

ANÁLISE PRÁTICA DAS CÂMARAS ARBITRAIS E DA ARBITRAGEM NO BRASIL

ORGANIZADORES

Ronaldo Vasconcelos

Fernando Maluf

Giovani Ravagnani Santos

Daniel Tavela Luís



**EDITORA
IASP**

ARBITRAGEM E INVESTIDORES DO MERCADO DE CAPITAIS

Fernando Ronco¹

Lucas Cazarim²

Luis Fernando Kuyven³

Sumário: 1. Introdução. 2. Demandas de mercado de capitais. 3. Especificidades das relações entre investidores e companhias abertas. 4. Das repercussões de tais demandas na esfera arbitral.

1. INTRODUÇÃO

As demandas societárias são um fenômeno bastante atual e cada vez mais recorrente em nosso direito pátrio. Podem assumir contornos dos mais diversos e imagináveis, a depender, em especial, do interesse em jogo e das partes nelas envolvidas. Muitas vezes dizem respeito a divergências entre acionistas, e

1. Mestrando em Direito Comercial pela Universidade de São Paulo – USP, pós-graduado em Economia de Negócios pela Escola de Economia de São Paulo, da Fundação Getúlio Vargas, especialista em Arbitragem pela Escola de Direito de São Paulo, da FGV/Direito, e graduado pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo – PUC/SP. Tem destacada atuação em consultivo empresarial, contencioso e arbitragem.

2. Especialista em Resolução de Conflitos com cursos em arbitragem pela School of International Arbitration da Queen Mary University of London e de capacitação em Conciliação e Mediação, pelo IMAB, Instituto de Mediação e Arbitragem do Brasil. Graduado pela Universidade Presbiteriana Mackenzie. Atua em disputas societárias e de mercado de capitais, além de litígios comerciais e conflitos envolvendo operações de infraestrutura e energia.

3. Advogado com atuação marcante em grandes disputas societárias, de mercado de capitais e contratuais em geral, ramos em que também é árbitro e parecerista. Ex-Professor do Mackenzie e da Université de Strasbourg, leciona atualmente em alguns cursos de pós-graduação. Além de suas conhecidas obras em direito empresarial e arbitragem comercial, é um destacado jurista em direito comparado, sendo um membro ativo das principais instituições jurídicas internacionais.

apenas entre estes. Outras vezes, entre a companhia e seus administradores e/ou controladores. E, ainda, não são raras as divergências existentes entre os acionistas e a própria companhia. Neste caso, tais divergências se darão não somente em hipóteses em que os acionistas venham a reclamar o recebimento de dividendos distribuídos e não pagos, mas sobretudo em razão da quebra de deveres próprios de companhias abertas em face de seus acionistas de mercado. E, justamente, sobre estas últimas demandas de mercado de capitais que enfocaremos o presente estudo.

Pretende-se, para tanto, expor, a seguir, uma breve análise (i) das características de tais demandas, (ii) da natureza da relação jurídica mantida entre investidores e companhias abertas, e, por fim, (iii) das especiais repercussões de seu desenvolvimento na esfera arbitral.

2. DEMANDAS DE MERCADO DE CAPITALIS

A despeito dos deveres atribuídos aos administradores e aos controladores em face da companhia, perante terceiros (e sobretudo os seus investidores) é a própria companhia quem responde por danos a eles causados. Seja porque é a companhia quem figura como parte nas relações negociais mantidas com seus clientes, fornecedores e credores, seja porque é também a própria companhia quem está sujeita a um dever geral de informação em face dos investidores que negociem – em bolsa – os valores mobiliários de sua emissão.

Não que respeita especificamente ao dever de informação da companhia aberta, junto a seus investidores, é de se salientar que isso se dá não por conta da relação societária existente entre os investidores, enquanto titulares de ações de emissão dessa sociedade anônima, mas, sobretudo, em virtude da relação de investimento mantida entre os mesmos no mercado de bolsa. É sabido que o objeto e a própria razão de ser do Direito do Mercado de Capitais é a proteção do investidor; o acesso à poupança popular impõe uma série de deveres e obrigações às companhias abertas que não são exigidos das fechadas.

Nesse sentido, as regras de informação ao mercado visam à proteção do investidor, permitindo que o mesmo, de maneira informada e esclarecida, decida manter, vender ou comprar determinado papel negociado em bolsa. À evidência, não se trata do mesmo objeto e finalidade do direito de informação outorgado

às minorias acionárias enquanto órgãos de fiscalização das sociedades anônimas, inclusive daquelas fechadas. Daí a razão da previsão de regimes jurídicos e leis distintas para regular relações de naturezas diversas.

Mais do que títulos de participação, as ações de emissão de companhias abertas constituem propriamente “instrumentos financeiros”, os quais são transacionados – nos mercados primário ou secundário – em decorrência especificamente de suas expectativas de rentabilidade. Ou seja, mais do que acionistas interessados em participar do funcionamento da sociedade, mediante, e.g., o exercício de seu direito de voto em assembleia, tais investidores, em regra, compram e vendem referidas ações tendo em vista projeções e análises que são realizadas exclusivamente a partir de suas informações financeiras⁴.

Diferentemente do que ocorre em uma transação privada – na qual, em regra, é o vendedor quem garante o comprador em relação à integridade da participação acionária transacionada – nas negociações “despersonalizadas” efetuadas no ambiente de bolsa quem assegura a integridade de referidas transações é a própria companhia emissora, mediante o oferecimento de informações dignas aos investidores e ao próprio mercado.

Isso quer dizer que, diante da submissão de suas ações à negociação em bolsa, cria-se para a companhia um dever de informação – externa corporis – face aos seus investidores, o qual deve coexistir com os demais deveres fiduciários – interna corporis – atribuídos pela Lei n. 6.404/76 (“Lei de S/A”) a administradores e controladores perante a sociedade.

Isso é, exatamente, o que se verifica da Lei n. 6.385/76, ao exigir da Comissão de Valores Mobiliário – CVM a expedição de normas sobre a divulgação

4. Como bem salienta YVES DE CORDT, “au-delà du droit à l'information dont bénéficient les actionnaires à charge des administrateurs, des règles, issues principalement du droit financier, tendent, pour les sociétés cotées en bourse, à assurer une information de plus en plus complète du marché et du public en général. Cette réglementation s'inscrit dans le courant législatif qui s'est attaché à promouvoir la notion de << transparence >> dans notre droit. Les droits à l'information résultant de ces réglementations diffèrent de ceux conférés aux actionnaires par le Code des sociétés. En effet, la protection de l'actionnaire se confond ici avec celle des investisseurs et contribue au bon fonctionnement du marché. L'actionnaire n'est pas tant protégé en qualité de partie au contrat de société ou sujet d'une institution qu'en qualité d'intervenant sur le marché des capitaux”. (L'Égalité Entre Actionnaires. Bruylant Bruxelles, 2004, p. 826)

de informações por parte de companhias emissoras de valores mobiliários⁵. E, não são poucas as informações. A Instrução CVM n. 480/09 requer que essas sociedades abertas⁶ divulguem aos seus investidores um extenso rol de informações periódicas (e.g., demonstrações financeiras⁷) e eventuais (e.g., fato relevante⁸), impondo-lhes (ao lado de eventuais responsabilidades de seus administradores e controladores) responsabilidade direta pelo seu descumprimento⁹.

Os danos causados aos investidores de mercado também não se confundem com aqueles que possam ser eventualmente sofridos pela própria companhia em decorrência de condutas abusivas de seus controladores e administradores. Os danos causados aos investidores são resultado especificamente da oscilação indevida do preço das ações da companhia. Isso pode decorrer de práticas não equitativas, de manipulação de preços por parte de agentes de mercado (e.g., corretores, analistas e consultores de valores mobiliários), ou mesmo da atuação ilícita de administradores da companhia que negociem suas ações com informações privilegiadas (incorrendo, com isso, na prática de insider trading).

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

§1º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre:

I – a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação¹⁰

6. Art. 13 – O emissor deve enviar à CVM as informações periódicas e eventuais, conforme conteúdo, forma e prazos estabelecidos por esta Instrução.

Art. 14 – O emissor deve divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro.

7. Art. 21 – O emissor deve enviar à CVM por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações periódicas:

(...)
III – demonstrações financeiras;

8. Art. 30 – O emissor registrado na categoria A deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações eventuais:

(...)
X – comunicação sobre ato ou fato relevante, nos termos e prazos estabelecidos em norma específica;

9. Art. 46 – A responsabilidade atribuída ao diretor de relações com investidores não afasta eventual responsabilidade do emissor, do controlador e de outros administradores do emissor pela violação das normas legais e regulamentares que regem o mercado de valores mobiliários.

Mas, pode igualmente ser resultado da prestação de informações *viciadas* por parte da companhia, gerando expectativas indevidas aos investidores em relação a suas atividades.

Nesse sentido não é diferente o que estabelece a Lei n. 7.913/89. Embora outorgue ao Ministério Público, na qualidade de substituto processual dos investidores de mercado (indistintamente considerados), a prerrogativa de – por meio de ação civil pública – responsabilizar as companhias abertas pelos danos a estes causados, o referido diploma legal também reconhece expressamente o direito de ação individual daqueles investidores que preferirem diretamente responsabilizá-la pela violação de seu dever de informação¹⁰.

É de se reiterar, com efeito, que tais investidores de mercado se relacionam com a companhia investida tendo em vista precipuamente seus interesses individuais, seja por conta dos resultados que possam lhe ser distribuídos ou das expectativas de valorização de suas ações. Não agem, pois, na qualidade de acionistas minoritários que, enquanto verdadeiro órgão da companhia, constituem contraponto ao controlador na tutela do interesse social.

Os custos para a participação ativa de um investidor de mercado junto a companhia são, de modo geral, muito elevados¹¹. Embora determinados investidores institucionais tenham, em certa medida, participação ativa na fiscalização das atividades sociais, mediante o exercício de prerrogativas atribuídas pela lei societária às minorias acionárias (e.g., eleição de membros aos conselhos

10. Art. 1º – Sem prejuízo da ação de indenização do prejudicado, o Ministério Público, de ofício ou por solicitação da Comissão de Valores Mobiliários – CVM, adotará as medidas judiciais necessárias para evitar prejuízos ou obter ressarcimento de danos causados aos titulares de valores mobiliários e aos investidores do mercado, especialmente quando decorrem de:

(...)
III – omissão de informação relevante por parte de quem estava obrigado a divulgá-la, bem como sua prestação de forma incompleta, falsa ou tendenciosa.

11. A despeito das ressalvas que devem ser feitas quando da transposição da experiência norte-americana à realidade brasileira, veja o que salientam Frank Easterbrook e Daniel Fischel: “When many are entitled to vote, none expects his votes to decide the contest. Consequently none of the voters has the appropriate incentive to study the firm’s affairs and vote intelligently.” (...) Those who have more shares, such as investment companies, pension trusts, and some insiders, do not face the collective action problem to the same extent. Nonetheless no shareholder, no matter how large his stake, has the right incentives unless that stake is 100 percent”. (The Economic Structure of Corporate Law, Harvard, 1991, pp. 66-67).

de administração e fiscal, pedidos de informações e proposição de demandas voltadas à responsabilização de seus administradores e controladores), grande parte dos investidores tomam suas decisões de investimento apenas e tão-somente a partir de informações que lhe são prestadas sponte propria pela companhia.

Dai porque a relevância do dever de informação das companhias abertas frente à integridade do mercado de capitais. Informações prestadas de maneira defeituosas e não fidedigna geram efeitos perversos para o adequado funcionamento do mercado; induzem os investidores (atuais e potenciais) a erros gravíssimos e à incorreta precificação de seus papéis¹².

Dito isso, havendo um inegável dever de informação da companhia frente a seus investidores, não há que se negar a estes últimos um correspondente direito de indenização em hipóteses em que se verifique uma flagrante violação desse dever informacional ao mercado.

¹² Nesse sentido é o que bem asseveram Gerard Hertig, Reinier Krakman e Edward Rock: "The case for mandatory disclosure assumes that firms will, not disclose sufficient, or sufficiently comparable, information without it. Several theoretical arguments support this view. (...) Tying mandatory disclosure to legal liability provides an alternative way to assure the market about the quality of a company's disclosure and the credibility of its commitments to continue honest disclosure in the future. (...) Mandatory disclosure functions principally, though not exclusively, to inform share prices. The familiar yet remarkable fact is that the disparate traders in modern markets – uninformed investors, savvy stock pickers, arbitrageurs, computers trading on autopilot, short sellers, 'technical' traders, etc. – often impound new information into price extremely rapidly. (...) In addition to mandating disclosure, lawmakers and stock exchanges also impose 'quality' restrictions on companies with securities traded on public markets. Indeed, all law that exclusively targets 'listed' or 'public' companies – i.e., much of the law that we have discussed in earlier chapters – protects public investors by bolstering the quality of publicly-traded corporations. In general terms, the case for these quality controls resembles the case for mandatory disclosure. Unlike the failure of a closely held firm, the failure of a publicly-traded firm harms distant investors and raises capital costs for other companies trading in the same market. Moreover, imposing a more uniform regime on publicly-traded companies increases their transparency, reduces information costs for investors, and may even be viewed as a kind of 'delegated contracting'." (Issuers and Investor Protection. In: The anatomy of corporate law: a comparative and functional approach. 2 ed. Oxford University Press, 2009, pp. 278, 280 e 289)

3. ESPECIFICIDADES DA RELAÇÃO ENTRE INVESTIDORES E COMPANHIAS ABERTAS

É de se salientar, desde logo, que a cada investidor assiste um direito individual de indenização em face da companhia. E, a indenização pleiteada deve corresponder, proporcionalmente, à extensão do dano causado pela quebra do dever de informação ao mercado.

Não obstante a individualidade do dano sofrido por cada investidor, é inegável o caráter homogêneo do direito de indenização atribuído aos investidores atingidos pela quebra do dever de informação pela companhia. Tais direitos podem, assim, ser perfeitamente compreendidos como direitos individuais homogêneos, permitindo que os investidores se beneficiem da identidade de suas pretensões para, de forma coletiva, acionar a companhia.

Apesar de sua identidade e homogeneidade, tais direitos são dotados de um nítido conteúdo patrimonial, sendo, pois, totalmente disponíveis. Figuram, assim, à parte dos direitos indisponíveis, ainda que sua tutela possa ser empreendida pelo Ministério Público^{13 e 14}.

Formam os investidores, entre si, um litisconsórcio simples e, também, de caráter facultativo.

¹³ "Em se tratando de direitos homogêneos decorrentes de relações de consumo, o princípio dos legitimados ativos elatos pelo art. 82 do CDC (Lei 8.078/90) é justamente o Ministério Público. Além desta, prevista no Código do Consumidor, há outras hipóteses de legitimação do Ministério Público para demandar em juízo a tutela coletiva em prol de direitos de natureza individual e disponível: a da Lei 7.913, de 7.12.1989, que o legitima a propor ação de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, e a do art. 46, da Lei 6.024, de 13.03.1974, para propor ação de responsabilidade pelos prejuízos causados aos credores por ex-administradores de instituições financeiras em liquidação ou falência. Nas três hipóteses – danos decorrentes de relações de consumo, de investimentos em valores mobiliários e de operações com instituições financeiras –, os direitos lesados são, por natureza, individuais, disponíveis e disponíveis." (RE 631111/GO, Plenário, STF, Rel. Min. Teori Zavascki, j. 06 e 07/08/2014).

¹⁴ " (...) o tratamento coletivo não altera a existência do direito posto em causa, que em especial no que tange aos direitos individuais homogêneos, ainda permanece divisível e disponível em sua natureza. Foi a partir disso que se conduziu pela manutenção da disponibilidade desses direitos, mesmo que eventualmente recebam tratamento coletivo na esfera processual". (MARIANI, Rômulo Greff. Arbitragens Coletivas no Brasil, São Paulo, Atlas, 2015, p. 59).

Vale lembrar, nos termos do artigo 113 do CPC¹⁵, que o litisconsórcio ocorre sempre que duas ou mais pessoas se encontrem no mesmo polo do processo, seja como autores ou réus. Trata-se, assim, de hipótese de cumulação subjetiva de sujeitos no polo ativo, passivo ou em ambos.

Ele será facultativo quando a sua formação for possível, porém não obrigatória; de outra sorte, será necessário, quando sua formação se impõe de forma compulsória. Em linhas gerais, o litisconsórcio necessário somente ocorrerá quando (i) expressamente previsto em lei, ou, então, (ii) quando houver uma indissolubilidade da situação jurídica sub iudice que impeça que a providência jurisdicional seja dada a uma parte sem que se atinja a esfera jurídica dos demais litisconsortes. Salvo nestas hipóteses excepcionais, sua aplicação excessiva implicaria restrição ao direito de ação individualmente garantido a cada parte.

Já em relação ao tratamento que se dará aos litisconsortes, no âmbito da natureza jurídica da situação material subjacente, o litisconsórcio será unitário¹⁶, nos casos em que a decisão a ser proferida tenha que ser de igual teor para todos os litisconsortes; ou, então, será simples, quando se puder conceder tratamento distinto para um e outro litisconsorte.

Aliás, o litisconsórcio necessário não é obrigatoriamente unitário, nem o litisconsórcio facultativo é necessariamente simples. Existem casos onde a sentença deve ser uniforme para todas as partes, mas o litisconsórcio será facultativo, ao passo que em outros casos a sentença não será uniforme para todas as partes, entretanto, o litisconsórcio é necessário.

No caso presente, será simples porque, embora a sentença possa ser idêntica em relação a todos os investidores, assim também poderá não o ser. E será facultativa pois a ausência de um ou outro investidor nada impedirá que o juízo competente profira decisão definitiva em relação àqueles que figurem como parte de referida demanda societária. Nada impede, obviamente, aos demais, que

15. Art. 113 – Das ou mais pessoas podem litigar, no mesmo processo, em conjunto, ativa ou passivamente, quando:

I – entre elas houver comunhão de direitos ou de obrigações relativamente à lide;

II – entre as causas houver conexão pelo pedido ou pela causa de pedir;

III – ocorrer afinidade de questões por ponto comum de fato ou de direito.”

16. Art. 116 – O litisconsórcio será unitário quando, pela natureza da relação jurídica, o juiz tiver de decidir o mérito de modo uniforme para todos os litisconsortes³.

não figuraram na demanda coletiva, individualmente acionarem a companhia, não figuraram os prazos prescricionais. Diferentemente das “class actions” desde que respeitados os prazos prescricionais. Diferentemente das “class actions” norte-americanas e de nossas ações civis públicas (estas propostas por substitutos processuais e cujos efeitos atingem a todos aqueles que não ajuizarem demandas individuais), a ação em questão não produz qualquer efeito “erga omnes”, tendo eficácia de coisa julgada tão-somente em relação àqueles que dela fizeram parte.

A ação conjunta de investidores é muito virtuosa no sentido de coibir abusos da companhia aberta frente ao mercado e de promover maior clareza sobre a realidade econômico-financeira de seus negócios, com redução de assimetrias informacionais e criação de padrões de comportamento que deem mais eficiência ao mercado de capitais. Somente com essa transparência e garantia de meios efetivos de indenização a investidores eventualmente prejudicados por informações não fidedignas, poderemos nos tornar um mercado confiável para os investidores domésticos e internacionais, a exemplo do que ocorre em outros países, dotados de mercados de capitais mais maduros e desenvolvidos.

4. DAS REPERCUSSÕES DE TAIS DEMANDAS NA ESFERA ARBITRAL

Tais demandas, de iniciativa de investidores de mercado de capitais em face de companhias abertas, são, a propósito, perfeitamente compatíveis com as regras e princípios que regem o sistema arbitral. A especialidade de seus tribunais pode, inclusive, ser uma enorme vantagem quando da compreensão de questões técnicas, que nem sempre são bem aprofundadas no juízo estatal. No entanto, estas demandas somente poderão ser efetivamente difundidas na esfera arbitral se instituídos mecanismos legítimos e eficientes de superação de barreiras típicas desse ambiente privado de resolução de controvérsias. Os custos elevados e a confidencialidade são, nesse aspecto, os mais relevantes limitadores para o pleno exercício do direito de ação de investidores junto às companhias.

A recente revisão de nossa lei societária (resultante na inclusão de seu artigo 136-A), ao tornar obrigatória a arbitragem em face de todos os acionistas de uma companhia que – em assembleia geral – tenha aprovado, por maioria, a inclusão de cláusula compromissória em seu estatuto é, aliás, ingrediente adicional à inibição de tais demandas societárias.

Para um investidor – individualmente – em regra será bastante oneroso acionar a companhia junto a um tribunal arbitral. Embora um dado investidor faça jus a determinada indenização em face da companhia, o custo elevado da submissão de referida controvérsia à jurisdição arbitral pode não justificar – economicamente – a mobilização deste investidor em face da mesma¹⁷. Nesta hipótese o custo da arbitragem constitui barreira indevida ao investidor, a caracterizar clara hipótese de cerceamento do acesso à Justiça e encorajamento a condutas oportunistas de abuso de poder de controle. Daí porque parcela da doutrina – ainda que, infelizmente, não seja majoritária – faça severas críticas à imposição obrigatória de cláusulas compromissórias estruturadas por parte de uma maioria acionária em face de investidores minoritários, normalmente dispersos no mercado¹⁸.

Tal situação é ainda mais preocupante em companhias com controle majoritário, em que o controlador – ou grupo de controladores vinculados por acordo de acionistas – aprove a inclusão de cláusula compromissória no estatuto da companhia como medida de inibição da ação de sua minoria acionária. Nesta hipótese, nem que quisessem tais investidores poderiam se articular entre si para fazer prevalecer sua vontade. Estes restam, assim desamparados diante da vontade do bloco de controle que, abusivamente, dispõe da cláusula compromissória como artifício de inibição da ação e fiscalização da minoria acionária¹⁹.

17. Por exemplo, um investidor que pleiteie uma indenização de 50 mil reais em face da companhia, terá junto ao CAM-CCBC (de acordo com consulta à calculadora disponível em seu portal eletrônico) deverá desembolsar, de sua parte, o montante de 166,5 mil reais, sendo 4 mil reais referente à taxa de registro, 50 mil reais à taxa de administração, e 112,5 mil reais aos honorários de um painel composto por três árbitros.

18. CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, v. II, 6ª ed., São Paulo, Saraiva, 2014, p. 390 e ss.

19. **AGRAVO DE INSTRUMENTO – SOCIEDADE ANÔNIMA – Ação anulatória c.c. indenizatória Insurgência contra decisão que deferiu pedido de antecipação de tutela, para suspender a validade e a eficácia da deliberação da assembléia geral extraordinária, no que tange à alteração do estatuto social da empresa, com estipulação de multa diária para o caso de descumprimento da ordem judicial – Alteração do estatuto social da empresa para a inserção da concessão de arbitragem como meio de solução de conflitos oriundos do próprio estatuto e entre os acionistas e/ou administradores – Situação descrita nos autos que indica grande dificuldade econômica da empresa – Quadro que se afigura oposto a esboço de meio de solução de conflitos mais dispendioso – Deliberação que aparenta contrariedade ao art. 116, parágrafo único, da Lei 6.404/1976. Possibilidade de caracterização da conduta descrita no art. 117, §1º, “c” da Lei 6.404/1976 – Existência de diversas ações em curso entre as mesmas partes, demonstrando grande conflito entre os acionistas. Direito garantido pelo art. 5º, XXXV da Constituição Federal que deve ser preservado, até mesmo no interesse**

Nem se diga que existam paliativos eficientes para a excessiva onerosidade da arbitragem frente aos investidores de mercado. Há quem defenda a constituição de uma reserva, pela companhia, para custeio de referidas demandas. Entretanto, a despeito da ausência de qualquer exigência legal nesse sentido, parece-nos difícil (i) exigir da companhia, de antemão, a definição de um montante de recursos a serem destinados a esta reserva, bem como (ii) impor à companhia e a seus administradores que, posteriormente, façam um controle de eventuais excessos que possam ser revertidos às suas próprias atividades. Também não nos parece razoável que a companhia, antecipadamente, assumira todos os ônus de demandas que venham a ser propostas pelos seus investidores. Estes – ou ao menos parte destes – podem ter razão em seus pleitos, mas podem também não o ter. Assim, não seria justo e equitativo que a companhia tivesse seus recursos onerados para tal fim.

Do mesmo modo, não nos parece razoável admitir que o financiamento por terceiros seja a “divina pomada” para esta questão. E isso por uma singela razão: não sendo positiva a relação custo/retorno da arbitragem para o investidor, não haveria de existir qualquer interesse de terceiros financiadores – seja qual for a modalidade de financiamento estabelecida – de ingressar em determinada arbitragem a ser proposta em face da companhia.

A principal, senão a única, solução para este problema é a chamada arbitragem “coletiva” de investidores de mercado em face da companhia²⁰. Aqui, entretanto, a transparência é medida que se impõe para a eficiência e garantia de acesso à Justiça por parte desses investidores. Há uma série de fatores (custos, interesses, estratégias, etc.) que podem levar tais investidores a se unirem em face

da boa administração da empresa – Versosimilhança das alegações e risco de dano de difícil reparação que se fazem presentes. Decisão de concessão da antecipação da tutela mantida”. (AI nº 2031444-61.2016.8.26.0000, 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. TJDSP. Rel. Caio Marcelo Mendes de Oliveira, J. 14/12/2016) (Grifamos)

20. Nesse sentido é o que bem aponta ANA LUIZA NERY: “As ações coletivas, por sua vez, são um instrumento de economia processual, promovem o acesso à justiça e a aplicação do direito material. O simples fato de substituir milhares de ações individuais por apenas uma grande ação coletiva já justificaria a economia processual atingida pelas arbitragens coletivas. A promoção do acesso à justiça nas lides coletivas se verifica tendo em vista a possibilidade de se discutir em juízo violações em massa de direitos e de se buscar uma tutela jurisdicional que atenda aquela coletividade, independentemente do dano atribuído a cada indivíduo (por vez, as pretensões individuais são não reduzíveis que a proposição de ações individuais seria financeiramente inviável)”. (In Arbitragem Coletiva, São Paulo, RT, 2016, p. 295).

da companhia, algo que isoladamente talvez jamais conseguiriam. Isso, todavia, somente será possível se a ideia de confidencialidade não for tida como medida intransponível para referidas arbitragens de mercado de capitais.

Para tanto, é fundamental que se exija padrões objetivos das companhias quando da divulgação de fato relevante sobre a existência de tais demandas, em face do quanto do disposto na Instrução CVM n. 358/02²¹, que expressamente elenca a "propositura de procedimento arbitral" como fato que pode afetar a situação econômico-financeira da companhia.

No entanto, há que se salientar que a linguagem propositalmente aberta e apenas exemplificativa de referida norma deixa à discricionariedade das companhias a interpretação do que poderia afetar a coração de suas ações e, assim, o cumprimento do dever de informação, sem qualquer sanção por parte daquela. Autarquia à companhia que eventualmente deixe de observá-lo. Isso pode tornar inócua a regra, em prejuízo dos interesses dos investidores, que mal informados perdem a oportunidade de exercer seus legítimos direitos.

Também seria essencial que se permitisse a todo e qualquer investidor legitimado²² – interessado e vinculado à cláusula compromissória – acesso aos autos da arbitragem, seja mediante disponibilização pela instituição que administra o procedimento arbitral, seja mediante disponibilização pela própria companhia, de modo que tivessem plenas condições de análise e decisão a respeito da viabilidade e oportunidade de seu ingresso em referida demanda arbitral. O sigilo da arbitragem deve ser tido no limite da garantia da privacidade de informações que possam colocar em risco as atividades da própria companhia.

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

(...)
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."

22. Aqui, entende-se por "colegitimado" todo investidor que seja titular de direito de ação em face da companhia e que – por estar submetido a determinada cláusula compromissória – possa acioná-la pela via arbitral. Apesar de congrega diversos investidores no polo ativo, trata-se de demanda proposta em nome próprio, tendo em vista o ressarcimento de dano causado direta e individualmente a cada investidor.

ou então os interesses das demais partes envolvidas na arbitragem. Jamais como artifício de impedimento à legítima iniciativa conjunta de investidores de mercado junto à companhia em que investem. Aliás, nesta hipótese, não há que se esquecer do relevante interesse público a justificar a publicidade de tais demanda de mercado de capitais²³.

Quanto aos mecanismos de acesso propriamente ditos, embora ainda não tenha se dado toda a atenção especial que o tema merece, algumas das câmaras de arbitragem brasileiras já têm feito um trabalho elogiável. Seus regulamentos – de linha com o que há de mais moderno nessa matéria – prevêm, ainda que de forma genérica, instrumentos de intervenção de terceiros na arbitragem que, de um modo geral, têm permitido que investidores interessados submetam pedidos de ingresso em procedimentos já instaurados²⁴.

Trata-se do que, em processo civil, costuma-se denominar por "litisconsórcio facultativo superveniente", que se opera por meio do ingresso de um terceiro – ou até mesmo de vários terceiros – em processo já em andamento, sob a forma de "assistência litisconsorcial"²⁵.

23. "Não obstante, são suficientes para os limites da condução que, por ora, se busca atingir, a saber: a proteção dos consumidores e dos investidores no mercado financeiro e de capitais a saber: não apenas interesse individual do próprio lesado, mas interesse da sociedade como um todo." (RE 631111/GO, Plenário. STF. Rel. Min. Teori Zavascki. J. 06 e 07/08/2014)

24. É o que podemos encontrar no Regulamento da Câmara do Mercado – CAM, por exemplo, ao dispor expressamente em seu item 6.1 sobre a possibilidade intervenção de terceiros no procedimento arbitral: o Regulamento da ARBITAC também prevê a inclusão de terceiro em seu artigo 8º, dispondo que a análise *prima facie* será feita pela Câmara e deverá considerar indícios de relação jurídica com a demanda ou as partes. Igualmente o Regulamento da CAMFIEP, ao dispor sobre a adição de partes ao procedimento, prevê em seu artigo 9º que será admitida a intervenção de terceiro em arbitragens em curso se o terceiro estiver vinculado a Convenção de Arbitragem e existir o consentimento de todas as Partes. Neste último caso, no entanto, qualquer objeção por parte da companhia seria, pois, suficiente para que o ingresso de novos investidores na arbitragem fosse impedido e frustrada eventual iniciativa coletiva.

25. Nesse sentido é exatamente o que afirmam Luiz Rodrigues Wambier e Eduardo Talamini: "Há ainda a hipótese do litisconsórcio facultativo superveniente. Alguém que é terceiro em relação ao processo (i.e., até então não era parte no processo) espontaneamente comparece ao processo demonstrando que reúne condições de ser litisconsorte facultativo de alguma das partes. O seu ingresso poderá ser aceito, sob a forma de assistência litisconsorcial, nos limites em que essa é admissível (...). Nesse caso, a facultatividade é conferida ao terceiro: se presentes os requisitos da assistência litisconsorcial, as partes originárias do processo não podem opor-se a ela (ressaltada, também aqui a hipótese do art. 113, §1º)". (Curso Avançado de Processo Civil, v. 1, 17ª ed., São Paulo, Revista dos Tribunais, 2018, p. 339)

Embora pleiteiem seu ingresso no procedimento arbitral na qualidade de assistentes litisconsorciais, os investidores são verdadeiros legitimados, e tão logo tenham o seu pleito admitido junto à câmara de arbitragem ou tribunal arbitral (caso este tenha sido constituído), passam à qualidade de parte da arbitragem tanto quanto aqueles que desde o início nela já figuravam.

Com efeito, enquanto não tivermos uma legislação que preveja a possibilidade de uma sentença arbitral ter efeitos sobre toda uma classe de beneficiários, principalmente em hipóteses em que os mesmos sejam dotados de direitos individuais homogêneos, como já ocorre em outros países, os árbitros e membros das instituições arbitrais devem garantir aos investidores legitimados um ambiente eficaz de atuação coletiva e coordenada. Na ausência de uma regra específica, essa participação deve ser assegurada através dos mecanismos habituais de ingresso de terceiros, conforme previstos nos regulamentos das principais câmaras de arbitragem brasileiras.

Sob pena de tornar inúteis esses instrumentos de integração e, sobretudo, de cercar o acesso efetivo dos investidores à Justiça, não se deve impedir que eles participem de procedimento em que tenham interesse comum e para os quais estejam legitimados. Esse ingresso pode ser negado tão somente em caso de (i) reconhecida incapacidade do interessado, (ii) eventual desvinculação à cláusula compromissória ou à relação jurídica em causa, ou (iii) de grave negligência do interessado que, mesmo tendo sido devidamente informado, deixou de manifestar sua vontade de aderir à arbitragem em momento oportuno. Com efeito, a depender do estágio em que se encontre o procedimento, o ingresso de outro legitimado, se não for inviável, ao menos poderá ser muito perturbador para o curso regular da arbitragem. Em regra, quando já nomeados os árbitros e instruída a arbitragem, a ampliação subjetiva de um dos polos da demanda, mediante apresentação de novos elementos de prova e de direito, poderá afetar o curso do procedimento para as demais partes, sendo pouco razoável.

De todo modo, a possibilidade de participação coletiva de investidores nesses procedimentos arbitrais (seja como parte ou mesmo como assistente litisconsorcial), constitui contrapeso fundamental para o quanto previsto no artigo 136-A da Lei de S/A, que impõe a todo e qualquer investidor, mesmo contra vontade, a sua submissão à jurisdição arbitral.

Nesse sentido, a reunião de investidores em torno de uma *mesma* demanda é uma forma eficaz de dividir custos, criar sinergia e oportunizar um procedimento arbitral que individualmente seria inviável. À impossibilidade de recorrer ao Judiciário deve corresponder uma alternativa razoável de acesso à Arbitragem, sob pena de cerceamento do acesso à Justiça.

A atuação e a preocupação constantes das instituições arbitrais brasileiras em aperfeiçoarem seus respectivos regulamentos, tendo em vista a compreensão das necessidades e complexidades que são inerentes às lides de mercado de capitais, é questão fundamental para manter a Arbitragem como um método adequado de resolução de conflitos empresariais.

Enfim, nenhum outro ramo do Direito se adapta tão bem à arbitragem como o empresarial. A dinâmica e especialidade das relações empresariais fizeram com que as companhias abraçassem, desde o início, esse meio de solução de controvérsias mais célere e flexível, tornando as disputas societárias e de mercado o principal terreno de desenvolvimento da Arbitragem no Brasil. No entanto, impõe-se uma maior reflexão a respeito da adequação das regras gerais de arbitragem às peculiaridades de determinados conflitos, notadamente aqueles que envolvem direitos individuais homogêneos como aqueles ora em discussão. A prática empresarial, com sua constante evolução e dinamismo, exige uma definição legal, regulatória e doutrinária específica sobre a transparência de referidos conflitos e os meios de efetiva participação dos investidores nos procedimentos arbitrais.