nº 02/2020 que ratifica o que apontamos anteriormente, ou seja, que a sociedade deverá divulgar informações que possam ser caracterizadas como fato relevante:

compete aos administradores e acionistas controladores, além das demais pessoas indicadas no parágrafo 1º do artigo 3º da Instrução CVM nº 358/02, avaliar a necessidade de divulgação de sentenças proferidas no âmbito de processos, inclusive arbitrais, de que tenham conhecimento, quando essas puderem se caracterizar como informação relevante, capaz de afetar as decisões dos investidores de comprar, vender ou manter os valores mobiliários emitidos pela companhia.⁷⁴

Embora a definição de fato relevante, exposta no subcapítulo 2.3 possa parecer demasiadamente ampla, essa em verdade se mostra de tal maneira propositalmente, vejamos o entendimento consignado no Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ2006/4776 (julg. 17.01.2007) no qual o Diretor Relator Pedro Marcilio de Sousa asseverou que a lista exemplificativa da ICVM nº 358/02 não exaure as possibilidades de fato relevante, de modo que em conjunto com o art. 157, §4º da LSA, deverá ser utilizado para definir se o caso deverá ou não ser obrigatoriamente publicado:

[a] Instrução 358/02 ainda complementa o art.157, §4º, com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (ver art.2º, § único). Essa lista, no entanto, nem exaure as possibilidades de fato relevante nem determina um fato relevante, sendo necessário, sempre, analisar os dados concretos do fato e da companhia a que ele se refere. 46. Tanto a Lei 6.404/76 quanto a Instrução 358/02 apresentam conceitos gerais (standards) a serem utilizados pela administração da companhia aberta para, frente a um fato concreto, definir se está diante de um fato relevante.⁷⁵

Observamos, portanto, que muito embora exista aparente conflito entre o sigilo arbitral e o dever de informar das sociedades anônimas, em verdade esse se dissolve quando analisado sob a perspectiva da divulgação do fato relevante.

⁷⁴ MONTEIRO, André; PEREIRA, Guilherme; BENEDUZI, Renato. 24. Arbitragem Societária no Mercado de Capitais e Fato Relevante: Potencialidades e Insuficiências In: MONTEIRO, André; PEREIRA, Guilherme; BENEDUZI, Renato. Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo (SP):Editora Revista dos Tribunais. 2021. Disponível em: <https://www.jusbrasil.com.br/doutrina/arbitragem-coletiva-societaria/1294655899>. Acesso em: 8 de Agosto de 2024.

⁷⁵ Comissão de Valores Mobiliários (CVM). (2007). Processo Administrativo Sancionador RJ2006/4776. Página 12. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_RJ20064776.pdf

Não obstante, passemos a esmiuçar o entendimento atual do órgão regulador, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM.

3.4. O Entendimento Da Comissão De Valores Mobiliários Ao Longo do Tempo

Como vimos anteriormente o aparente conflito entre o princípio do full disclosure e o sigilo arbitral gera demasiadas discussões entre os juristas, mas também levanta preocupação dos órgãos envolvidos sendo as instituições arbitrais e a Comissão de Valores Mobiliários.

Sinalizamos que o então presidente da Câmara do Mercado - CAM entendia que o conflito seria demasiadamente preocupante e deveria continuar sendo foco de análise dos jurisconsultos a fim de que se pudesse chegar a melhor solução de demandas que abarquem a situação de contraposição dos dois institutos.

Não obstante, a Comissão de Valores Mobiliários se posicionava de maneira mais firme e menos alarmada quanto ao assunto, principalmente nas decisões proferidas em seus procedimentos administrativos sancionadores que versavam sobre o tema.

Nesse quadrante, insta ressaltar o Processo Administrativo da Comissão de Valores Mobiliários nº RJ2008/0713. O processo em questão foi movido por pequeno investidor que defendia que o sigilo da CAM poderia produzir efeitos diversos em relação aos acionistas da companhia, o que poderia gerar insegurança e caos nas relações societárias e prejuízo ao mercado de capitais. Defendia ainda que “a Lei de Arbitragem não impõe sigilo, e ainda que o fizesse, este não poderia se sobrepor ao direito de informação do mercado de capitais.”⁷⁶

A Superintendência de Relações com Empresas - SEP entendeu que não assistia razão, o acionista interessado, motivo pelo qual este recorreu ao Colegiado. Em seu voto o Diretor Relator Otavio Yazbek concluiu que do contrário do alegado pelo acionista, não existiria um direito amplo e irrestrito às informações da sociedade.

Yazbek pontuou que ignorar os limites próprios do regime de informações aos acionistas acaba por ensejar em certa “fetichização” do princípio do full disclosure, ou seja, do direito à informação e o princípio da transparência na condução dos negócios sociais.

⁷⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão n.º 6517-0/2024. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6517-0.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2024.

O Relator concluiu ainda que há a ideia equivocada de que informações provenientes de procedimentos arbitrais não teriam relação com a divulgação de fato relevante, quando na verdade somente a existência de fatos relevantes justifica a divulgação das informações. Assim, Yazbek finaliza esclarecendo que não existe qualquer irregularidade no Regimento e no Regulamento da CAM:

“Reitero, desta maneira, que não existe um direito à informação in abstracto, motivo pelo qual não vislumbro irregularidade nas disposições do Regimento e do Regulamento da CAM ora atacadas. Irregularidade haveria se o sigilo neles previsto fosse impeditivo da prestação de informações obrigatórias ao mercado. Não é o que ocorre, porém: a rigor, o dever de sigilo não vigora – e nem poderia vigorar – se houver obrigação de efetuar comunicação ao mercado.”⁷⁷

No mesmo sentido, o PAS CVM nº RJ 2012/13700 de Relatoria de Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes. O processo em questão, movido pelo Fundo de Investimento Multimercado contra a decisão proferida pela SEP, quanto ao indeferimento do pedido de determinação de acesso pelo reclamante, bem como pelos terceiros interessados acerca do conteúdo e andamento do processo arbitral.

O reclamante suscitou que o sigilo seria ilegal visto que *“as informações referentes ao preço de alienação de controle não podem ser discutidas em sigilo”* Não obstante, a SEP indeferiu o requerimento pautando-se no entendimento de que o sigilo arbitral não interfere no direito dos acionistas, nos seguintes termos:

Na leitura da área técnica, a decisão proferida no precedente foi de que o sigilo arbitral não interfere no direito dos acionistas à informação, subsistindo a obrigação das companhias de divulgarem qualquer informação considerada relevante pelos parâmetros da Instrução CVM Nº 358/02. Logo, a interpretação do Reclamante de que *“o entendimento da CVM é no sentido de que o sigilo, em procedimentos arbitrais, seria irregular sempre que este se colocar em contraposição ao direito de informação de terceiros em relação ao objeto do litígio arbitral”* seria equivocada.

A relatora por sua vez, concordou com o posicionamento da SEP, entendendo que a Comissão de Valores Mobiliários não tem poderes de dar acesso a um terceiro interessado em processo arbitral sigiloso, visto que a Lei 6.385/76 não teria dado tais poderes para a Autarquia, de modo que o deferimento do pedido incorreria em violação ao princípio da Legalidade.

Novaes complementou seu voto esclarecendo que o sigilo não deve ser sempre afastado quando há direito à informação, mas em verdade que o direito à informação não é amplo e

⁷⁷ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão n.º 6517-0/2024. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0005/6517-0.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2024.

irrestrito, como afirmado por Yazbek no PAS CVM nº 2008/0713. Por fim, afirmou que o sigilo seria o tratamento correto para aquele caso concreto, no entanto a companhia aberta em questão deveria cumprir com a obrigação de divulgar qualquer informação relevante ao mercado e a seus acionistas.⁷⁸

O entendimento delineado acima foi inclusive corroborado pela Bolsa do Brasil - B3, através de seu então Presidente Teixeira da Costa:

O fato de os procedimentos arbitrais administrados pela CAM serem sigilosos não torna a BM&F Bovespa ‘uma caixa-preta’, tampouco prejudica os acionistas das companhias listadas, porque a autarquia federal que regula tais companhias, disciplina, por meio da Instrução nº 358, a divulgação de fatos relevantes, meio adequado para que a companhia noticie ao mercado a existência de um procedimento arbitral que possa impactar os direitos dos acionistas ou sua decisão de negociar as ações de emissão da companhia. Além disso, por meio da Instrução nº 480, com a instituição do formulário de referência, a companhia deve informar, mesmo com relação aos processos sigilosos, a análise de impacto em caso de perda e os valores envolvidos. A publicação das ementas das decisões – procedimento seguido há décadas pela Câmara de Comércio Internacional – tem por objetivo exatamente a formação de uma jurisprudência consistente, aplicável a todas as situações similares.⁷⁹

Tal nota foi inclusive emitida em resposta às duras críticas recebidas pela CAM, principalmente pela autora e professora Érica Gorga, mencionada alhures, que entende que a ICVM nº 358 não seria meio suficiente para garantir acesso às informações relevantes que ocorrem nos processos arbitrais. (GORGA, 2014)

A autora argumenta que a análise dos fatos relevantes já divulgados revela que estes são limitados à instalação ou existência de procedimento arbitral envolvendo determinada companhia e que, portanto, não abarcam informações substanciais necessárias e suficientes para a formação do conhecimento do mercado. Para ela é essencial que seja realizada uma reforma do regulamento da CAM a fim de que seja excluída a cláusula sobre sigilo. (GORGA, 2014)⁸⁰

Ocorre que, recentemente, a CVM durante seminário ministrado em 2020 demonstrou preocupação pela possibilidade de que as companhias abertas não estivessem cumprindo as

⁷⁸ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão n.º 8659-0/2024. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8659-0.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2024.

⁷⁹ CÂMARA de Arbitragem da Bovespa rebate críticas de professora da GV. Conjur, São Paulo, 07 jun. 2013. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2013-jun-07/camara-arbitragem-bovespa-rebate-criticas-professora-gv/>. Acesso em: 10 ago. 2024.

⁸⁰ GORGA, Érica. Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 125-141, jan-fev. 2014, p. 134.

normas previstas na ICVM 358 quanto aos procedimentos arbitrais, visto a quantidade de casos em que fatos relevantes não foram divulgados pelas companhias.⁸¹

Assim, em 02 de maio de 2022 entrou em vigor a Resolução 80/22 da Comissão de Valores mobiliários a qual traz alterações importantes quanto a divulgação de informações, bem como inclui os processos arbitrais em sua regulamentação, vejamos:

Art. 1º Este anexo se aplica às demandas societárias em que o emissor, seus acionistas ou seus administradores figurem como partes, nessa qualidade, e:

(...)

II – nas quais possa ser proferida decisão cujos efeitos atinjam a esfera jurídica da companhia ou de outros titulares de valores mobiliários de emissão do emissor que não sejam partes do processo, tais como ação de anulação de deliberação social, ação de responsabilidade de administrador e ação de responsabilidade de acionista controlador.

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

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

§ 3º Na hipótese de uma informação acerca da existência de demanda ou de algum de seus desdobramentos configurar ato ou fato relevante, nos termos estabelecidos em norma específica, o emissor deverá também observar os termos e prazos estabelecidos naquele normativo.

(...)

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

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

a) partes no processo;

b) valores, bens ou direitos envolvidos;

c) principais fatos;

d) pedido ou provimento pleiteado;

(...)

⁸¹ VILLAS BÔAS, Bruno. Para CVM, há dúvidas se sigilo de arbitragem é praticado de forma adequada. In: Valor Econômico, Rio de Janeiro, 29 out. 2020. Disponível em: <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/10/29/para-cvm-ha-duvidas-se-sigilo-de-arbitragem-e-praticado-de-forma-adequada.ghtml>>. Acesso em: 29 out. 2020.

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

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

Percebe-se pelos artigos citados, que compõe a Resolução 80/22 da CVM, que os processos arbitrais, ainda que possuam cláusula de sigilo, deverão ser informados ao mercado, frisando-se principalmente as questões apontadas no I do artigo 2º, ou seja, partes do processo; valores, bens, ou direitos envolvidos; principais fatos; pedidos ou provimentos pleiteados.

Tal obrigatoriedade foi vista como um grande avanço por muitos juristas, no entanto, ainda existem algumas críticas ao modelo, bem como dúvidas acerca da viabilidade de sua implementação sem que as companhias possam ser prejudicadas, quando estas identificarem que a divulgação dos dados previstos no I do artigo 2º possam atravancar negócios da sociedade.

1. CONCLUSÃO

O presente trabalho tinha por intuito primordial o entendimento do aparente conflito entre o instituto do sigilo do procedimento arbitral e o princípio do full disclosure na prática das demandas societárias de companhias abertas.

Percebemos que a informação desempenha um papel central no mercado de capitais, seja para organizar o conhecimento seja para reduzir incertezas, fato que impacta diretamente no desenvolvimento da economia. Ademais, rememora-se que a transparência e a proteção das informações são fundamentais para evitar fraudes, conforme estabelecido pela LSA e pelas resoluções da CVM.

As informações relevantes permitem que os investidores façam escolhas pautadas em conhecimento sólido da atual situação das companhias, de modo a influenciar a economia não somente do Brasil, como do mundo, visto que facilita a captação de recursos para novos projetos e necessidades societárias.

Em seguida, verificamos que a regulação do mercado é pautada no princípio do full disclosure, que garante a transparência das decisões das companhias abertas, ao passo que se mostra essencial para a avaliação dos empreendimentos pelos investidores.

Ao longo do estudo, verificamos a minúcias do dever de informar previsto na LSA, onde entendemos que este é uma obrigação fundamental das companhias abertas, que visa garantir a transparência e a proteção dos acionistas e do mercado. Como podemos perceber com a evolução das normas o princípio do disclosure foi adotado de modo a obrigar os administradores das companhias a fornecer informações aos acionistas e ao mercado.

No entanto, o dever de informar não deve ser visto como algo amplo e irrestrito, em verdade, deve abarcar tão somente os fatos relevantes, ou seja, aqueles cujo teor tenham condão de influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores de comprar ou vender os valores mobiliários da companhia (EIZIRIK, 2019).

Sendo assim, em que pese as companhias abertas devam divulgar informações, ainda estariam ressalvadas informações consideradas sigilosas e que poderiam, portanto, comprometer o desenvolvimento e a saúde econômica da sociedade, motivo pelo qual muitos juristas entendem que o dever de informar seria relativizado, sendo apenas obrigatório quanto às informações importantes para o poder decisório dos investidores e acionistas.

Não obstante, verificamos que o processo arbitral desde sua adoção no ordenamento brasileiro, tem gerado demasiadas discussões, principalmente no que tange ao aspecto da confidencialidade.

Em que pese este processo seja visto com bons olhos pelas companhias abertas principalmente pela autonomia das partes, pela celeridade e pela confidencialidade, esta última, na visão de muitos juristas, ensejou em descumprimento das normas reguladoras da Comissão de Valores Mobiliários e conseqüentemente em danos ao mercado e aos investidores.

Como vimos, a doutrina até então dividia-se entre o entendimento de que seria necessária uma reformulação da legislação e das regulamentações vigentes, de modo a excluir o sigilo arbitral, bem como entre o entendimento de que apenas a determinação expressa da obrigatoriedade do dever de informar fato relevante já seria o suficiente para que fossem supridas as necessidades dos investidores.

No entanto, após reiterados casos de descumprimento do dever de informar fato relevante, a Comissão de Valores Mobiliários, através de sua Resolução nº 80/22, instituiu novas obrigações às companhias abertas, de modo a obriga-las ao fornecimento de informações

básicas acerca de toda e qualquer demanda societária, seja ela judicial ou arbitral, mesmo que protegidas pelo regulamento da instituição arbitral quanto ao sigilo e confidencialidade.

Essa alteração, muito bem recebida pelas correntes doutrinárias que viam a necessidade de alteração das normas aplicáveis ao procedimento arbitral e às companhias abertas, concluindo que as mudanças instituídas ampliaria a transparência das informações e que tal ampliação permitiria o conhecimento e avaliação de possíveis demandas que possam afetar a sociedade.

Concluimos que o conflito entre o sigilo arbitral e o dever de informar das companhias abertas, inicialmente demonstrava-se fictício. Isso pois, o conceito de fato relevante, bem como o rol exemplificativo da CVM quanto às situações que se enquadrariam como fato relevante, não demonstravam a possibilidade de real conflito com o sigilo arbitral, visto que o dever de informar era, portanto, aplicável somente aos casos específicos e não a toda e qualquer informação decorrente de demandas societárias.

No entanto, na prática a Autarquia reguladora observou que, muito embora houvesse a obrigação clara de informar fato relevante sobre procedimento arbitral, as companhias passaram a omitir as informações de modo a utilizarem a alegação de que aquelas não seriam informações relevantes ao mercado.

Dessa forma, para coibir as práticas danosas da sociedade para com o mercado e investidores, a alteração presente na Resolução 80/22 da CVM deve ser prestigiada, na medida em que evitará as omissões de fatos e atos relevantes das companhias abertas, de modo a garantir maior transparência e conseqüentemente aumentar o conhecimento dos usuários-padrão a fim de que estes possam tomar a melhor decisão quanto aos valores mobiliários disponíveis no mercado.

2. REFERÊNCIAS

Livros e Artigos:

ADAMEK, Marcelo Vieira von. Responsabilidade civil dos administradores de S/A (e ações correlatas). São Paulo: Saraiva, 2009.

BARRETO, Aldo de Albuquerque. A questão da informação. São Paulo em Perspectiva, São Paulo: Fundação Seade, v. 8, n. 4, 1994.

CAMPOS, Luiz Antonio de Sampaio. Conselho de administração e diretoria. In: LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). Direito das companhias. 2ª ed., atual. e ref. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à lei de sociedades anônimas - vol. 3. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.

CARMONA, Carlos Alberto. Arbitragem e processo: um comentário à Lei n.º 9.307/96. 3ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2009.

CRETELLA NETO, José. Comentários à Lei de Arbitragem brasileira. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 4ª ed. São Paulo: Quartier, 2019.

LIMA, Paulo C. A. Sociedades por ações: crítica-exegese. Rio de Janeiro: Edições Trabalhistas, 1977. v. 1.

MAMEDE, Gladston. Direito empresarial brasileiro: direito societário - sociedades simples e empresárias. 10. ed. rev. e atual. São Paulo: Atlas, 2018.

MARTINS, Fran. Comentários à lei das Sociedades Anônimas. Volume 2. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

MONTEIRO, André; PEREIRA, Guilherme; BENEDUZI, Renato. Arbitragem Coletiva Societária. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2021.

PARENTE, Norma Jonssen. Aspectos Jurídicos do "insider trading". Superintendência Jurídica, junho de 1978. Disponível em:
https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/aceso_informacao/serieshistoricas/estudo_s/anexos/Aspectos-Juridicos-do-insider-trading-NJP.pdf. Acesso em: 21 jul. 2024.

REQUIÃO, Rubens. Curso de Direito Comercial. Vol. 2. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.

TEIXEIRA, Sálvio de Figueiredo. A arbitragem no sistema jurídico brasileiro. Revista dos Tribunais. São Paulo, a. 86, vol. 735. jan. 1997.

TOMAZETTE, Marlon. Curso de direito empresarial: teoria geral e direito societário. 7ª ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 2016.

Legislação e Regulamentos:

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>. Acesso em: 29 jul. 2024.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm. Acesso em: 30 jul. 2024.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16385.htm. Acesso em: 21 jul. 2024.

BRASIL. Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996. Dispõe sobre a arbitragem. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Brasília, DF, 24 set. 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19307.htm. Acesso em: 1 ago. 2024.

CVM. Processo Administrativo Sancionador nº 2006/4776. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2007/20070117_PAS_RJ20064776.pdf. Acesso em: 10 ago. 2024.

Sites e Documentos Eletrônicos:

B3. Sobre segmentos de listagem. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 04 ago. 2024.

BRASIL BOLSA Balcão. Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). Regulamento. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/index.html>. Acesso em: 04.08.2024.

CÂMARA de Conciliação, Mediação e Arbitragem CIESP FIESP. Regulamento de Arbitragem. Disponível em: <https://www.camaradearbitragemsp.com.br/pt/arbitragem/regulamento.html>. Acesso em 04.08.2024.

CÂMARA DO MERCADO. Sobre a Câmara. Disponível em: <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/sobre-a-camara.html#:~:text=Criada%20em%20junho%20de%202001,os%20conflitos%20de%20cunho%20societ%C3%A1rio>. Acesso em: 04 ago. 2024.

COSTA, Roberto Teixeira da. 25 anos da Lei de Arbitragem e o papel da Câmara de Arbitragem do Mercado. Revista RI, 2024. Disponível em: <https://www.revistari.com.br/263/1928>. Acesso em: 5 ago. 2024.

CRETELLA NETO, José. Quão sigilosa é a arbitragem? Revista de Arbitragem e Mediação, São Paulo, v. 25, p. 43-70, abr./jun. 2010.

GORGA, Érica. Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro. Revista de Direito Empresarial, São Paulo, v. 2, n. 1, p. 125-141, jan-fev. 2014.

LANDRISCINA, Giulia. Conheça os quatro princípios da governança corporativa. 27 jan. 2020. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/blog/principios-de-governanca-corporativa>. Acesso em: 21 jul. 2024.

QUEEN Mary University of London. School of International Arbitration. 2018 International Arbitration Survey: the evolution of international arbitration. Disponível em: <http://www.arbitration.qmul.ac.uk/research/2018/>. Acesso em: 04 ago. 2024.

VILLAS BÔAS, Bruno. Para CVM, há dúvidas se sigilo de arbitragem é praticado de forma adequada. In: Valor Econômico, Rio de Janeiro, 29 out. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/10/29/para-cvm-ha-duvidas-se-sigilo-de-arbitragem-e-praticado-de-forma-adequada.ghtml>. Acesso em: 29 out. 2020.