

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE DIREITO

Gian Carlos Viecili

CONFIDENCIALIDADE, ARBITRAGEM E COMPANHIA ABERTA

Porto Alegre

2018

GIAN CARLOS VIECILI

CONFIDENCIALIDADE, ARBITRAGEM E COMPANHIA ABERTA

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Klein Zanini

Porto Alegre

2018

GIAN CARLOS VIECILI

CONFIDENCIALIDADE, ARBITRAGEM E COMPANHIA ABERTA

Trabalho de conclusão de curso apresentado à Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Jurídicas e Sociais.

Orientador: Prof. Dr. Carlos Klein Zanini

Aprovada em ___ de dezembro de 2018.

Prof. Dr. Carlos Klein Zanini
Orientador

Profa. Dra. Vera Maria Jacob de Fradera

Lucas Gerhardt Gavronski

ABSTRACT

This work aims to promote an analysis of the clash between the frameworks of two growing-size figures in modern litigation, arbitration and publicly-held companies. Within the set groundwork, it shall address procedural confidentiality in dispute resolution and disclosure obligations under Brazilian law.

The importance behind such an analysis comes to surface when we consider the recent dissemination of arbitration amongst open corporations, fostered by later modifications in Brazilian legislation and corporate governance regulation. There is no doubt that these changes came for the better. The legal framework was adapted to better suit the needs of the market, due to a great synergy between publicly-held companies and arbitration as a dispute resolution mechanism, as opposing to the unsuitability posed by the Brazilian judiciary. Notwithstanding, this work shall not focus on matters surpassed by legislative reform, neither on why arbitration should be valued in corporations, since both subjects have already been widely addressed by scholars.

On the other hand, little attention has been given to maybe one of the most troublesome and sensible point of arbitration's usage in publicly-held companies: confidentiality. In this regard, arbitration and securities regulation, on a *prima facie* view, seem to point toward opposite directions. Arbitration has always been associated with discretion and confidentiality, which is considered to be one of the main reasons to choose it, while the regulation that surrounds publicly-held companies requires a high degree of transparency, including the public disclosure of the existence and, in some cases, the details of the dispute resolution procedure.

As a consequence, it is evident that complex scenarios may arise from the opposing nature of the two figures in practice, especially in light of the sheer size of the economic activities and large number of interests commonly associated with publicly-held companies. Within those frames, there is no denying the potential impact of the disclosure (or lack thereof) of high-relevance litigation to the company, its shareholders and the market.

Our attention shall be directed precisely to the difficulties brought forward by such a framework. We shall, therefore, aim to establish a solid theoretical approach regarding confidentiality issues within the juxtaposition of arbitration and publicly-held companies, as well

as shed a light in how corporate governance decision-makers should act upon it, based on the current position by Brazilian authorities.

RESUMO

Este trabalho visa promover uma análise da colisão entre os panoramas propostos por duas figuras que vem crescendo em meio à resolução de disputas moderna, arbitragem e companhias abertas. Dentro desse paradigma, abordar-se-á a confidencialidade do procedimento de resolução de controvérsias e obrigações de divulgação previstas na legislação brasileira.

A importância dessa análise vem à tona quando considerada a recente disseminação da arbitragem entre companhias abertas, fomentada por recentes modificações na lei e na regulamentação de governança corporativa. Não há dúvida de que essas mudanças foram bem recepcionadas. O ordenamento jurídico foi adaptado para melhor atender às necessidades do mercado, devido à grande sinergia entre as companhias abertas e a arbitragem como mecanismo de solução de controvérsias, em contraposição à inadequação que vem sendo mostrada pelo judiciário brasileiro. Não obstante, o foco deste trabalho se distanciará de questões superadas por reforma legislativa, bem como das razões pelas quais a arbitragem deve ser valorizada nas sociedades anônimas, uma vez que ambas as matérias já foram amplamente repercutidas na doutrina.

Por outro lado, pouca atenção tem sido dada a um dos pontos mais sensíveis do uso da arbitragem em companhias abertas: a confidencialidade. Nesse sentido, a arbitragem e a regulamentação de valores mobiliários, *a prima facie*, parecem apontar para direções opostas. A arbitragem sempre esteve associada à discrição e ao sigilo, o que é considerado um de seus principais atrativos, enquanto a regulamentação que cerca as companhias abertas exige um alto grau de transparência, incluindo a divulgação pública da existência e, em alguns casos, dos detalhes do procedimento de solução de controvérsias.

Como consequência, é evidente que, na prática, cenários complexos podem surgir da natureza contrastante das duas figuras, especialmente quando considerada a extensão das atividades econômicas e grande número de interesses comumente associados às companhias abertas. Nesse panorama, não há como negar o potencial impacto da divulgação (ou sua ausência) de litígios de alta relevância para a companhia, seus acionistas e o mercado como um todo.

Dessa forma, nossa atenção será dirigida precisamente às dificuldades decorrentes dessa contraposição. Nosso objetivo, portanto, é estabelecer uma abordagem teórica sólida sobre a confidencialidade, dentro da justaposição entre arbitragem e companhias abertas, bem como

proporcionar diretrizes concretas para conduzir a tomada de decisões sobre a matéria, com base na posição atual das autoridades brasileiras.

SUMÁRIO

CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS	9
1. PANORAMA CONCEITUAL – O CONTRASTE DE PARADIGMAS	10
1.1. A Confidencialidade na Arbitragem.....	10
1.1.1. Privacidade e confidencialidade.....	10
1.1.2. A proclividade pela resolução sigilosa de conflitos e a arbitragem	17
1.1.3. Paradigma da confidencialidade nas principais câmaras arbitrais	22
1.1.4. Tratamento legal dispensado na ausência de disposições pelas partes	28
1.1.4.1. O sigilo decorrente do dever de agir com discrição dos árbitros	30
1.1.4.2. Dever de sigilo decorrente da boa-fé objetiva.....	32
1.2. O regime de transparência das companhias abertas	38
1.2.1. O conceito de companhia aberta	38
1.2.2. Panorama estrutural da regulação do mercado de capitais.....	40
1.2.3. O viés protetivo da regulação das companhias abertas	46
1.2.4. O combate à assimetria informacional e o disclosure	52
2. CONFLITOS CONCRETOS ENTRE TRANSPARÊNCIA E SIGILO.....	56
2.1. Divulgação obrigatória de informações pelas companhias abertas.....	56
2.1.1. A adoção do full-disclosure e as regras de divulgação obrigatória.....	56
2.1.2. Obrigação de divulgar fato relevante	58
2.1.3. A arbitragem como fato relevante	61
2.2. Conflito entre obrigação de divulgar e confidencialidade.....	64
2.2.1. O modelo atual – sigilo exceptuado nos limites do fato relevante.....	64
2.2.2. O modelo alternativo – exposição integral como regra.....	67
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	74
REFERÊNCIAS	76

CONSIDERAÇÕES INTRODUTÓRIAS

Não há dúvidas que confidencialidade de (e em) arbitragens envolvendo companhias abertas é tema complexo, corporizado pela conglomeração de figuras distintas e, muitas vezes, opostas. É esta a razão pela qual a hercúlea tarefa de desenvolvê-lo passa pela secção dos institutos que o compõe para que, ao final, possa-se endereçar os problemas práticos e teóricos decorrentes de sua mescla.

Assim, este trabalho é dividido em duas grandes partes. A primeira delas abstrata, buscando estabelecer as premissas teóricas que dão base à discussão, nominadamente o contraste no tratamento dispensado à informação nas duas conjecturas que polarizam este trabalho: a arbitragem e as companhias abertas. Neste segmento, de um lado, focar-se-á na comum associação entre arbitragem e confidencialidade, questionando a existência de um dever de confidencialidade inerente à arbitragem; de outro, explorar-se-á as regras de transparência aplicáveis ao mercado de capitais, em especial o regime próprio das companhias abertas, centrado na proteção ao investidor mediante a redução de assimetrias informacionais.

A segunda parte do trabalho, por sua vez, destina-se a dar substrato concreto à dicotomia outrora desenvolvida em abstrato. Busca fazê-lo a partir da aplicação concreta, por notórias decisões da Comissão de Valores Mobiliários, do conceito de fato relevante e da obrigação de *disclosure* que o acompanha em meio a procedimentos arbitrais; traçando os limites dos conceitos envolvidos.

Em outras palavras, o que se tenta é primeiro estabelecer as premissas que levam a uma aparente contradição entre a natureza discreta do procedimento arbitral e o elevado grau de transparência que se exige das companhias abertas, para depois solvê-la; percorrendo um *iter* que vai do abstrato ao concreto. É dessa forma que se propõe alcançar diretrizes concretas que sinalizem o que, quando e onde publicar na matéria de arbitragens em companhias abertas.

1. PANORAMA CONCEITUAL – O CONTRASTE DE PARADIGMAS

1.1. A CONFIDENCIALIDADE NA ARBITRAGEM

1.1.1. *Privacidade e confidencialidade*

Antes de destrinchar o regime geral aplicado à confidencialidade em arbitragens no direito brasileiro, cabe diferenciar dois conceitos fundamentais ao debate: confidencialidade e privacidade; mais especificamente, o significado de cada um em meio ao procedimento arbitral. Muito embora comumente embaralhados e tangenciados por pontos de contato, vê-se por bem estabelecer, desde logo, os contornos particulares a cada um.

O conceito de arbitragem muito raramente foge do chão que lhe foi dado por FOUCHARD, GAILLARD e GOLDMAN: “método *privado* de resolução de disputas, baseado no acordo entre as partes”¹. Em verdade, não faltam motivos para que se considere a privacidade “*an essential ingredient for arbitration*”² enquanto “conceito que impede que terceiros, estranhos à arbitragem, dela participem”³.

A privacidade corporiza a expectativa das partes em afastar-se da publicidade estatal⁴, estabelecendo e restringindo a prerrogativa de acompanhar “condução do procedimento do próprio procedimento arbitral e à realização de seus atos”⁵. Por isso, pode-se dizer que a privacidade nasce da aplicação do princípio da relatividade dos contratos ao compromisso

¹ GAILLARD, Emmanuel e SAVAGE, John (eds). *Fouchard Gaillard Goldman on International Commercial Arbitration*. Kluwer Law International 1999. p. 9-10. Tradução livre. REDFERN e HUNTER ao referir a arbitragem como “practice of resolving disputes by the essentially private process”. BLACKABY, Nigel, PARTASIDES, Constantine, et al., *Redfern and Hunter on International Arbitration*. 6ª ed. © Kluwer Law International; Oxford University Press 2015. p.2. 1.08.; também RAU, ao classificar os árbitros como “private judges”. RAU, Allan Scott. *Integrity and Private Judging*. South Texas Law Rev 38 (1997): 485; e JOLLES e STARK-TRABER: “Arbitration is a private alternative to litigation before national courts. As a consequence, it is ordinarily a process that is governed by a high degree of privacy and party autonomy.” JOLLES, Alexander, STARK-TRABER, Sonja et al. *Chapter 7: Confidentiality*, in Elliott Geisinger and Nathalie Voser (eds), *International Arbitration in Switzerland: A Handbook for Practitioners* 2ª ed. Kluwer Law International, 2013. p.131.

² LEW, Julian D. M. 'Chapter 21: *Confidentiality in Arbitrations in England*', in Julian D. M. Lew, Harris Bor, et al. (eds), *Arbitration in England, with chapters on Scotland and Ireland*, (© Kluwer Law International; Kluwer Law International 2013). p. 442. 21-2.

³ CRETELLA NETO, José. *Quão sigilosa é a arbitragem?* revista de arbitragem e mediação. Vol. 25/2010. p. 43-70. Abr – Jun/2010. p. 11.

⁴ COSTA, Guilherme Recena. *Partes e terceiros na arbitragem*. Tese (Doutorado em Direito Processual) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p.47.

⁵ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.30.

arbitral⁶. Enquanto corolária da autonomia da vontade e da liberdade das partes, a privacidade é comumente considerada intrínseca ao procedimento arbitral, ainda que não se tenha menção expressa na lei local, conforme o conceito proposto por BORN:

*“Privacy” is typically used to refer to the fact that, under virtually all national arbitration statutes and institutional rules, only parties to the arbitration agreement – and not third parties – may attend arbitral hearings and otherwise participate in the arbitral proceedings. The privacy of the arbitration serves to prevent interference by third parties in the arbitral process (for example, by making submissions in the arbitration or by seeking to participate in the arbitral hearing), as well as to protect the parties’ confidences from disclosure to third parties.*⁷

Definição similar é endossada pela doutrina arbitralista brasileira, conforme JOSÉ EMÍLIO NUNES PINTO:

Em razão da privacidade conferida ao procedimento arbitral, dele somente poderão participar as partes, seus procuradores, os árbitros e aqueles que, por deliberação das partes e do tribunal arbitral, venham a ser chamados para dele participar. Em suma, a privacidade impede que estranhos ao procedimento arbitral participem ou assistam a quaisquer sessões do tribunal arbitral, diferentemente do que ocorre no processo judicial que é, por natureza e salvo exceções, público.⁸

Em outras palavras, a privacidade implica na restrição, pela vontade das partes, dos sujeitos que podem participar do procedimento arbitral. É, em essência, o direito/dever das partes em limitar o acesso ao procedimento a seus representantes, procuradores e sujeitos instrumentais à resolução da disputa. A doutrina e jurisprudência apontam que a privacidade é inerente ao processo arbitral, por ser o procedimento – *um procedimento das partes*. Ainda mais, a privacidade, como apontado acima, frequentemente é utilizada para qualificar o processo arbitral, conceituando-o pela perspectiva de gênero e espécie:

⁶ COSTA, Guilherme Recena. *Partes e terceiros na arbitragem*. Tese (Doutorado em Direito Processual) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p.52.

⁷ BORN, Gary B. *International Commercial Arbitration*. 2ª ed., Kluwer Law International, 2014. p.2781-2782

⁸ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.30.

International arbitration is a hybrid. It begins as a private agreement between the parties. It continues by way of private proceedings, in which the wishes of the parties play a significant role. Yet it ends with an award that has binding legal force and effect, and which, under appropriate conditions, the courts of most countries of the world will recognise and enforce. In short, this essentially private process has a public effect, implemented with the support of the public authorities of each state and expressed through that state's national law. This interrelationship between national law and international treaties and conventions is of critical importance to the effective operation of international arbitration.⁹

Em outras palavras, o que diferencia arbitragem de judicialização enquanto mecanismos litigiosos para resolução de conflitos é o procedimento adotado. Ambas delegam a resolução do conflito a terceiro, ambas produzem sentença que vincula as partes, mas o *iter* até sentença separa uma da outra. Na arbitragem o processo é privado, enquanto na judicialização é público. Por esta razão é que há fundamento para se dizer que “*arbitration is not simply private justice but justice rendered in private*”¹⁰.

Há inequívoca distinção conceitual entre privacidade e confidencialidade na arbitragem. Enquanto a primeira exclui terceiros do desenrolar do procedimento, a segunda trata de um dever de assegurar o sigilo sobre a matéria discutida e a própria existência da disputa, conforme sintetizado por LEW:

*21-3 Privacy and confidentiality are two distinct concepts: privacy confers the power to exclude others from the arbitration, whereas confidentiality may impose an obligation to prevent the disclosure of information about the arbitration and documents created or produced in the arbitration.*¹¹

⁹ BLACKABY, Nigel, PARTASIDES, Constantine, et al., *Redfern and Hunter on International Arbitration*. 6th ed. © Kluwer Law International; Oxford University Press 2015. p.27.

¹⁰ SMEUREANU, Ileana M. *Confidentiality in International Commercial Arbitration*. International Arbitration Law Library, Volume 22. Kluwer Law International, 2011. p. 4.

¹¹ LEW, Julian D. M. 'Chapter 21: Confidentiality in Arbitrations in England', in Julian D. M. Lew, Harris Bor, et al. (eds), *Arbitration in England, with chapters on Scotland and Ireland*, (© Kluwer Law International; Kluwer Law International 2013). p. 442. 21-3. Conceituação similar é exposta no contexto internacional por ULRICH HAAS E HEINER KAHLERT: “In an international context, the distinction between privacy and confidentiality is well-settled; this distinction is a question of not only terminology but also of substance, given that privacy and confidentiality are (rightfully) regarded as two different concepts. Privacy means that no “outsider” is allowed to participate in arbitral proceedings, whereas confidentiality refers to an obligation not to disclose information acquired during the arbitration.” HAAS, Ulrich e KAHLERT, Heiner. *Part IV: Selected Areas and Issues of Arbitration in Germany, Privacy and Confidentiality*. In Patricia Nacimiento, Stefan Michael Kroll, et al. (eds), *Arbitration in Germany: The Model Law in Practice*. 2^a ed. Kluwer Law International 2015. p.964

Desenvolvendo a diferenciação proposta, PAULSSON apontou ainda por uma distinção na abrangência dos dois conceitos:

*The concept of ‘privacy’ is narrow, and specifically denotes the in camera nature of oral proceedings. It ensures only that the parties, their representatives and their witnesses are alone entitled to attend arbitral hearings. The concept of ‘confidentiality’ is far broader and extends to the confidential nature of the documents created for, or submitted in, arbitration – indeed, ultimately to the confidential nature of the very existence of arbitration.*¹²

Confidencialidade, portanto, refere-se às restrições sobre a exposição da arbitragem e elementos a ela relacionados a terceiros¹³. Em especial porque implica, conforme CARON e CAPLAN, em “*a legal obligation to avoid public disclosure of sensitive information*”¹⁴. Inibe, dessa forma, que se exponha ao público a existência e, especialmente, o conteúdo produzido na arbitragem, estendendo-se, conforme SELMA LEMES aos diversos sujeitos do processo:

A privacidade está relacionada com o local em que a arbitragem é processada e quanto à matéria discutida, no sentido de não permitir a presença de pessoas estranhas nas audiências. Por sua vez, o sigilo (confidencialidade), refere-se à sentença arbitral e aos documentos apresentados no processo, vinculando as pessoas que gerenciam o processo, os árbitros, procuradores e até as partes¹⁵

Em outros termos, a privacidade implica que procedimento arbitral seja conduzido entre quatro paredes, enquanto a confidencialidade garante que o que lá se passou, lá permaneça.¹⁶ Ressaltadas as diferenças, há de se reconhecer uma proximidade entre os conceitos, em especial

¹² PAULSSON, Jan. Report on issues concerning confidentiality in international arbitration. Department of Foreign Affairs and International Trade Canada. Disponível em: www.international.gc.ca. Acesso em 14 de outubro de 2018.

¹³ Vide COLLINS, Michael QC. *Privacy and Confidentiality in Arbitration Proceedings*. Arbitration International, Volume 11, 3 tiragem. 1995. pp. 321–336.

¹⁴ CARON, D. e CAPLAN, L. *The UNCITRAL Arbitration Rules: A Commentary* 36 (2d ed. 2013).

¹⁵ LEMES, Selma Ferreira. *Arbitragem na concessão de serviços públicos – Arbitrabilidade objetiva. Confidencialidade ou publicidade processual?* Disponível em: http://selmalemes.adv.br/artigos/artigo_juri15.pdf. Acesso em 14 de outubro de 2018. p.17.

¹⁶ Neste trabalho, as expressões confidencialidade, dever de sigilo, confidencial e sigiloso serão usadas indistintamente.

quanto ao fim comum em limitar o acesso de terceiros à informação. De fato, não causa espécie dizer que privacidade e confidencialidade são “dois lados da mesma moeda”¹⁷ ou que “caminham juntas e se complementam”¹⁸. A convergência entre os conceitos, entretanto, revela um agudo ponto de controvérsia em sua relação: a privacidade, reconhecida como inerente à arbitragem, conduz à confidencialidade do procedimento arbitral?

A jurisprudência estrangeira enfrentou esta questão, endereçando-a em uma sequência de julgados notórios, em especial na Inglaterra e na Austrália. Estes repercutiram, construindo o paradigma sobre a matéria, lapidando os atuais contornos atuais atribuídos aos conceitos de privacidade e confidencialidade aqui apresentados.

Em *Dolling Baker v. Merret*, caso que introduziu o debate no direito inglês, houve pedido de exibição de documentos por segurador, em conjunto com ação de regresso diante de seus resseguradores. O requerente buscava acesso a documentos produzidos pelos resseguradores em outras arbitragens em que estavam envolvidos, ou a simples revelação de seu conteúdo pelo segundo ressegurador. Esse pedido foi aceito pela corte de primeira instância, no entanto, logo a decisão foi revertida pela *Court of Appeal*, mediante interposição de *injunction* pelo primeiro ressegurador. Na decisão de segunda instância concluiu-se que a natureza privada da arbitragem acarreta, necessariamente, na existência de dever implícito (*implied duty*) de manter a confidencialidade do procedimento e dos documentos nele produzidos. Nos termos da decisão:

*As between parties to an arbitration, although the proceedings are consensual and may thus be regarded as wholly voluntary, their very nature is such that there must, in my judgment, be some implied obligation on both parties not to disclose or use for any other purpose any documents prepared for and used in the arbitration, or disclosed or produced in the course of the arbitration or transcripts or notes of the evidence in the arbitration or the award, and indeed not to disclose in any other way what evidence had been given by any witness in the arbitration.*¹⁹

¹⁷ *Esso v. Plowman*. 'Esso Australia Resources Ltd. and others v. The Honourable Sidney James Plowman, The Minister for Energy and Minerals and others. High Court of Australia, 95/014. 7 April 1995. In: Albert Jan van den Berg (ed). *Yearbook Commercial Arbitration 1996 - Volume XXI*. Kluwer Law International 1996, pp. 137 - 171

¹⁸ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.30.

¹⁹ *Dolling-Baker vs. Merrett* [1990] 1 WLR 1205. English Court of Appeal.

Assim, a notável decisão não somente deu o pontapé inicial em distinguir os conceitos, mas também suscitou que a privacidade da arbitragem resulta, necessariamente, na confidencialidade do procedimento. Atribuiu que por ser realizada *entre* as partes (o que se entende por ambiente privado) a própria natureza da arbitragem conduz a uma obrigação, ainda que implícita, de não expor os documentos então produzidos. Ou seja, foi considerado que a realização da audiência afastada dos olhos do público perderia o sentido se houvesse uma posterior exposição do conteúdo da arbitragem a terceiros.

O segundo passo para o desenvolvimento desses conceitos se deu com *Hassneh Insurance Co. of Israel and Others v. Stewart J. Mew*. Novamente no contexto de seguros, o ressegurado buscou aproveitar decisão de medida de urgência e documentos produzidos em arbitragem que lhe foi movida pelo segurado para instruir procedimento judicial em face de terceiro. No caso, aos olhos da corte, a exposição de documentos representaria a intromissão de terceiros num procedimento privado, ou, nos termos da decisão, “*would almost be equivalent to opening the door to the hearing room of the arbitration to that third party*”. A decisão referiu os efeitos do dever implícito de assegurar privacidade sobre documentos produzidos em meio a arbitragem de maneira mais detalhada que *Dolling Baker vs. Merrett*, mantendo e confirmando o mesmo entendimento do precedente inglês:

*If it be correct that there is at least an implied term in every agreement to arbitrate that the hearing shall be in private, the requirement of privacy must in principle extend to the documents which are created for the purpose of the hearing. [...] Similarly witness statements, being so closely related to the hearing, must be within the obligation of confidentiality*²⁰.

A corrente que veio a contrariar a *ratio* inglesa é mais recente, tendo como marco inicial decisão da *Australian Supreme Court*. No contexto de *Esso v. Plowman*, foi instaurada

²⁰ *Hassneh Insurance Co. of Israel v. Mew* [1993] 2 Lloyd's Rep. 243. No mesmo sentido vide: *Ali Shipping Corp. v. Shipyard Trogir*; *Associated Electric & Gas Insurance Service Ltd. v. European Reinsurance Co. of Zurich*; Department of Economic Policy & Development of City of Moscow & Anor v. Bankers Trust Company & Anor [2004] EWCA civ 314; e *Glidepath BV v. Thompson & Ors* [2005] EWHC 818. Quanto aos limites à confidencialidade implícita vide: *Tournier v. National Provincial and Union Bank of England* [1924] 1KB 461; *Wilson v. Emmott Michael & Partners Ltd.* [2008] Civ EWCA 184; e *Farm Assist Ltd. v. Secretary of State for the Environment, Food & Rural Affairs* (n.2) [2009] EWHC 1102 (TCC).

arbitragem acerca da revisão de contratos de fornecimento de gás natural, tendo como partes, de um lado, por *Esso Australia e BHP Petroleum*, de outro *Gas & Field Corporation of Victoria e State Electricity Commission of Victoria*. O ministro de energia e recursos minerais do local requereu a exibição de documentos produzidos na arbitragem, relacionados aos contratos firmados pelas partes. Não obstante as alegações de que os documentos eram comercialmente sensíveis, a *High Court of Australia* confirmou as decisões de primeira e segunda instância ordenando sua exibição e negando peremptoriamente a visão exposta nas notórias decisões inglesas:

*The mere fact that the parties to a dispute agree impliedly or expressly to have it [i.e., the dispute] arbitrated in private does not import any legal obligation or equitable obligation not to disclose to third parties any information at all which may be said to have been obtained by virtue of or in the course of the arbitration.*²¹

Nota-se que a decisão não foi unanime. Houve voto dissidente, seguindo a linha exposta em *Dolling Baker*, por *Justice Toohey*, argumentando que: “[t]he privacy of an arbitration hearing is not an end in itself; surely it exists only in order to maintain the confidentiality of the dispute”. Divergiu, portanto, quanto à existência de relação causa-consequência entre privacidade e confidencialidade.

Contudo, a visão inglesa, apesar de reconhecida, foi suplantada pelo colegiado, que confirmou a divisão entre privacidade e confidencialidade e a ausência de relação causa-consequência entre as duas:

Despite the view taken in Dolling-Baker and subsequently by Colman J in Hassneh Insurance, I do not consider that, in Australia [...] we are justified in concluding that confidentiality is an essential attribute of a private arbitration imposing an obligation on

²¹ *Esso v. Plowman*. *Esso Australia Resources Ltd. and others v. The Honourable Sidney James Plowman, The Minister for Energy and Minerals and others*. High Court of Australia, 95/014. 7 April 1995. In: Albert Jan van den Berg (ed). *Yearbook Commercial Arbitration 1996 - Volume XXI*. Kluwer Law International 1996. pp. 137 - 171

*each party not to disclose the proceedings or documents and information provided in and for the purposes of the arbitration*²²

É, ainda, digno de nota, que a sensibilidade dos contratos da administração pública pesou na entusiasmada fundamentação do voto vencedor. Em especial, por tartar-se de serviços de utilidade pública, foi argumentado que “[w]hy should the consumer and the public of Victoria be denied knowledge of what happens in these arbitrations, the outcome of which will affect, in all probability, the prices chargeable to consumers by the public utilities”²³. Não se nega, portanto, que a decisão australiana teria desviado o foco da natureza do procedimento arbitral para o interesse público envolvido no caso concreto²⁴.

Cabe destacar que as decisões acima são trazidas não somente pelo que contradizem-se, mas por seus pontos de convergência. A discussão acerca da existência de um dever de *non disclosure* inerente à arbitragem construiu, ao longo da evolução do *case law*, os conceitos de confidencialidade e privacidade no contexto da arbitragem. Desse modo, independente da conclusão sobre a existência, ou não, de confidencialidade inerente à arbitragem, há valia na controvérsia, que lapidou a diferenciação entre os dois conceitos.

1.1.2. *A proclividade pela resolução sigilosa de conflitos e a arbitragem*

A arbitragem é comumente associada à resolução sigilosa de conflitos, sendo o sigilo do procedimento repetidamente elencado como um de seus maiores atrativos ao mercado²⁵. Em

²² *Esso v. Plowman*. 'Esso Australia Resources Ltd. and others v. The Honourable Sidney James Plowman, The Minister for Energy and Minerals and others. High Court of Australia, 95/014. 7 April 1995. In: Albert Jan van den Berg (ed). *Yearbook Commercial Arbitration 1996 - Volume XXI*. Kluwer Law International 1996. pp. 137 - 171

²³ *Esso v. Plowman*. 'Esso Australia Resources Ltd. and others v. The Honourable Sidney James Plowman, The Minister for Energy and Minerals and others. High Court of Australia, 95/014. 7 April 1995. In: Albert Jan van den Berg (ed). *Yearbook Commercial Arbitration 1996 - Volume XXI*. Kluwer Law International 1996. pp. 137 - 171

²⁴ Decisões na linha australiana foram proferidas em casos notórios na Suécia e nos Estados Unidos da América. Nominadamente, o caso *Bulbank (A.I. Trade Finance Inc. v. Bulgarian Foreign Trade Bank Ltd. Supreme Court of Sweeden, Caso nº T 1881-99.)*, e o caso *Panhandle (United States v. Panhandle Eastern Corp. 118. F.R.D. 346)*. Neste último foi exposta documentação produzida em meio a arbitragem administrada pela *International Chamber of Commerce* e regida por seu regulamento, ainda que existisse previsão delimitando a confidencialidade nas atividades da câmara. A decisão interpretou essa determinação de confidencialidade de maneira restrita, recusando-se a aplicá-la com relação as partes e outros envolvidos no procedimento.

²⁵ WALD, Arnoldo. A crise e a arbitragem no direito societário e bancário. *Rarb* 20/12-13. p. 9. N.m.s. LEE, João Bosco. *O princípio da confidencialidade na arbitragem comercial internacional*. In: VALENÇA FILHO, Clávio de Melo. *Estudos de*

conjunto com a relativa celeridade do procedimento e a especialidade dos árbitros, a confidencialidade é basilar para o conforto dos acionistas e diretores na resolução de conflitos, que tem estimulado a difusão da arbitragem no mercado²⁶.

Essa é a razão pela qual a Comissão das Nações Unidas para o Direito Comercial Internacional (UNCITRAL), no âmbito internacional, constatou que: “*it is widely viewed that confidentiality is one of the advantageous and helpful features of arbitration*”²⁷. No mesmo sentido, em pesquisa recente realizada pela *Queen Mary University of London*²⁸ 87% dos entrevistados responderam que a confidencialidade era aspecto de importância na arbitragem, e que deveria ser resguardada salvo manifestação expressa em sentido contrário. A visão da larga maioria era de que confidencialidade deveria ser tomada como regra na arbitragem, ressalvado acordo em sentido contrário (*opt-out*) pelas partes.

É certo que a valoração do sigilo na resolução de conflitos é crescente. O aumento da demanda pela chamada “resolução construtiva de conflitos” nas relações modernas sejam elas internas ou externas com relação à sociedade é notável²⁹. No âmbito societário, a arbitragem já é considerada como hábil instrumento de governança corporativa, em especial porque quando emergem disputas envolvendo a sociedade, nos dizeres de PEDRO BATISTA MARTINS, “a queda no valor das ações em Bolsa é outro aspecto que não se pode perder de vista”³⁰. Asserção assim justificada pelo autor:

Os acionistas e o mercado estarão mais confortáveis e seguros se souberem que as divergências empresariais e societárias serão resolvidas de uma forma menos desagregadora, confidencial, célere e por pessoas especializadas na matéria conflituosa.³¹

arbitragem. Curitiba: Juruá, 2008. p.286. No mesmo sentido NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.27; ASA Swiss Arbitration Association. *Arbitration in banking and financial matters*. Genebra, 2003. p. 115

²⁶ MARTINS, Pedro A. Batista. *Arbitragem no direito societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.115.

²⁷ United Nations Commission on International Trade Law – *Uncitral. Notes on Organizing Arbitral Proceedings*. Item 31. 1996.

²⁸ 2018 International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration. Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/research/2018/>>. Acesso em: 17-11.2018.

²⁹ REUBEN, Richard C. *Democracy and Dispute Resolution: Systems Design and the New Workplace*. 10 Harvard Negotiation Law Review 11, Harvard Negotiation Law Review, 2005, p.6.

³⁰ MARTINS, Pedro A. Batista. *Arbitragem e Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 114.

³¹ MARTINS, Pedro A. Batista. *Arbitragem e Direito Societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 115.

É certo que a confidencialidade na resolução de disputas guarda substancial importância nesse panorama. Isso porque, como já apontado por JOSÉ EMÍLIO NUNES PINTO, a “simples ciência de existir uma controvérsia poderá afetar direitos associados a essa relação que se tornou litigiosa”³². Dessa forma, não se trata somente de uma decisão por profissionais especializados, e emitida em tempo hábil, mas de assegurar que a exposição do processo construtivo dessa decisão possa ser controlada.

O cenário é ainda mais sensível em se tratando de companhias abertas, tendo em vista que a exposição de litígios ao público, e o modo como ocorre, muito pode afetar o valor da companhia. Inclusive, a exposição da disputa ao público pode causar, como lembra WALD, efeitos duradouros sobre a valoração da companhia³³.

No judiciário, ressalvadas as exceções legais, a publicidade é regra, sendo um dos princípios gerais do processo civil, listados no art. 8º do CPC³⁴. Nesse panorama, não há como negar que o procedimento judicial, em comparação à arbitragem, se distancia dos anseios do moderno mercado de capitais. Não somente por representar a morosidade na resolução de conflitos em para companhias cujos valores oscilam de minuto a minuto³⁵, mas também pela exposição descuidada dos litígios, que podem envolver prospectos de ativos e passivos ou mesmo segredos de comércio, ao público. Não diferente de um duelo: no judiciário o conflito entre privados é levado à praça pública e exposto a todos aqueles que se prestarem a assistir sua resolução, sujeitando ambos os envolvidos aos impertinentes olhos dos curiosos.

Entretanto, não cabe determo-nos nos benefícios da confidencialidade do procedimento arbitral em comparação ao judiciário, mas sim na razão pela qual a arbitragem parece estar intrinsecamente ligada à confidencialidade. Nesse aspecto, parte-se da premissa que legislação

³² NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.26.

³³ WALD, Arnoldo. *A arbitrabilidade dos conflitos societários: considerações preliminares (I)*. Revista de Arbitragem e Mediação 12/26. São Paulo: Ed. RT, jan.-mar. 2007. p.25.

³⁴ Código de Processo Civil: “Art. 8º Ao aplicar o ordenamento jurídico, o juiz atenderá aos fins sociais e às exigências do bem comum, resguardando e promovendo a dignidade da pessoa humana e observando a proporcionalidade, a razoabilidade, a legalidade, a publicidade e a eficiência.”

³⁵ CAMINHA, Uinie. *Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais*. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (Org.). *Aspectos da arbitragem institucional – 12 anos da lei 9.307/1996*. Malheiros ed., 2008. p.101.

brasileira não contém previsão legal expressa sobre a confidencialidade do procedimento arbitral, tanto com relação aos árbitros quanto às partes³⁶. Segue, portanto, a tendência internacional³⁷.

É evidente que há um grande espaço para que as partes deem forma a uma obrigação de sigilo. Na maioria dos casos, este é preenchido pelo próprio compromisso arbitral ou pela escolha das regras aplicáveis³⁸, conforme descrito no *report* produzido pela ICCA sobre o panorama geral da arbitragem no Brasil. Consta no relato:

*The Law does not expressly provide for the confidentiality of the arbitral proceedings and of the arbitral award. Confidentiality is normally agreed between the parties within the text of the submission to arbitration. In addition, the majority of the local arbitral institutions contain dispositions on confidentiality. Despite the Law being silent, the current understanding is that confidentiality is inherent to arbitration, in contrast to the publicity granted by the Brazilian Constitution to judicial proceedings.*³⁹

De fato, são poucos os ordenamentos jurídicos que abarcam previsão expressa acerca da confidencialidade de procedimento arbitral⁴⁰. Essa constatação, com enfoque na discricção alocada às cortes nacionais na ausência de disposição expressa, já foi explorada por BORN em seu tratado, *verbis*:

*Relatively few national arbitration statutes contain provisions prescribing general standards on the subject of confidentiality in international arbitration. Instead, most arbitration legislation addresses only particularized issues of confidentiality arising in specific settings (e.g., arbitral tribunal deliberations) and leaves the topic principally to national courts and arbitral tribunals.*⁴¹

³⁶ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.28.

³⁷ BORN, Gary B. *International Commercial Arbitration*. 2ª ed., Kluwer Law International, 2014. p.2784.

³⁸ Muito embora não haja menção à confidencialidade, há repercutida menção à discricção por parte dos árbitros, que nos reservaremos a comentar no capítulo abaixo.

³⁹ Carlos Nehring Netto, 'National Report for Brazil (2018)', in Jan Paulsson and Lise Bosman (eds), *ICCA International Handbook on Commercial Arbitration*, (© Kluwer Law International; Kluwer Law International 1984, Supplement No. 98, March 2018) p. 21.

⁴⁰ Como exemplo o *Arbitration Act* neozelandês, reeditado em 01 de janeiro de 2018 seção 14(B): “Every arbitration agreement to which this section applies is deemed to provide that the parties and the arbitral tribunal must not disclose confidential information.”. *Arbitration Act*, 1996. Disponível em: <http://www.legislation.govt.nz/act/public/1996/0099/latest/DLM403277.html>. Acesso em: 2018-10-13.

⁴¹ BORN, Gary B. *International Commercial Arbitration*. 2ª Ed. Kluwer Law International, 2014. p. 2784.

Ainda, considerando-se na sombra do poder conferido às partes para dispor acerca da confidencialidade do procedimento, o autor elenca as principais propensões das cortes domésticas na matéria. Reconhece, nesta seara, o ponto de controvérsia: a existência de confidencialidade inerente à arbitragem, na ausência de regulação estatal ou pelas partes. Passa, dessa forma a descrever as duas orientações opostas, que caracterizam a postura com que a matéria é tratada na maioria das jurisdições, nos seguintes termos:

Most national courts and other authorities have held that parties are in principle free to agree to either confidential or non-confidential arbitrations and that their agreements will generally be given effect as an element of the parties' general procedural autonomy. Moreover, despite the lack of express statutory authority, national courts in a number of jurisdictions have cited a general, implied obligation of confidentiality for parties to international arbitration agreements, presumptively forbidding disclosure of any nonpublic materials submitted or produced in the arbitration (including the arbitral award) to third parties. At the same time, in other jurisdictions, courts have held that there is no implied or inherent duty of confidentiality on parties to international arbitration agreements, while also concluding that specific aspects of the arbitral process (e.g., hearings, arbitrator deliberations) are impliedly confidential (or private) and that express agreements requiring broader confidentiality will be given effect.⁴²

A narrativa muito bem se encaixa no histórico proporcionado pelo binômio *Dolling Baker vs. Merrett* e *Esso vs. Gas & Field Corporation*, decisões diametralmente opostas e de notório reconhecimento sobre o tema. A primeira decisão, pioneira na jurisprudência inglesa, determinou que há obrigação de confidencialidade inerente à arbitragem, enquanto a segunda, australiana, concluiu pela limitação da arbitragem à privacidade, sem qualquer confidencialidade quando não há previsão expressa. Já nos ocupamos dessas duas decisões no Capítulo 1.1.1 deste trabalho, em virtude de sua importância para talhar as fronteiras da divisão entre privacidade e confidencialidade construída a partir de sua inegável oposição, sendo reservados àquela seção maiores detalhes.

Em suma, devido ao omissivo tratamento legal, as provisões pelas partes acerca da confidencialidade do procedimento arbitral são da maior ordem de importância, evitando incertezas sobre o tratamento que será dado à divulgação de informações acerca da disputa.

⁴² BORN, Gary B. *International Commercial Arbitration*. 2ª Ed. Kluwer Law International, 2014. p. 2784.

Situação que não se torna mais simples quando somamos a sensibilidade do mercado de capitais à informação, e a substância dos litígios que tendem a envolver companhias abertas. A regra, todavia, deve anteceder a exceção. Assim, antes de se adentrar na existência ou não de dever de sigilo na ausência de disposição das partes, será exposto um breve panorama sobre a regulação dispensada pelos privados sobre a matéria. Em especial, no frequente cenário de opção por regras institucionais que contemplem previsão de confidencialidade para o procedimento arbitral.

1.1.3. *Paradigma da confidencialidade nas principais câmaras arbitrais*

Se a lei costuma ser omissa diante da matéria, os regulamentos de instituições arbitrais raramente o são. As câmaras brasileiras de maior reconhecimento tratam, em algum grau, da confidencialidade do procedimento. A exemplo disso, examinemos a versão vigente do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (“CAM”), que dispõe acerca da matéria no item 9.1., *verbis*:

9.1. **Sigilo.** O procedimento arbitral é sigiloso, devendo as partes, árbitros e membros da Câmara de Arbitragem abster-se de divulgar informações sobre seu conteúdo, exceto em cumprimento a normas dos órgãos reguladores, ou previsão legal.

9.1.1 Os terceiros que participarem do procedimento arbitral na condição de testemunha, perito ou assistente técnico deverão obedecer a idêntico dever de sigilo, sendo essa participação limitada ao cumprimento de sua função específica no procedimento arbitral.

9.1.2 A divulgação das informações na forma do item 7.10 não representará violação ao sigilo do procedimento arbitral.⁴³

O Regulamento da CAM, ainda que referindo o procedimento como *sigiloso*, o torna confidencial. Merece destaque o fato de o dever de manter o sigilo ser estendido não somente aos árbitros, testemunhas, peritos e assistentes técnicos e à própria CAM, mas também vincular as partes da arbitragem.

Ainda neste mesmo item do Regulamento da CAM transparece a influência de decisões paradigmáticas da CVM sobre a matéria, replicando a solução por elas encontrada acerca dos

⁴³ Disponível em: <<http://cbar.org.br/site/wp-content/uploads/2018/04/regulamento-da-camara-de-arbitragem-do-mercado.pdf>>. Acesso em 10/11/2018.

limites da confidencialidade no procedimento arbitral. A redação anterior atribuída ao Regulamento da CAM tratava da confidencialidade dos sujeitos de maneira esparsa, sem mencionar qualquer exceção ao sigilo. Nesse contexto o regulamento foi modificado para se adaptar à decisão do Procedimento Administrativo CVM RJ 2008/0713, julgado em 2010 de relatoria de Otávio Yazbek, que examinou cenário de contraste entre a confidencialidade atribuída ao procedimento e obrigação de divulgar fato relevante, nos moldes da Instrução CVM 358/2002. O fio condutor da decisão é que havendo obrigações regulatórias ou legais de divulgação, estas prevalecem sobre a confidencialidade acordada para o procedimento arbitral, como será abordado com mais detalhe na segunda parte deste trabalho.

Como efeito da exposição desse entendimento pela Comissão de Valores Mobiliários, a subsequente reforma do Regulamento, em setembro de 2011, houve uma preocupação em abraçar as exceções à confidencialidade, que foi satisfeita com a inclusão da referência expressa na parte final do *caput*⁴⁴. A soma deste fator com a concentração das disposições acerca do sigilo em um único item resultou na forma atual do item 9.1. do Regulamento da CAM.

Aqui, cabe apontar a similaridade com outra câmara arbitral brasileira de alta notoriedade, a Câmara de Mediação e Arbitragem Empresarial Brasil (“CAMARB”), que contém o seguinte dispositivo em seu regulamento:

13.1 O procedimento arbitral será rigorosamente sigiloso, sendo vedado à CAMARB, aos árbitros, aos demais profissionais que atuarem no caso e às próprias partes, divulgar quaisquer informações a que tenham acesso em decorrência de seu ofício ou de sua participação no processo, sem o consentimento de todas as partes, ressalvados os casos em que haja obrigação legal de publicidade e o disposto no presente regulamento.⁴⁵

O regulamento da Câmara de Comércio Brasil-Canadá (“CAM-CCB”) também segue esta diretriz ao tratar da matéria, dispondo o seguinte no item 14 de seu regulamento (disponibilizado em inglês):

⁴⁴ MELO VIEIRA, Máira; BENETTI, Giovana Valentiniano; VERONESE, Lígia Espolaor; BOSCOLO, Ana Teresa de Abreu Coutinho. *Arbitragem nos conflitos societários, no mercado de capitais e a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BMFBovespa*. Revista de Arbitragem e Mediação. Vol. 40/2014. p. 193 – 231. Jan - Mar / 2014. DTR\2014\1004. p. 10.

⁴⁵ Disponível em: <<http://camarb.com.br/regulamento-de-arbitragem/>>. Acesso em 10/11/2018.

ARTICLE 14 – CONFIDENTIALITY

14.1. The arbitration proceedings are confidential, except for the situations provided for in statute or by express agreement of the parties or in light of the need to protect the right of a party involved in the arbitration.

14.1.1. For the purposes of research and statistical surveys, the CAM-CCBC reserves the right to publish excerpts from the award, without mentioning the parties or allowing their identification.

14.2. Members of the CAM-CCBC, the arbitrators, the experts, the parties and others who participate are prohibited from disclosing any information to which they have had access as a result of their role or participation in the arbitration proceedings.⁴⁶

Ambos os regulamentos asseguram a confidencialidade com relação à integralidade do procedimento arbitral, estendendo-a a todos os sujeitos do processo, com inclusão das partes. O diferencial quanto às exceções, contudo, é relevante. O Regulamento da CAM-CCBC, em oposição ao Regulamento da CAM e da CAMARB, não apresenta referência expressa às exceções legais e regulatórias, mas ao acordo das partes enquanto *opt-out* à confidencialidade. Abarca ainda, uma provisão alheia ao Regulamento da CAM, excetuando a confidencialidade para proteger os direitos de terceiro envolvido na arbitragem.

Há ainda regulamentos que adiantam, em algum grau, a exceção à confidencialidade. Aponta-se, como exemplo, o novo Regulamento da Câmara de Arbitragem da Federasul que passou a vigor em setembro de 2018, que prevê a divulgação de dadas informações no site da câmara quando a administração pública figurar em um dos polos da arbitragem. O faz nos seguintes termos:

[Sigilo do Procedimento]

11.3. O procedimento arbitral é, em regra, sigiloso, devendo árbitros, partes, procuradores, peritos e todos quantos tiverem acesso às informações atuar nesse sentido, sendo facultada sua eventual divulgação por imposição legal ou por expressa decisão escrita de todas as partes.

11.3.1. Nos casos em que o procedimento tenha como parte a Administração Pública direta ou indireta, a CAF divulgará, em seu site, a existência de procedimento, data de solicitação de arbitragem e nomes de requerente(s) e requerido(s).

⁴⁶ Disponível em: <<https://storage.googleapis.com/stateless-ccbc-org-br/2018/09/0999c955-m01e-01-arbitration-rules.pdf>>. Acesso em 10/11/2018.

11.3.2. Nos casos em que o procedimento tenha como parte a Administração Pública direta ou indireta, a CAF fica autorizada a divulgar, por qualquer meio, a sentença arbitral, salvo manifestação expressa de qualquer das partes em sentido contrário.⁴⁷

Esta disposição sobre a confidencialidade se diferencia das demais até então abordadas, tendo em vista que prevê não somente as possibilidades de se suplantar a confidencialidade diante de exceção legal ou *opt-out* pelas partes, mas vai além. Especifica também uma das hipóteses que poderiam ser englobadas na previsão – como exceção legal –, adiantando o tratamento que será dado a ela pela Câmara, *i.e.* a publicação de elementos do procedimento pelo site. Disposição esta que, evidentemente, não tem condão de representar prejuízo aos atos ou leis que demandem uma publicização mais abrangente, seja quanto a conteúdo ou forma que extrapole o texto do item 11.3.1., ou ainda por demandar a difusão da informação por outro veículo publicitário.

Nota-se, ainda, que as câmaras até então referidas resguardam-se o direito de publicar as sentenças arbitrais ou trechos das decisões, desde que mantida a confidencialidade exigida pelas partes, através da supressão de trechos sensíveis⁴⁸. Há, nesta seara, uma clara preocupação em consolidar um corpo relevante de jurisprudência arbitral, e torná-lo conhecido. Remetem as decisões, dessa forma, a uma das problemáticas mais intensas discutidas em arbitragem: a (*falta de*) formação de jurisprudência arbitral⁴⁹.

⁴⁷ Disponível em: <<https://www.federasul.com.br/wp-content/uploads/2018/09/Regulamento-de-Arbitragem-setembro-2018.pdf>> Acesso em: 29-11-2018. No mesmo sentido, segue o novo Regulamento da CAMARB, datado de 2017, em seu capítulo XII.

⁴⁸ Destaca-se, nesse sentido, o regulamento da CAM: “7.10 Periodicamente, a Câmara de Arbitragem produzirá a publicação de Ementário das Sentenças Arbitrais proferidas, agrupadas por temas tratados, as quais poderão ser levadas em conta pelos árbitros, como simples referencial, a fim de orientar suas decisões. A publicação das sentenças suprimirá qualquer elemento que possibilite a identificação do procedimento.” Disponível em: <<http://cbar.org.br/site/wp-content/uploads/2018/04/regulamento-da-camara-de-arbitragem-do-mercado.pdf>>. Acesso em 10-11-2018.

CAM-CCBC: “14.1.1. For the purposes of research and statistical surveys, the CAM-CCBC reserves the right to publish excerpts from the award, without mentioning the parties or allowing their identification.” Disponível em: <<https://storage.googleapis.com/stateless-ccbc-org-br/2018/09/0999c955-m01e-01-arbitration-rules.pdf>>. Acesso em 10/11/2018.

⁴⁹ Acerca do tema, em especial pela confidencialidade comumente atribuída ao procedimento, vale conferir as considerações de WEIXIA, Gu. *Confidentiality Revisited: Blessing or Curse in International Commercial Arbitration? The American review of international arbitration*. Volume 15. 2005, pp. 1-29; GRUNER, Dora. *Accounting for the Public Interest in International Arbitration: The Need for Procedural and Structural Reform*. *Columbia Journal of Transnational Law*. Volume 41, n. 3. pp. 923-964, 2003.; RIBEIRO DIAS, Leonardo Adriano e BECUE, Sabrina Maria Fadel. *Conflitos societários e arbitragem: considerações sobre a reforma do regulamento da câmara de arbitragem do mercado*. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues e MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Mercado de capitais brasileiro – doutrina, cases & material*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p.208

Em denso estudo sobre problemas práticos associados à confidencialidade em arbitragens, HWANG e CHUNG realizaram levantamento quanto aos regulamentos das principais câmaras internacionais⁵⁰. Em especial, foi apontada a distinção dos elementos da arbitragem protegidos pelo dever de sigilo no regulamento de cada câmara.

Os autores, em meio ao levantamento, constataram que “*most institutions had rules to cover three or four of the first author's designated aspects of confidentiality, and virtually all institutions recognized confidentiality in some way*”⁵¹. Contudo, nota-se que, por mais que indicada uma diretriz geral em abordar confidencialidade, foi identificada uma sequência de diferenças quanto aos sujeitos e ao seu conteúdo nos diferentes regulamentos. Em outras palavras, conclui-se que os regulamentos tendem a abordar a confidencialidade do procedimento, variando, todavia, quanto ao conteúdo e sujeitos abarcados. Chegou-se, na data, ao seguinte panorama:

Institution	(i) General confidentiality	(ii) Existence of arbitration	(iii) Documents used or generated	(iv) Arbitrator	(v) Witnesses	(vi) Award
LCIA	✓		✓	✓		✓
ICC						
UNCITRAL						✓
ICSID				✓		✓
SWISS	✓		✓	✓		✓
AAA	✓	? ("all matters relating to the arbitration or the award")		✓		✓
SIAC	✓	✓		✓		✓
KLRC		? ("all matters relating to the arbitration proceedings")		✓		✓
BANI	✓		✓	✓		✓
CIETAC	✓		✓	✓	✓	
JCAA			✓	✓		
WIPO		✓	✓	✓	✓	✓

52

⁵⁰ HWANG, Michael e CHUNG, Katie. *Defining the Indefinable: Practical Problems of Confidentiality in Arbitration*. Journal of International Arbitration. Kluwer Law International, 2009. Volume 26 Issue 5. pp. 609 – 645.

⁵¹ HWANG, Michael e CHUNG, Katie. *Defining the Indefinable: Practical Problems of Confidentiality in Arbitration*. Journal of International Arbitration. Kluwer Law International, 2009. Volume 26 Issue 5. pp. 609 – 645.

⁵² HWANG, Michael e CHUNG, Katie. *Defining the Indefinable: Practical Problems of Confidentiality in Arbitration*. Journal of International Arbitration. Kluwer Law International, 2009. Volume 26 Issue 5. p. 638.

Cabe notar que a ausência de provisões acerca de confidencialidade por parte do regulamento da prestigiosa *International Chamber of Commerce* (ICC). Não há disposição determinando a confidencialidade do procedimento ou documentos a ele relacionados, o que persiste na versão de março de 2017 do regulamento. Não obstante, quando o tribunal entender pela confidencialidade do procedimento, o regulamento assegura o cabimento de medidas para tutelá-la:

*Article 22: Conduct of the Arbitration (...) 3) Upon the request of any party, the arbitral tribunal may make orders concerning the confidentiality of the arbitration proceedings or of any other matters in connection with the arbitration and may take measures for protecting trade secrets and confidential information.*⁵³

Destoando no Estatuto e nas Regras Internas da ICC, constantes como Anexo I e II das Regras da ICC para Arbitragem, respectivamente, há disposições expressas sobre a confidencialidade dos trabalhos da própria câmara – mas não do procedimento arbitral ou seu conteúdo:

Article 6: Confidentiality

*The work of the Court is of a confidential nature which must be respected by everyone who participates in that work in whatever capacity. The Court lays down the rules regarding the persons who can attend the meetings of the Court and its Committees and who are entitled to have access to materials related to the work of the Court and its Secretariat.*⁵⁴

Se, de um lado, foi adicionada de maneira expressa e direta a confidencialidade acerca dos trabalhos da câmara no caso da ICC; de outro, a houve clara omissão quanto ao procedimento arbitral e seu conteúdo. A omissão é eloquente: o que se garante como regra para o procedimento interno da câmara, no estatuto e regras internas, é abandonado nas regras de arbitragem, que

⁵³ Disponível em: <<https://iccwbo.org/dispute-resolution-services/arbitration/rules-of-arbitration/>>. Acesso em: 10/11/2018.

⁵⁴ Disponível em: <<https://iccwbo.org/dispute-resolution-services/arbitration/rules-of-arbitration/>>. Acesso em: 10/11/2018.

regulam o procedimento arbitral propriamente dito. O regulamento, todavia, não abandona a confidencialidade de todo, assegurando em seu artigo 22, a possibilidade de o tribunal arbitral, na condução do procedimento, proteger elementos confidenciais do procedimento através das medidas cabíveis.

Aplicando-se o regulamento da ICC, dessa forma, a existência de confidencialidade deve ser analisada *in concreto* para o procedimento arbitral, mesmo sendo expressamente conferida ao tribunal a autoridade para tutelá-la. Ou seja, não há uma definição de conteúdo confidencial, mas o regulamento da ICC instrumentaliza sua defesa. Nesse sentido, reforça a doutrina especializada:

*The reference in Article 20(7) to “confidential information” (which is not defined) is nevertheless sufficiently broad that an order of the Arbitral Tribunal could also extend to documents produced for the purpose of the arbitration itself, such as pleadings, witness statements and the Award, or other information relating to the arbitration or even its existence, to the extent appropriate. Thus, for example, if one party provides information to the press about the arbitration, the Arbitral Tribunal might, on the basis of Article 20(7), be requested to order it to stop doing so.*⁵⁵

A postura adotada nas regras da ICC, contudo, vai contra a corrente. A regulação das demais câmaras analisadas, inclusive as brasileiras, propõe tratamento diverso, assegurando, em maior ou menor grau, tratamento confidencial ao procedimento arbitral, ressalvadas as exceções legais, regulatórias ou convenção das partes.

1.1.4. Tratamento legal dispensado na ausência de disposições pelas partes

Como já afirmado anteriormente, não há previsão legal acerca da confidencialidade da arbitragem, seja relativa à sua existência, seja quanto a documentos e decisões inerentes ao procedimento. Não obstante o amplo espaço para disposições privadas, bem como o frequente tratamento pelos regulamentos das câmaras mais reconhecidas, há de se reconhecer que estes não alcançam todos os casos. Partes, leis e regulamentos institucionais são ambos falíveis. Não se pode, por isso, esperar que tenham sido previamente exauridas todas as situações que possam surgir no procedimento arbitral. Acentua-se ainda, conforme RECENA COSTA o tratamento

⁵⁵ SCHWARTZ, Eric A. e DERAIS, Yves. *Guide to the ICC Rules of Arbitration*. 2ª ed. Kluwer Law International, 2005. p. 286.

lateral que costuma ser dado à resolução de disputas em meio ao calor das negociações contratuais:

Diante da redação concisa da maioria das cláusulas compromissórias (muitas vezes redigidas ao fim das negociações, sem a devida reflexão, e conhecidas, por isso, como *midnight clauses*) e da incompletude dos regulamentos institucionais e da própria lei de arbitragem, no entanto, a delimitação da extensão dos poderes do tribunal arbitral e outras tantas questões ligadas à execução da convenção de arbitragem exigem muitas vezes um exercício de preenchimento de lacunas (*gap filling*) ou *integração contratual*⁵⁶

Sempre haverá, dessa forma, espaço para integração contratual e colmatação de lacunas; especialmente quando se trata de sigilo. A uma, porque não cabe presumir que as partes serão completas e infalíveis na redação dos instrumentos que regem sua relação, muito menos em prever detalhes da resolução de eventuais conflitos. A duas, porque ainda que os regulamentos de câmaras comumente refiram a confidencialidade de maneira genérica, raramente se detém na matéria. Destacadamente, poucas são as disposições completas sobre *a quem* ou *ao que* se aplica o dever de confidencialidade; frequentemente não há menção expressa quanto à extensão às partes ou aos árbitros. Ainda menos recorrente é a referência à extensão da obrigação de manter a confidencialidade a terceiros que participam da arbitragem na condição de assistentes, peritos ou sob qualquer outro título. Também não costuma haver especificação sobre os elementos da arbitragem que devem ser tratados como confidenciais; notadamente, se o dever de sigilo abarca a existência do procedimento, os documentos envolvidos, as decisões ou conjunto de todos estes elementos.

Renegar estes cenários, deixando de reconhecer a possibilidade de obrigação de confidencialidade sem acordo expresso ou menção no regulamento não satisfaz a realidade do mercado. Não há falar em solução universal para estes casos, tampouco pode-se deixar de endereçá-los. Por esta razão, é necessário construir diretrizes sólidas para análise da confidencialidade no caso concreto, nos aspectos em que o regulamento e o acordo entre as partes forem omissos.

⁵⁶ COSTA, Guilherme Recena. *Partes e terceiros na arbitragem*. Tese (Doutorado em Direito Processual) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. P. 34.

A ausência de disposição expressa acerca da matéria leva autores, como ÉRICA GORGA, à peremptória afirmação de que a lei “simplesmente não exige a confidencialidade dos procedimentos arbitrais”⁵⁷. Todavia, essa frase não parece retratar o cenário completo. Vê-se, no mínimo, duas possibilidades em sentido contrário: primeiro, a imposição de sigilo aos árbitros, a partir do dever de agir com discrição imposto por lei (LARb, art. 13, §6º); segundo, a possibilidade de se extrair um dever geral de confidencialidade na arbitragem da boa-fé objetiva (CC, art. 422)

1.1.4.1. O sigilo decorrente do dever de agir com discrição dos árbitros

A lei demanda que o árbitro “no desempenho de sua função, deverá proceder com imparcialidade, independência, competência, diligência e discrição” (LARb, 13, §6º). Essa provisão, conforme apontado por NOGUEIRA e SOARES Jr., fixa parâmetros à atuação do árbitro “de forma a garantir que sua atuação verdadeiramente faça jus à confiança depositada”⁵⁸. Referem ainda:

A última regra deontológica apresentada pelo parágrafo em questão é que o árbitro atue com discrição. A imposição de que o árbitro seja discreto quanto aos atos do procedimento arbitral se afigura, em um primeiro momento, como uma importante ferramenta de resguardo de uma das principais vantagens que a arbitragem pode materializar, o sigilo. Como já destacado, as partes podem estabelecer que a arbitragem se desenvolverá através de um procedimento sigiloso, e em assim sendo, é certo que o sigilo do procedimento passa obrigatoriamente pela discrição do árbitro. Ocorre que não apenas em procedimento arbitrais sigilosos a discrição do árbitro é medida que se impõe, visto que, mesmo sem determinação das partes de que o procedimento será sigiloso, a postura ponderada e discreta há de ser exigida do árbitro, em consonância com a relevante função que exerce. Abster-se de qualquer manifestação a respeito das partes, do conflito e do procedimento fora do âmbito da arbitragem é imperativo que independe da natureza sigilosa do procedimento, ligada que está à postura que se exige daquele que recebeu das partes a grandiosa missão de julgar o conflito.⁵⁹

⁵⁷ GORGA, Érica. *Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileira*. Revista de Direito Empresarial. Vol. 1/2014. pp. 125-141. Jan - Fev/2014. DTR\2014\62. p. 6.

⁵⁸ JACOB NOGUEIRA, Daniel Fábio. SOARES Jr., Ney Bastos. *Capítulo III – Dos Árbitros*. In: MAIA NETO, Francisco. MUNIZ. Joaquim de Paiva (Orgs.). *Reforma da lei de arbitragem – comentários ao texto completo*. . Belo Horizonte: 1ª Ed., 2015. p. 66.

⁵⁹ JACOB NOGUEIRA, Daniel Fábio. SOARES Jr., Ney Bastos. *Capítulo III – Dos Árbitros*. In: MAIA NETO, Francisco. MUNIZ. Joaquim de Paiva (Orgs.). *Reforma da lei de arbitragem – comentários ao texto completo*. . Belo Horizonte: 1ª Ed., 2015. p. 72.

Por esta razão, nos dizeres de JOSÉ EMÍLIO NUNES PINTO, “a Lei de Arbitragem é parcialmente silente quanto ao sigilo a ser observado pelas partes em procedimentos arbitrais.”⁶⁰ A lei não prevê a confidencialidade do procedimento ou o dever de sigilo dos partícipes de maneira direta, entretanto o dever de conduzir-se com discrição por ela imposto traz de maneira implícita a obrigação de guardar segredo acerca do procedimento. À lei, portanto, falta previsão expressa e direta quanto à confidencialidade do procedimento, contudo, sua omissão é somente “parcial”, exigindo o sigilo por parte dos árbitros sob a égide de um agir discreto.

Nota-se, também, que a confidencialidade que se pode demandar dos árbitros encontra limitações e pode ser relativizada. Em especial, encontra constrições diante do interesse público, conforme notado por JUDITH MARTINS-COSTA:

Também incide ao árbitro o dever de recato, igualmente como decorrência da confiança investida. Recato não significa, necessariamente, sigilo, este último existindo na medida em que previsto em lei, regulamento ou por disposição das partes. O sigilo, porém, não se admite quando interesses públicos estão em causa, vigendo, então, o princípio da transparência ou publicidade, tal qual reconhecido no novo § 3.º do art. 2.º da Lei de Arbitragem.⁶¹

Ainda que se reconheça a distinção entre *discrição* e *sigilo*, não cabe negar que estão entrelaçados na prática. Justamente por tratar da confiança imbuída aos árbitros pelas partes, beirando as expectativas destas quanto à adoção do instituto, parece ser de todo razoável interpretar, como consequência da conduta contida demandada por lei, um dever de sigilo aos árbitros. Em outras palavras, ainda que inexista obrigação aplicável às partes e outras figuras do procedimento arbitral, o árbitro deve tratar o procedimento e tudo a ele pertinente como confidencial, exceto se houver previsão expressa em sentido contrário.

⁶⁰ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.31.

⁶¹ MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado – critérios para sua aplicação*. 2ª Ed. Editora Saraiva, São Paulo 2018. p. 368.

1.1.4.2. Dever de sigilo decorrente da boa-fé objetiva

Quanto às partes⁶² há de se reconhecer que a adoção da arbitragem pode sinalizar uma expectativa legítima de confidencialidade na resolução de disputas. Dessa forma, a partir de uma análise concreta das expectativas dos envolvidos, pode surgir um direito ao sigilo do procedimento sob a égide da boa-fé objetiva, oponível aos partícipes do procedimento.

CLÓVIS DO COUTO E SILVA já preconizava que a boa-fé objetiva pode se atrelar à aquisição de direitos das mais variadas naturezas, sendo “fastidioso enumerar as diferentes formas de operar desse princípio nos diversos setores do direito”⁶³. Logo após, bem a sintetizou como fonte de deveres no escopo do direito das obrigações:

Com relação ao das obrigações, manifesta-se como máxima objetiva que determina o aumento de deveres, além daqueles que a convenção explicitamente constitui. Endereça-se a todos os partícipes do vínculo⁶⁴

O princípio da boa-fé (CC, 422), portanto, é reconhecido enquanto fonte de deveres, sejam eles associados à *prestação* (deveres anexos) ou à *proteção* (deveres laterais).⁶⁵ É certo, ainda, que sua incidência sob a égide da segunda modalidade abarca “o seu [da parte] interesse à integridade de sua esfera jurídica”⁶⁶. Para além do que se fala acerca do sigilo e boa-fé nas fases

⁶² Aqui a referência se faz ao conceito de parte em sentido material, enquanto sujeitos titulares da relação jurídica subjacente ao procedimento, até porque são estes os únicos que tem condão de talhar o negócio jurídico subjacente ao litígio. Sobre a distinção, fez-se claro GUILHERME RECENA COSTA, adicionando às conclusões de Camelutti e Mandrioli: “Via de regra, as partes da relação material serão as partes no processo. Apesar da usual coincidência entre os sujeitos, o conceito processual de parte é autônomo em face do direito material. Trata-se da “qualificação subjetiva mínima” que está sempre presente quando instaurado um processo, independentemente da titularidade efetiva ou mesmo simplesmente afirmada do direito alegado. Isso significa que inexistente coincidência necessária entre a parte no processo e a parte na relação jurídica substancial deduzida em juízo – devendo buscar-se, no plano do processo, um conceito eminentemente processual, despido de considerações quanto a questões de direito material. COSTA, Guilherme Recena. *Partes e terceiros na arbitragem*. Tese (Doutorado em Direito Processual) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p.59

⁶³ COUTO E SILVA, Clóvis V. *A obrigação como processo*. Reimpressão. Editora FGV: Rio de Janeiro, 2006. p.33.

⁶⁴ COUTO E SILVA, Clóvis V. *A obrigação como processo*. Reimpressão. Editora FGV: Rio de Janeiro, 2006. p.33.

⁶⁵ MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado – critérios para sua aplicação*. 2ª Ed. Editora Saraiva. São Paulo 2018. p.241.

⁶⁶ MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado – critérios para sua aplicação*. 2ª Ed. Editora Saraiva. São Paulo, 2018. p.244. No mesmo sentido, explicando a possibilidade de emergirem direitos da boa-fé, referiu MENEZES CORDEIRO: “Em regra, estas alterações normativas conduzem, tão só, ao ampliar de posições jussubjetivas já presentes na esfera do beneficiário, isto é, a acrescentos feitos no conteúdo dos seus direitos e, na óptica do titular exercente, às restrições correspondentes nos direitos que não devam ser exercidos de modo abusivo. Quando, porém, o beneficiário incorra numa vantagem específica e autônoma, há, para ele,

negocial e pós-contratual, não se pode negar que esta incide, inclusive como limitador de direitos, em toda extensão da relação entre as partes:

(...) princípio da boa-fé, o qual traça uma órbita bem mais ampla, assumindo, por vezes, função limitadora dos direitos (inclusive formativos) dos partícipes da relação, e alcançando todos os momentos e fases do vínculo, desde o seu nascimento até o adimplemento dos deveres e obrigações.⁶⁷

Nota-se, portanto, que não há restrição às obrigações decorrentes da boa-fé em emergirem no contexto de litígios entre os contratantes, independente do momento da relação. Feita a ressalva acerca da aplicação de boa-fé na resolução de conflitos, a qualquer tempo em que persista a relação, e mesmo após seu término, cabe adentrar no seu ponto de contato com o sigilo em procedimentos arbitrais.

Nesta seara, é propícia a constatação de JOSÉ EMÍLIO NUNES PINTO, de que há uma tendência daqueles que escolhem a arbitragem a vê-la como mecanismo para assegurar a confidencialidade na resolução de conflitos. Isto é, no mais das vezes a escolha da arbitragem se associa a uma expectativa de privacidade e sigilo na solução de controvérsias, opondo a publicidade do júízo estatal:

Ao escolherem a arbitragem como meio extrajudicial de controvérsias, as partes identificaram no instituto determinadas características próprias que, a seu ver, vão ao encontro de suas pretensões, representando uma vantagem comparativa para a utilização dessa via. (...) a confidencialidade é uma expectativa das partes ao elegerem a via arbitral para a solução de suas controvérsias. Ao buscarem um caminho que possa assegurar a confidencialidade, as partes estimam que, para a condução de seus negócios e operações e continuidade da sua relação negocial, o conhecimento por parte do público da mera existência da controvérsia ou de dados e informações que sejam trazidos à discussão será ⁶⁸ detrimental, podendo, inclusive, causar danos a seus interesses e patrimônio.

um direito subjetivo novo: ocorre um fenómeno da surrectio. Paralelamente, sendo esse direito novo um direito relativo, adstringe-se a contraparte a um dever.” (MENEZES CORDEIRO, António Manuel da Rocha e. *Da boa-fé no direito civil*. 5ª Reimpressão. Edições Almedina: Lisboa, 2013. p. 826.)

⁶⁷ COUTO E SILVA, Clóvis V. *A obrigação como processo*. Reimpressão. Editora FGV. Rio de Janeiro, 2006. p. 36.

⁶⁸ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p. 32-33.

Ora, a boa-fé é mecanismo que assegura a proteção das expectativas legítimas da contraparte, não somente quanto ao adimplemento da obrigação, mas também a proteção à sua esfera jurídica. Nesse aspecto, a boa-fé inclusive se imbricada com a confiança despertada pela conduta da parte:

Confiança e boa-fé também se superpõem no que diz com a função de proteger especiais «situações de confiança», gerando deveres de proteção, correlativos interesses de proteção que, uma vez violados, podem levar à eficácia indenizatória⁶⁹

A expectativa acerca do sigilo não é diferente. Por esta razão foi, inclusive, elencada como interesse passível de tutela sob a égide de *dever de proteção* ou *dever lateral* por JUDITH MARTINS-COSTA:

Correspondem aos interesses de proteção: a) os deveres de proteção e cuidado com a pessoa e o patrimônio da contraparte, como, v.g., o dever do proprietário de uma sala de espetáculos ou de um estabelecimento comercial de planejar arquitetonicamente o prédio, a fim de diminuir os riscos de acidentes; b) os deveres de omissão e de segredo, como o dever de guardar sigilo sobre atos ou fatos dos quais se teve conhecimento em razão do contrato ou de negociações preliminares; (...)⁷⁰

Pode haver, portanto, o surgimento de um direito a exigir o sigilo da contraparte no trato de informações decorrentes da relação contratual, oriundo de uma expectativa legítima ou mesmo da simples proteção à esfera jurídica da co-contratante. Não parece haver razão para que haja trato distinto no contexto das informações relativas ao procedimento arbitral.

Nesse sentido, cabe apontar que é frequente a associação da arbitragem à confidencialidade por seus usuários, conforme já apontado em repercutido estudo realizado pela *Queen Mary University* em 2018, referido nos capítulos anteriores deste trabalho, no qual 87% dos partícipes indicaram que a confidencialidade é aspecto de importância na arbitragem. Em

⁶⁹ MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado – critérios para sua aplicação*. 2ª Ed. Editora Saraiva: São Paulo, 2018. p. 255.

⁷⁰ MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado – critérios para sua aplicação*. 2ª Ed. Editora Saraiva: São Paulo, 2018. p. 599.

questionário paralelo publicado em conjunto pela mesma instituição, 36% dos usuários de arbitragem em disputas internacionais apontaram como razão pela escolha da arbitragem a confidencialidade e sigilo do procedimento⁷¹. Destaca-se trecho do estudo:

The 2010 survey additionally revealed that 50% of corporate respondents erroneously believed that arbitration is confidential even where there is no specific clause to that effect in the arbitration rules adopted or the arbitration agreement. This seemed to suggest an implied expectation that arbitrations would by default be confidential. With this in mind, this survey set out to ask respondents whether confidentiality should be of respondents consider confidentiality to be of importance 87% an opt-in (i.e., the default position is that proceedings will not be confidential unless the parties choose otherwise) or an opt-out feature (i.e., the default position is that proceedings will be confidential unless the parties choose otherwise). A decisive majority of 74% of the respondent group believed that confidentiality should be an opt-out feature while only 26% thought that confidentiality should not be presumed by default. The figures for the in-house counsel subgroup were not significantly different: 69% of the subgroup expressed that confidentiality should be an opt-out feature while 31% would prefer the default rule to be opt-in.⁷²

Além da estatística geral, como prova da constatação inicial, o próprio texto remete a outro estudo pela mesma universidade datado de 2010, no qual 50% dos partícipes do meio empresarial mostraram-se crentes de que a mera escolha da arbitragem implicaria na confidencialidade do procedimento, ainda que não houvesse disposição contratual ou em regulamento arbitral sobre o sigilo. Por esta razão, a conclusão do estudo foi clara e inequívoca: a confidencialidade é aspecto valorizado comercialmente na escolha da arbitragem como mecanismo de solução de controvérsias:

⁷¹ Queen Mary University. *What are the three most valuable characteristics of international arbitration?* Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>. Acesso em 17-11-2018.

⁷² Queen Mary University. *What are the three most valuable characteristics of international arbitration?* Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>. Acesso em 17-11-2018. p. 27-28

*This result suggests that, from a commercial perspective, the ability to keep arbitrations away from the public eye in general, and competitors in particular, continues to be a highly valued feature of arbitration.*⁷³

Assim, ainda que em contexto pátrio, não se pode negar que confidencialidade e arbitragem estão entrelaçadas. Não sendo raros os casos em que o segredo do procedimento se mostra motivo determinante da opção pela arbitragem. Dessa forma, a despeito de notáveis opiniões em sentido contrário⁷⁴, mostra-se persuasiva a conclusão de JOSÉ EMÍLIO NUNES PINTO acerca da existência de um dever de confidencialidade inerente à arbitragem, aplicável a ambas as partes, englobando o procedimento, dados e documentos a ele acostados:

Portanto, em razão dos deveres laterais de boa-fé, impostos a ambas as partes contratantes, entendemos existir, no direito brasileiro, um dever de sigilo, sendo este da essência da própria arbitragem e em relação a dados, informações e documentos trazidos ao procedimento arbitral por qualquer das partes.⁷⁵

Entretanto, como referido pelo próprio autor, há “limitações que temperam esse dever”, decorrentes do interesse público no procedimento arbitral:

No entanto, o dever de sigilo não pode ser tomado como absoluto. Basta lembrar que, na forma do art. 37 da CF/88, consagra-se o princípio da publicidade em matéria da Administração Pública. Muito se tem discutido quanto à compatibilidade da arbitragem com esse princípio constitucional. Estamos diante do aparente conflito entre um padrão de comportamento exigido das partes e uma disposição constitucional expressa. Conflito aparente pois, na realidade, ele não existe. A disposição constitucional expressa ela própria um standard de comportamento exigido da Administração Pública e que visa satisfazer o interesse público e o bem comum. É evidente que esse standard de

⁷³ Queen Mary University. *What are the three most valuable characteristics of international arbitration?* Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>. Acesso em 17-11-2018. p. 7.

⁷⁴ JOÃO BOSCO LEE associa o sigilo exclusivamente à pactuação das partes ou a disposição expressa por regulamento de câmara arbitral: “A expectativa das partes em ter uma arbitragem resguardada pela confidencialidade dependerá das regras aplicadas ao procedimento arbitral, seja o Regulamento de uma Instituição Arbitral, seja a lei de um país que admita o sigilo como um princípio fundamental da arbitragem, e principalmente da vontade das partes que podem estipular, por via contratual, a confidencialidade da arbitragem” (LEE, João Bosco. *O princípio da confidencialidade na arbitragem comercial internacional*. In: VALENÇA FILHO, Cláudio de Melo. *Estudos de arbitragem*. Curitiba: Juruá, 2008. p.293). No mesmo sentido: BATISTA, Luiz Olavo. *Confidencialidade na arbitragem*. In: *V Congresso do Centro de Arbitragem Comercial*. São Paulo: Almedina Brasil, 2012. p. 197.

⁷⁵ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: *Revista de Arbitragem e Mediação*. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p. 34.

comportamento por se dirigir à satisfação dos interesses de toda a coletividade toma procedência sobre aquele que se dirige especificamente às partes numa relação bilateral. Não se pode afirmar que o dever de sigilo não se aplique de forma alguma; o que ocorre é que ele é temperado pelo interesse público inerente à Administração Pública. O princípio da publicidade estará devidamente observado e satisfeito na medida em que se reportem as informações quanto ao andamento do procedimento arbitral envolvendo pessoa jurídica de direito público ou, ainda que de direito privado, mas integrante da Administração⁷⁶

Assim, não cabe escapar de uma análise concreta para se aferir a existência de confidencialidade sob a égide da boa-fé objetiva. É, nesse sentido, propício lembrar que a autonomia da vontade privada das partes é a pedra angular da arbitragem. Assim sendo, sempre se deve pensar nas lacunas do acordo entre as partes e do regulamento de arbitragem à luz da intenção e legítimas expectativas das partes num juízo caso-a-caso, como expõe GUILHERME RECENA COSTA:

O ponto a reter: deve pensar-se o processo arbitral à luz da autonomia privada, integrando-se adequadamente as lacunas no procedimento à luz das expectativas contratuais das partes, ainda que, como será visto, alguns interesses de terceiros merecedores de tutela possam justificar uma derrogação do programa contratual e das regras supletivas.⁷⁷

Natural, portanto, que se estenda uma obrigação de confidencialidade ao procedimento arbitral, ainda que nada se tenha pactuado a respeito, sob o manto da proteção aos interesses legítimos das partes, ou mesmo sob dever *latere* a elas imposto pela boa-fé objetiva⁷⁸.

⁷⁶ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.35.

⁷⁷ COSTA, Guilherme Recena. *Partes e terceiros na arbitragem*. Tese (Doutorado em Direito Processual) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 37.

⁷⁸ Em especial acerca da vinculação contratual dos árbitros às partes enquanto fiduciários, e o conto de confiança oriundo dessa relação, esclarece JUDITH MARTINS-COSTA: “No adimplemento de sua obrigação principal – a de julgar o litígio –, devem os árbitros empregar “dedicação, diligência e celeridade”, promovendo a “boa gestão do procedimento arbitral”. Há requisitos subjetivos do contrato (independência e imparcialidade do árbitro) que explicam as especificidades da feição assumida no contrato de investidura pelo princípio da boa-fé, bem como a gama de deveres anexos decorrentes do princípio. Nessa figura contratual, há superposição entre confiança e boa-fé que, amalgamadas, estão no núcleo do contrato. Assim determina o art. 13 da Lei 9.307/1996. O árbitro é a pessoa que conta com a confiança das partes, tratando-se de uma confiança fiduciária que estrutura o contrato e imanta toda a relação.” MARTINS-COSTA, Judith. *A boa-fé no direito privado – critérios para sua aplicação*. 2ª Ed. Editora Saraiva: São Paulo, 2018. p. 364.

1.2. O REGIME DE TRANSPARÊNCIA DAS COMPANHIAS ABERTAS

1.2.1. *O conceito de companhia aberta*

A companhia aberta é, por definição, aquela cujos valores mobiliários são admitidos à negociação no mercado de capitais (Lei 6.385, art. 22)⁷⁹. É, portanto, “aquela que capta recursos junto ao público, ou seja, tem valores mobiliários de sua emissão publicamente negociados”⁸⁰. A Lei das Sociedades por Ações (LSA) construiu sobre este conceito ao estabelecer que a diferença entre sociedades anônimas abertas e fechadas é justamente a possibilidade de livre circulação de seus valores mobiliários no mercado (LSA, art. 4º).

Identifica-se, já em sua origem, o primeiro grande diferencial das companhias abertas: o registro prévio junto à CVM, compulsório para toda e qualquer circulação de valores mobiliários em mercado aberto (LSA, art. 4º, §§ 1º e 2º; Lei 6.385, art. 19)⁸¹. Esse registro, nos termos de EIZIRIK, apresenta “nítida função instrumental”⁸², ao passo que, como elencado na Exposição de Motivos da Lei 6.385/76, “tem por fim colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre a companhia emitente”⁸³.

Já de início, a obrigatoriedade de registro junto a CVM sinaliza o que CARVALHOSA designou como “série de controles estatais sobre a organização e funcionamento da companhia aberta”⁸⁴. Notadamente, regras cogentes visando tutelar os acionistas e o mercado investidor como um todo, compondo um regime jurídico diferenciado aplicável ao tipo societário.

⁷⁹ Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976: “Art. 22. Considera-se aberta a companhia cujos valores mobiliários estejam admitidos à negociação na bolsa ou no mercado de balcão.” A definição do Banco Central (BACEN) segue a mesma linha, conforme a Resolução 457 do BACEN, em seu item I, lê o seguinte: “Para todos os efeitos legais e regulamentares, serão consideradas como sociedades anônimas de capital aberto todas as companhias abertas”. No mesmo sentido, segue o conceito dado pela obra da CVM acerca do direito no mercado de capitais: “Companhia aberta é uma sociedade por ações (S.A.) que, mediante a obtenção do registro perante a CVM, está autorizada a ter seus valores mobiliários negociados publicamente, tanto em bolsas de valores, quanto no mercado de balcão, organizado ou não.” LANG, Henrique; MYANAKI, Cauê Rezende; CHAUFFAILLE, Gustavo Ferrari. *Principais agentes do mercado*. In: *Direito do mercado de valores mobiliários*. 1ª edição. Ministério da Fazenda – Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017.. p. 302.

⁸⁰ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 53.

⁸¹ Também nesse sentido, Instrução CVM Nº 480, de 7 de dezembro de 2009: “Art. 1º A negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM.” Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acesso em: 27-11-2018.

⁸² EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 54.

⁸³ Exposição de Motivos da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/leis-decretos/anexos/EM197-Lei6385.pdf>>. Acesso em: 27-11-2018.

⁸⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas. 1º Volume: artigos 1º a 74*. 5 ed. Rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 49.

Desenvolvendo as peculiaridades gerais deste regime, PITTA propôs uma divisão tripartite dos pontos centrais de divergência que o diferenciam do regime aplicável às companhias fechadas, categorizando-os da seguinte forma:

(i) nos direitos protetivos daqueles que investem seus recursos, na medida em que o investidor de uma companhia aberta, que realiza seu investimento no mercado primário ou secundário de valores mobiliários, possui menor poder de barganha com relação aos seus direitos, em comparação com aqueles que dispõem de seus recursos para a formação de uma companhia fechada; (ii) no regime informacional aplicável às companhias abertas, em decorrência de sua inserção no mercado de valores mobiliários; e (iii) na existência de uma maior quantidade de regras cogentes aplicáveis às companhias abertas.⁸⁵

Não há dúvida de que o regramento distinto imputado às companhias abertas sempre mantém por plano de fundo a “característica de negociação em massa” dos títulos emitidos, voltando-se, portanto, à “proteção jurídico-administrativa na colocação dos direitos junto ao público investidor”⁸⁶. Contudo, a despeito das relevantíssimas diferenças no regime legal aplicável, cabe referir que as companhias abertas partilham dos mesmos mecanismos básicos inerentes às companhias fechadas, conforme expuseram os autores da Lei de Sociedades Anônimas, ALFREDO LAMY FILHO e JOSÉ LUIZ BULHÕES PEDREIRA:

Os mecanismos básicos de funcionamento interno das companhias abertas e fechadas são os mesmos, mas, nas relações com o público as companhias abertas assumem obrigações relevantes e específicas com os participantes dos mercados de valores mobiliários, e o público em geral. Com efeito, a diferença mais importante entre a companhia fechada e aberta é que esta, além das relações (internas) com os investidores de mercado que são seus acionistas, mantém – pelo fato de participar do mercado como emissora dos valores mobiliários negociados mediante oferta pública, relações com todos os investidores do mercado – inclusive os que não são titulares de valores de sua emissão, mas apenas adquirentes em potencial desses valores.⁸⁷

⁸⁵ PITTA, André Grunspun. *Capitalização das Companhias*. In: *Direito do mercado de valores mobiliários*. Ministério da Fazenda – Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição. pp. 407-408.

⁸⁶ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas. 1º Volume: artigos 1º a 74*. 5 ed. Rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 50

⁸⁷ LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. *A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Modificações*. Vol. I. Rio de Janeiro: Renovar, 1997, p. 84.

Não obstante o uso da mesma estrutura básica de funcionamento, as companhias abertas e fechadas apresentam regimes jurídicos fundamentalmente distintos. Com efeito, é precisamente a regulação das companhias abertas, em meio ao alto grau de exigência demandado para circulação de valores no mercado de capitais, que associa o tipo societário a um elevado grau de transparência. Assim, a circulação de valores mobiliários no mercado de capitais não é somente a característica que define as companhias abertas, mas também a razão de ser de seu regramento distinto.

Em outras palavras, o conceito de companhia aberta e a forma de seu regramento passam, necessariamente, pelo mercado de capitais. Por esta razão, far-se-á necessário delinear a estrutura básica deste, a fim de contornar os aspectos regulatórios que cercam a companhia aberta, e polarizam um dos lados da dicotomia que se propõe analisar neste estudo.

1.2.2. *Panorama estrutural da regulação do mercado de capitais*

A regulação das companhias abertas, incluindo quanto à divulgação de informações e ao grau de transparência exigido, como exposto, passa necessariamente pela estrutura do mercado de capitais. De plano, pode-se dizer que a regulação nasce da necessidade de se corrigir falhas de mercado decorrentes das complexas relações que se passam no mercado de capitais⁸⁸, ou seja, é sobre as falhas inerentes à conjectura do próprio mercado que se constrói a regulação. Portanto, não cabe negar um breve *detour*, para que se estabeleça o nicho em que se inserem as companhias abertas, as características que lhe são peculiares e os problemas que lhe são inerentes.

O mercado de capitais é um segmento do chamado mercado financeiro *lato sensu*, em conjunto com o mercado bancário – mercado financeiro *stricto sensu* ou mercado de crédito – e com o mercado de câmbio. Enquanto o mercado de câmbio se volta a operações de compra e

⁸⁸ CAMINHA, Uinic. *Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais*. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (Org.). *Aspectos da arbitragem institucional – 12 anos da lei 9.307/1996*. Malheiros ed., 2008. p. 94.

venda de moeda nacional e estrangeira⁸⁹, os mercados bancário e de capitais, por sua vez, tratam da transferência e alocação de recursos excedentes, dos poupadores até os tomadores⁹⁰.

O cerne da distinção entre estes últimos é a presença de intermediação financeira.⁹¹ O mercado financeiro em sentido estrito é aquele em que os recursos excedentes são alocados por meio de um “intermediário financeiro que se coloca entre o investidor e o beneficiário do investimento”⁹². Em contrapartida, no mercado de capitais “a relação de investimento se estabelece diretamente entre o prestador de recursos e o seu beneficiário”⁹³.

Essa distinção é bem explorada por UINIE CAMINHA:

A diferença entre os mercados financeiro e de capitais reside na forma como os recursos financeiros transitam entre aqueles que buscam formas de aplicar sua renda não consumida e aqueles que procuram financiamento para seus projetos e negócios. Assim, investimento e poupança constituem o cerne dessa distinção através do qual se procura identificar os mecanismos que possibilitem o aproveitamento dos fluxos de poupança e investimento da forma mais eficiente possível.⁹⁴

Assim, ambos o mercado bancário e de capitais ligam o capital àqueles que dele farão uso, tendo como diferencial a ocorrência, ou não, de intermediação financeira. O modelo adotado pelo mercado financeiro é considerado *bank oriented*, tendo em vista que as instituições financeiras polarizam a captação dos recursos dos investidores e sua distribuição aos investidos; por oposição no mercado de capitais, como o investimento ocorre mediante títulos emitidos pelos receptores e adquiridos de maneira direta pelos investidores do mercado, ou seja, as atividades dos tomadores

⁸⁹ Engloba essencialmente atividades de importação, exportação, bem como financiamentos e trocas de moeda. Devido às restrições das operações às entidades autorizadas à “troca de moedas” é considerado o “*locus* das instituições, bancos e corretoras autorizadas a operar em câmbio” (YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p.133.)

⁹⁰ Em termos de regulação e fiscalização todos os três segmentos se submetem às diretrizes impostas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que exerce competência normativa, e a à competência regulatória e fiscalizatória do Banco Central do Brasil (BACEN) e da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), conforme regime estabelecido pela Lei 4.595 de 31 de dezembro de 1964 6.385, em conjunto com a Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976. Nesse sentido para a estrutura reguladora do mercado financeiro em sentido amplo e do sistema financeiro nacional, vale conferir YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 198 e ss.

⁹¹ PITTA, André Grunspun; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Sistema Financeiro Nacional* In: *Direito do mercado de valores mobiliários*. Ministério da Fazenda – Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição. p. 34.

⁹² YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p.132.

⁹³ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p.132.

⁹⁴ CAMINHA, Uinie. *Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais*. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (Org.). *Aspectos da arbitragem institucional – 12 anos da lei 9.307/1996*. Malheiros ed., 2008. p.96.

são financiadas pelos investidores de maneira direta, considera-se que há um modelo de financiamento *market oriented*. Distinção esta que não só persiste nos debates sobre mercado de capitais e bancário como, nos termos de YAZBEK, “reflete-se nas estruturas formais criadas para a regulação”⁹⁵.

No entanto, mesmo no mercado de capitais, que é, por natureza, caracterizado pela desintermediação financeira, há um papel a ser cumprido pelas instituições financeiras. Não mais captam os recursos, absorvem os riscos e alocam o dinheiro nos investidos, tampouco tem sua remuneração no *spread*⁹⁶; em meio ao mercado de capitais, passam à condição de “meros intervenientes (e não mais contrapartes), prestando tão somente serviços de aproximação, de representação ou de liquidação de operações para seus clientes, as partes reais”⁹⁷. A acessoriedade que caracteriza a atuação dos intermediários financeiros no mercado de valores mobiliários foi descrita pela própria CVM da seguinte forma:

[no mercado de valores mobiliários] as instituições financeiras atuam, basicamente, como prestadoras de serviços, assessorando as empresas no planejamento das emissões de valores mobiliários, ajudando na colocação deles para o público investidor, facilitando o processo de formação de preços e a liquidez, assim como criando condições adequadas para as negociações secundárias. Elas não assumem a obrigação pelo cumprimento das obrigações estabelecidas e formalizadas nesse mercado. Assim, a responsabilidade pelo pagamento dos juros e principal de uma debênture, por exemplo, é da emissora, e não da instituição financeira que a tenha assessorado ou participado do processo de colocação dos títulos no mercado. São participantes desse mercado, como exemplo, os Bancos de Investimento, as Corretoras e Distribuidoras de títulos e Valores Mobiliários, as entidades administradoras de mercado de bolsa e balcão, além de diversos outros prestadores de serviços⁹⁸

Nestes termos, percebe-se que a função das instituições financeiras no mercado de valores mobiliários é precipuamente a de um interveniente obrigatório nas operações, cuja atuação tem finalidade protetiva, simplesmente instrumental ao negócio principal. PITTA e PERREIRA

⁹⁵ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p.133.

⁹⁶ MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo, 1999.

⁹⁷ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p.132.

⁹⁸ Portal do Investidor da Comissão de Valores Mobiliários. Acesso em 26-11-2018. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/introducao_geral/introducao_mercado.html>.

FILHO ressaltam que, a despeito da desintermediação financeira, o papel cumprido pelas instituições bancárias no mercado de capitais é essencial ao seu bom funcionamento:

O que caracteriza a desintermediação financeira no mercado de capitais não é a ausência de instituições financeiras ou outras instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central, mas, sim, o papel que desempenham. No mercado de capitais, ou no de valores mobiliários, estas instituições não captam recursos de terceiros para repassar tais recursos, ou seja, não executam intermediação financeira. Entretanto, por questões regulatórias e operacionais, é essencial e obrigatório a existência e intervenção de instituições financeiras para que as operações no mercado de capitais se realizem, mas, repita-se, sem que façam intermediação financeira.⁹⁹

A compulsoriedade da participação de entidades financeiras muito expressa sobre o papel da informação enquanto proteção ao investidor no mercado de capitais. Sua inclusão, além de facilitar operações, visa reduzir uma das mais elementares facetas da assimetria informacional: a tecnicidade. Isso porque a participação compulsória dos agentes financeiros traduziria, em tese, as informações técnicas, riscos e vantagens do negócio “em linguagem compreensível para o leigo”¹⁰⁰.

Bem lembra YAZBEK que a existência de intermediários financeiros obrigatórios é justificada pela facilitação de operações e redução de assimetrias, contudo “ela também, por outro lado dá causa a novas assimetrias”¹⁰¹. Nesta outra faceta, vem recebendo destaque o *moral hazard* e os problemas decorrentes da relação *principal-agent*¹⁰². O primeiro fenômeno corporiza a tendência à assunção anômala de riscos quando a parte for financiada, garantida ou segurada, normalmente após a ocorrência de transação¹⁰³. O segundo, por sua vez, pressupõe uma relação entre dois polos em que um deles (*agent*) detém poderes para agir pelo outro (*principal*) e, por consequência dessa relação, recebe informações privilegiadas, que lhe concedam vantagens no

⁹⁹ PITTA, André Grunspun; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Sistema Financeiro Nacional*. In: *Direito do mercado de valores mobiliários*. Ministério da Fazenda - Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição. p. 35.

¹⁰⁰ STAJN, Rachel. *Direito societário e informação*. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. *Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. P.229.

¹⁰¹ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. pp.188-189.

¹⁰² YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 41 e WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. pp. 53-54.

¹⁰³ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p.54.

mercado em detrimento do *principal*¹⁰⁴; tendo esse fenômeno, como um de seus mais claros expoentes, a relação entre acionistas e administradores de uma companhia¹⁰⁵.

Denota-se, ainda, dessa troca de função, outro ponto de divergência entre mercado de capitais e financeiro em sentido estrito: no primeiro, a intermediação financeira centra os riscos da alocação de recursos nas instituições bancárias, enquanto, no segundo, via de regra, estas exoneram-se do risco de crédito, que recai sobre os investidores¹⁰⁶. Ponto este que, não se pode negligenciar, pesa nos mecanismos de regulação do mercado de valores mobiliários e do mercado bancário, trazendo diferenças substanciais aos regramentos aplicáveis em cada segmento.

O mercado de capitais é, ainda, subdividido internamente. Pela perspectiva das operações realizadas em seu bojo, pode haver a divisão em mercado primário, em que ocorrem captações diretas da poupança pelos tomadores, e secundário em que há a circulação dos valores mobiliários previamente emitidos¹⁰⁷. Em outros termos, enquanto as operações de mercado primário correspondem à capitalização propriamente dita, mediante emissão de valores mobiliários, as operações do mercado secundário “são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários”¹⁰⁸.

Assim, é através do mercado primário que companhias financiam seus projetos e passivos, ou seja, como expôs EIZIRIK são “as ofertas primárias que atendem à principal função econômica do mercado de valores mobiliários”¹⁰⁹. Contudo, não se pode descartar a importância do mercado secundário para o sistema como um todo, sendo que a regulação adequada do ambiente em que circulam os valores mobiliários, após sua emissão, já foi amplamente demonstrada como fator-chave para o desenvolvimento de mercados de capitais ao redor do

¹⁰⁴ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. pp. 43-44.

¹⁰⁵ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 44.

¹⁰⁶ CAMINHA, Uinie. *Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais*. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (Org.). *Aspectos da arbitragem institucional – 12 anos da lei 9.307/1996*. Malheiros ed., 2008. p. 99.

¹⁰⁷ PITTA, André Grunspun; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Sistema Financeiro Nacional*. In: *Direito do mercado de valores mobiliários*. Ministério da Fazenda - Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição. p. 34.

¹⁰⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 10.

¹⁰⁹ EIZIRIK, Nelson. *A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1ª a 120*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 55. No mesmo sentido CAMINHA, CAMINHA, Uinie. *Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais*. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (Org.). *Aspectos da arbitragem institucional – 12 anos da lei 9.307/1996*. Malheiros ed., 2008. p.100.

globo¹¹⁰. A razão para tal é simples. O mercado como um todo torna-se mais atrativo e eficiente conforme a liquidez dos valores mobiliários emitidos, sendo a “função precípua” do mercado secundário assegurar um ambiente para livre-circulação desses títulos¹¹¹. Não há falar, portanto, em mercado primário eficiente, sem que haja regulação adequada, também, do mercado secundário.

A implicação de maior relevância no seccionamento entre mercado primário e secundário, pela perspectiva regulatória, é a existência de uma precificação prévia dos valores mobiliários comercializados. Devido à ausência de um preço de mercado pré-estabelecido e estável, as operações de mercado primário são consideradas de maior sensibilidade, atraindo regramentos ainda mais protecionistas aos investidores; destacadamente no caso de uma companhia fechada realizando distribuição pública pela primeira vez, situação designada na prática como *Initial Public Offer* ou IPO¹¹². Dentro do mercado secundário, vê-se, ainda, a divisão dos mercados regulamentados de valores mobiliários entre mercados de bolsa e de balcão, podendo este último ser classificado como organizado ou não organizado conforme a entidade responsável por sua gestão¹¹³.

Sobressalta-se que no conjunto de níveis e segmentações, externas e internas, do mercado de capitais, existe ainda a possibilidade de autorregulação, ou seja, regramentos estabelecidos pelos próprios privados que, conforme “complementa[m] o sistema regulatório”¹¹⁴. Essa forma de regulação pelos privados, exemplificada pelas normas internas das bolsas, vem sendo associada a

¹¹⁰ PORTA, Rafael Ia. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. SCHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert W. *Legal Determinants of External Finance*. In: The Journal of Finance, Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting. American Finance Association. New Orleans, Louisiana. January 4-6, 1997. (Jul., 1997), pp. 1131-1150.

¹¹¹ CAMINHA, Uinie. *Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais*. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (Org.). *Aspectos da arbitragem institucional – 12 anos da lei 9.307/1996*. Malheiros ed., 2008. p.101.

¹¹² Vide Instrução nº 400 da Comissão de Valores Mobiliários.

¹¹³ A diferença central entre mercados organizados (mercado de bolsa e mercado de balcão organizado) e de balcão não organizado é que os primeiros são administrados e fiscalizados por pessoa jurídica autorizada pela CVM, constituída conforme as determinações da Instrução 461 de 7 de outubro de 2007 da CVM. Bem lembra PEREIRA FILHO que a ausência desta entidade administradora não torna o mercado de balcão não organizado uma “terra de ninguém ou sem regras”, tendo em vista que mesmo este mercado “é um mercado regulamentado, logo sujeito às regras e disciplina da CVM” (PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários*. In: *Direito do mercado de valores mobiliários*. Ministério da Fazenda - Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição. p. 338)

¹¹⁴ PEÑA CHEDIAK, Julian Fonseca. *Regulação e autorregulação*. In: *Direito do mercado de valores mobiliários*. Ministério da Fazenda - Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição. p. 186.

notáveis benefícios, como referido pela *ex-chairman* da *Securities Exchange Commission*, MARY SCHAPIRO:

First, private-sector regulators are able to tap industry expertise to make certain that rules are practical, workable and effective. Also, industry participants often are in the best position to identify potential problems, thus enabling regulators to stay ahead of the curve. Second, private funding is a critical advantage to the self-regulatory model. Hundreds of millions of dollars can be and are spent by SROs on examination, enforcement, surveillance and technology at no cost to the U.S. Treasury. In a self-regulatory system, the industry—not the taxpayers—pays for regulation. Third, unlike governmental laws and rules, self-regulatory standards can extend beyond the legal to the ethical. Perhaps the best example is our rule requiring industry participants to act ‘in accord with high standards of commercial honor and just and equitable principles of trade.’¹¹⁵

O panorama geral do mercado financeiro, incluindo o funcionamento e organização do mercado de valores mobiliários, é um degrau indispensável para que se alcance a compreensão do regramento concernente às companhias abertas. Desta feita, o funcionamento do mercado financeiro aponta para a necessidade de proteção à poupança popular, e sua estrutura dá norte às regulações que visam defendê-la.

1.2.3. *O viés protetivo da regulação das companhias abertas*

As companhias abertas, como já apontado, por terem suas ações circulando livremente no mercado de capitais, sujeitam-se a regime distinto das fechadas, destacadamente quanto à proteção ao acionista e do próprio mercado a partir do *disclosure* de informações concernentes à companhia. Apontando a “transmutação” de regime jurídico, decorrente da abertura de capital, LAMY FILHO não poupou palavras:

Com efeito, entre a S/A fechada – mera técnica de estruturar um negócio, que poderia eventualmente revestir qualquer outra forma societária – e a S/A aberta – cujos títulos alimentam o mercado de capitais, que apela para o público em busca do capital de risco

¹¹⁵ Testemunho de Mary L. Schapiro perante o *Committee on Banking, Housing and Urban Affairs Securities, Insurance and Investment Subcommittee*, do Senado dos EUA, na *Hearing on Consolidation of NASD and the Regulatory Functions of the NYSE: Working Towards Improved Regulation*. Maio, 2007.

de que necessita (como vai à rede bancária obter o financiamento em capital empréstimo) – a diferença não é apenas de tamanho ou de grau, é de natureza. Quando uma S/A resolve abrir seu capital ela não pratica, apenas, mero ato de economia interna da empresa: ela aciona mecanismos de crédito público, por cuja idoneidade e regular funcionamento deve responder o Governo, como ‘Minister Dei in bonum’, na velha expressão tomística. Altera-se, por via de consequência, todo o relacionamento interno da sociedade, no mesmo passo em que a sociedade assume responsabilidades que concernem, diretamente, com o interesse público. Enquanto a S/A é fechada, os acionistas se conhecem, ou sabem quem são, a assembleia geral é o órgão máximo da sociedade porque é a reunião dos donos, o próprio poder constituinte em ação, e os administradores ou são os próprios donos ou seus prepostos, isto é, pessoas cujas relações se exaurem num âmbito relativamente limitado e estritamente privado de mecanismos jurídicos. Mais ainda, os sócios confiam nos detentores da maioria, ou se entendem por cima da assembleia, em contatos pessoais, em que a armadura societária é mero ritual desprovido de expressão (convocações, atas, reuniões de diretoria, livros de registro, relatórios de diretoria, emissão de ações, etc., etc.). (...) Projete-se, agora, a mesma sociedade que abre o seu capital, e vai ao público oferecer suas ações: tudo aqui transmuda. É que então os sócios passam a meros prestadores de capital (na linguagem que o velho C. Com. usava, e, impropriamente, para os comanditários), desinteressam-se pela vida da empresa como tal, para só se importarem com os reflexos da Bolsa que apresentam os títulos, tornando-se, com isso, muito mais vulneráveis em sua boa-fé; as assembleias, à míngua de acionistas presentes, perdem sua importância para a administração que se torna, ela sim, o órgão máximo da sociedade; a vida da empresa e o comportamento de sua administração passam a interessar diretamente ao crédito público, pois não apenas pelo tamanho (geralmente grandes empresas) mas pelos reflexos que produz na vida financeira do país, a má gestão pode provocar uma crise e repercutir intensamente em muitos outros setores; as facilidades abertas para o levantamento de recursos – desde o apelo ao mercado de capitais até o progressivo autofinanciamento – exigem, então, a fiscalização pública e impõe o dever de uma intensa publicidade em favor do sócio (*‘disclosure’*); novos mecanismos – como opções de compra de ações, debêntures conversíveis e outros – passam a ter ampla utilização, para motivar o investidor, ou mobilizar o administrador mais competente; o direito de voto perde expressão, o mesmo ocorrendo com o direito de preferência (quando a ação é vendida ou comprada em Bolsa, por valor de mercado), etc.¹¹⁶

De maneira geral, são dois os pilares que sustentam o regime diferenciado para companhias de capital aberto: um de ordem interna, e outro de ordem externa à sociedade.

Primeiro, acentua-se a necessidade de proteção ao acionista minoritário da companhia que, cabe lembrar, foi representada como prioridade desde a gênese da Lei das Sociedades por Ações vigente, conforme a Exposição de Motivos para o projeto. Oportunidade em que foi reconhecida, ainda no corpo do documento, a necessidade de uma sistemática própria para oferecer atrativos suficientes ao acionista minoritário no contexto do mercado de capitais:

¹¹⁶ LAMY FILHO. Alfredo. *Texto sobre a Reforma da Lei de S.A.* In: LAMY FILHO. Alfredo. *Temas de S.A.* Rio de Janeiro: Renovar, 2007, pp. 39-41.

O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do Mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.¹¹⁷

O embrião da proteção diferenciada que se confere ao acionista minoritário de companhias abertas centra-se em fenômeno analisado por consagrado estudo de ADOLF BERLE e GARDINER MEANS, considerado precursor da governança corporativa moderna. A partir do desdobramento da propriedade em duas facetas, os autores concluíram que a pulverização acionária representa um distanciamento dos minoritários do controle social, e, por consequência, da capacidade de gerir o capital investido. Nos termos do proeminente estudo, a conclusão foi externada da seguinte forma:

In the past, the ownership of business enterprise, the only form of property with which we are here concerned, has always, at least in theory, involved two attributes, first the risking of previously collected wealth in profit-seeking enterprise; and, second, the ultimate management of and responsibility for that enterprise. But in the modern corporation, these two attributes of ownership no longer attach to the same individual or group. The stockholder has surrendered control over his wealth. He has become a supplier of capital, a risk-taker pure and simple, while ultimate responsibility and authority are exercised by directors and "control". One traditional attribute of ownership is attached to stock ownership; the other attribute is attached to corporate control.¹¹⁸

Essa maior distancia entre proprietário e propriedade, ou seja, entre acionista e controle, é a razão pela qual é acertada a conclusão de ERASMO VALLADÃO de que, nas sociedades de capitais, “a gestão da atividade empresarial se autonomiza”¹¹⁹. Logo, no caso típico de

¹¹⁷ Exposição de Motivos nº 196 de 24 de junho de 1976. Item 4.

¹¹⁸ BERLE, Adolf A. Jr.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York The Macmillan Company, 1932. pp. 338-339.

¹¹⁹ NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. *Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao controlador*. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009. p. 366.

companhia aberta, onde há um grande número de acionistas, ““control” is in the hands of the Board of Directors because stock is widely dispersed”¹²⁰, restando afastados os acionistas da ingerência na atividade social.

Assim, aquele que compra ações de uma companhia aberta se sujeita ao centro decisório da sociedade, tendo, na maioria das vezes, pouca ou nenhuma influência sobre este. Nesse sentido, a máxima externada por WALDEMAR FERREIRA de que o indivíduo, ao entrar em uma sociedade “aliena parte da sua independência”¹²¹ parece se sagrar ainda mais verdadeira no âmbito do mercado de capitais. Fenômeno que, conforme CARVALHOSA, foi alvejado pelo regime legal imposto às companhias abertas, independentemente de sua ocorrência *in concreto*:

Em face da dispersão dos tomadores de valores mobiliários emitidos pela companhia, que se presume incapazes de formar uma comunidade apta a defender eficazmente seus interesses perante aquela, seus controladores e administradores, a lei estabelece um regime especial de tutela do Poder Público em favor dessa coletividade de acionistas, debenturistas e demais portadores de títulos acionários. Note-se que o critério de forma de financiamento adotado pela Lei das Sociedades Anônimas não leva em conta o número de tomadores de ações, debentures e demais títulos ofertados ao público. Se a sociedade logra ou não colocar seus títulos em consequência da oferta, pouco importa. Basta que haja oferta junto ao público investidor para que, sobre a sociedade, incida o regime especial de tutela estatal previsto na lei¹²².

A lei, dessa forma, parte do pressuposto de que há um distanciamento entre os acionistas, verdadeiros proprietários da sociedade, e a gestão social, sujeitando a companhia aberta a um regime jurídico próprio simplesmente por ter valores mobiliários em circulação no mercado. Esse regime, assim, é aplicado *pro forma*, inclusive às companhias abertas em que não se verifique um alto grau de pulverização¹²³. Do mesmo modo, nota-se que a possibilidade de livre retirada pelo

¹²⁰ BERLE, Adolf A. Jr.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. Transaction Publishers, New Jersey: terceira tiragem, 1999. Originalmente publicado em 1968. p. 217.

¹²¹ FERREIRA, Waldemar. *O direito insurrecional do acionista* (memorial), SP: RT, 1939, pp. 6-7.

¹²² CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas. 1º Volume: artigos 1º a 74*. 5 ed. Rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p.48.

¹²³ Essa opção legislativa toma especial relevância considerando que a dispersão do capital nas companhias abertas brasileiras, ao menos quando comparadas com as americanas, “é fenômeno meramente incipiente” (ZANINI, Carlos Klein. *A responsabilidade da sociedade controladora pelas dívidas da controlada*. In: ESTEVEZ, André Fernandes; Jobim, Marcio Felix (org.). *Estudos de direito empresarial: Homenagem aos 50 anos de docência do Professor Peter Ashton*. São Paulo: Saraiva, 2012. p.404). Cabe referir, também, que, inobstante ainda pouco desenvolvido, há tendência de incremento na dispersão do capital conforme a maturação do

acionista insatisfeito, devido à liquidez dos valores mobiliários, também não tem condão de aliviar o regime protetivo imposto às companhias abertas¹²⁴.

Quanto à ordem externa, destaca-se que a alocação de recursos através do mercado de capitais carrega interesse público, tendo em vista sua inegável importância para a economia nacional¹²⁵. Nas palavras de MISHKIN a função de “*channeling funds from savings to those individuals or firms that have productive investment opportunities*” é crítica à economia de qualquer sociedade¹²⁶. Conforme BULHÕES PEDREIRA, em meio a esta alocação de recursos, é precisamente “o fim de proteger os investidores contra operações temerárias e práticas fraudulentas”¹²⁷ que justifica a intervenção do Estado no mercado de capitais. Esse substrato público às operações do mercado de capitais foi reconhecido inclusive pela CVM:

A transferência de recursos entre os investidores e os agentes econômicos é indispensável à contínua formação de capital, quando se contempla uma sociedade como a brasileira, baseada na livre iniciativa e na economia de mercado. É através desse processo de transferência de recursos que se obtém o investimento e o crescimento das unidades econômicas e, em decorrência, do conjunto da sociedade. Portanto, é do interesse público o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários.¹²⁸

Mesmo dentre os segmentos do mercado financeiro em sentido amplo, é no mercado de capitais que necessidade de assegurar a contenção das falhas de mercado incide em sua máxima

mercado de valores mobiliários brasileiro, nesse sentido, vale conferir: HIRATA, Augusto Jorge. *A companhia aberta no Novo Mercado: rumo à dispersão do capital?* In: *Mercado de Capitais Brasileiro II – doutrina, cases & materiais*. Coord.: PENTEADO, Mauro Rodrigues. Quartier Latin: São Paulo, 2014. pp. 273-283.

¹²⁴ Nota-se que a simples existência de um mercado para os valores mobiliários, ou seja a liquidez dos títulos, *per se* não é suficiente para despir o acionista de companhia aberta de proteção. Nesse sentido bem expôs MARCELO ADAMEK: “De mais a mais, a existência de mecanismos de auto-desvinculação do sócio, em caso de desacordo, não é, de per si, razão suficiente para recusar a existência de regras de proteção à minoria. Primeiro porque o regular funcionamento de uma coletividade não pode ser pautado pela regra infantilóide segundo a qual “os incomodados que se retirem”; Segundo porque as coletividades existem para a satisfação de interesses igualmente coletivos, e não individuais do grupo controlador” (ADAMEK, Marcelo Viera von. *Abuso de minoria em direito societário (abuso das posições subjetivas minoritárias)*. Tese apresentada para doutoramento em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. p.35.

¹²⁵ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 43.

¹²⁶ MISHKIN, Frederic S. *Prudential supervision: why is it important and what are the issues?* In: *Prudential Supervision: what works and what doesn't – conference report*. National Bureau of Economic Research. The University of Chicago Press, 2001. p. 2.

¹²⁷ PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia*. Rio de Janeiro: Forense, 1989. p. 436.

¹²⁸ Comissão de Valores Mobiliários. *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. 3ª ed. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em 18-11-2018. p. 64.

intensidade. A razão é evidente. A emissão de títulos que lhe é característica “permite a transferência dos riscos originalmente inerentes à atividade empresarial ou a atividades específicas que se deseje desenvolver”¹²⁹; no entanto, diferentemente do que ocorre com a intermediação financeira, a circulação de valores mobiliários expõe diretamente os investidores, *i.e.* o público em geral, aos riscos da atividade dos captadores. Mais do que isso, trata de transações envolvendo, em geral, um grande número de partícipes e alto grau de tecnicidade:

O mercado de capitais envolve relações jurídicas bem mais complexas que o mercado financeiro propriamente dito; se não por outras razões, pelo simples fato de envolver, via de regra, maior número de investidores e oferta pública de títulos a pessoas indeterminadas, bem como por se tratar, geralmente, de relações de longo prazo. Essas características fazem com que o Mercado de capitais necessite, para o seu desenvolvimento, de certeza e segurança nas relações jurídicas nele implementadas, e essas certeza e segurança não dependem apenas da qualidade das leis, mas sim, de sua interpretação e aplicação pelo Poder Judiciário.¹³⁰

Em específico, a regulação das companhias abertas toma em conta a proteção à poupança popular. Por isso, nas companhias abertas há um “dever de informação ao público”¹³¹. As normas que lhe são aplicáveis, portanto, não somente foram moldadas para tutela dos acionistas, mas estendem proteção também os potenciais acionistas, ou seja, o mercado investidor como um todo:

Essa ingerência do Poder Público sobre as companhias funda-se no princípio da tutela do interesse coletivo representado pelo investimento da poupança privada em valores mobiliários emitidos por aquelas. Desde que se volte, sob quaisquer formas, ao público investidor para obtenção de recursos de financiamento deve a companhia submeter-se a uma permanente disciplina normativa por parte do Estado. Esse regime de tutela inspira-se no pressuposto geral de proteção da poupança privada alocada em operações e em investimentos de terceiros ou administrados por estes.¹³²

¹²⁹ YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007. p. 87.

¹³⁰ CAMINHA, Unie. *Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais*. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (Org.). *Aspectos da arbitragem institucional – 12 anos da lei 9.307/1996*. Malheiros ed., 2008. p. 94

¹³¹ DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín Garrigues y. *Problemas atuais das sociedades anônimas*. Tradução, prefácio e notas do Prof. Norberto da Costa Caruso MacDonal. Fabris, Porto Alegre, 1982. p. 50.

¹³² CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à lei de sociedades anônimas. 1º Volume: artigos 1º a 74*. 5 ed. Rev. e atual. Saraiva: São Paulo, 2007. p. 49.

Consagra-se, portanto, um regime protetivo dúplice nas companhias abertas. De um lado, busca-se compensar o crescente distanciamento do acionista, em especial o minoritário, da gestão social; de outro, busca-se tutelar o interesse público, consubstanciado na alocação da poupança popular à atividade empresária. Por esta razão, o viés protetivo das companhias abertas não somente é mais acentuado, como também mais amplo, se estendendo aos sujeitos indeterminados do mercado investidor. Nos dizeres de GARRIGUES Y DÍAZ-CANÃBATE “o direito individual [do acionista] converteu-se em um dever público [da companhia]”.

Não obstante, ambas estas facetas convergem na formação do regime próprio atribuído às companhias abertas, e em sua principal função: assegurar transparência nos negócios sociais, seja perante o mercado investidor, seja perante os próprios acionistas.

1.2.4. *O combate à assimetria informacional e o disclosure*

Informação, nominadamente sua divulgação (*disclosure*) e controle de qualidade, protagonizam a regulação do mercado de capitais, consistindo no “eixo fundamental em que assenta a regulação da CVM”¹³³. O foco dos regramentos incidentes sobre o mercado de capitais é, portanto, assegurar o fornecimento de informações suficientes, fidedignas e compreensíveis aos potenciais investidores. Trata-se, como se verá, de um conjunto normativo que visa à mitigação de falhas de mercado ou, mais especificamente, de assimetrias informacionais entre seus partícipes.

A intervenção compulsória de instituições financeiras nas operações é exemplo de regulação que se opõe às assimetrias informacionais inerentes ao mercado. Como exposto anteriormente, sua presença visa garantir que o investidor não seja abalroado pela tecnicidade e complexidade das informações envolvidas. No entanto, a capacidade técnica não esgota as facetas deste fenômeno que permeiam o comércio de valores mobiliários: mesmo para os mais experientes e técnicos *players*, o mercado de capitais é campo propício para uma multitude de falhas de mercado, com destaque àquelas associadas à assimetria informacional. Isso porque não

¹³³ Processo CVM nº RJ 2005/1717, j. 21.06.2005.

somente o emissor tende a possuir uma afinidade técnica maior, como também detém o monopólio sobre as informações centrais à valoração dos títulos comercializados.

Acerca de sua valoração e da demanda por transparência, JULYA SOTTO MAYOR WELLISCH bem expôs o paradigma do mercado de capitais:

Na medida em que os valores mobiliários são bens incorpóreos, a sua verificação e avaliação ocorrem, em geral, de forma indireta, a partir de fontes produzidas pelo próprio emissor, o qual, não fosse a exigência estatal, não teria incentivos suficientes para prestar, espontaneamente, todas as informações consideradas necessárias. Na verdade, e como reconhece Stiglitz, os indivíduos dispõem de diversos incentivos para evitar a transparência de informações, e o principal deles é a obtenção de vantagens econômicas.¹³⁴

Em verdade, a propensão dos investidos em acentuar a assimetria informacional é questão chave. Sua atenuação por regras de publicidade e transparência é imperativa para o funcionamento de qualquer mercado de valores mobiliários. Nesse sentido, vale desenvolver que a omissão normativa teria condão de fomentar o fenômeno conhecido na economia como *seleção adversa*. A clássica incursão de GEORGE AKERLOF ao mercado de carros (popularmente referida como *a market for lemons*), bem representa suas consequências:

Suppose (for the sake of clarity rather than reality) that there are just four kinds of cars. There are new cars and used cars. There are good cars and bad cars (which in America are known as "lemons"). A new car may be a good car or a lemon, and of course the same is true of used cars. The individuals in this market buy a new automobile without knowing whether the car they buy will be good or a lemon. But they do know that with probability q it is a good car and with probability $(1-q)$ it is a lemon; by assumption, q is the proportion of good cars produced and $(1-q)$ is the proportion of lemons. After owning a specific car, however, for a length of time, the car owner can form a good idea of the quality of this machine; i.e., the owner assigns a new probability to the event that his car is a lemon. This estimate is more accurate than the original estimate. An asymmetry in available information has developed: for the sellers now have more knowledge about the quality of a car than the buyers. But good can and bad cars must still sell at the same price- since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good car and a bad car. It is apparent that a used car cannot have the same valuation as a new car -if it did have the same valuation, it would clearly be advantageous to trade a lemon at the price of new car, and buy another new car, at a higher probability of being good and a lower probability of being bad. Thus the owner of a good machine

¹³⁴ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. p. 199.

*must be locked in. Not only is it true that he cannot receive the true value of his car, but he cannot even obtain the expected value of a new car.*¹³⁵

A *ratio* encaixa-se perfeitamente no mercado de capitais: a assimetria informacional entre investidores e investidos afeta a precificação dos valores mobiliários, e seu descontrole pode atrofiar, ou mesmo inviabilizar, o segmento como um todo. Não foi sem razão que BERNARD BLACK considerou os efeitos da chamada *seleção adversa* como ainda mais “vívidos” no mercado de valores mobiliários, ao cotejá-lo com o exemplo original de AKERLOF:

*In economic jargon, securities markets are a vivid example of a market for lemons. Indeed, they are a far more vivid example than George Akerlof's original example of used cars. Used car buyers can observe the car, take a test drive, have a mechanic inspect the car, and find out about others' experiences with the same car model manufacturer. By comparison, a company's shares, when it first goes public, are like a unique, unobservable car, on which investors can obtain only a dry written information, that they can't directly verify. They have only the comfort of knowing that other, similarly informed investors have reached similar conclusions about value. This may ensure that investors receive a fair price, on average. But consider the plight of an "honest" company – a company whose insiders report truthfully to investors and won't divert the company's income stream to themselves, apart from a market compensations for management services. Discounted share prices mean that an honest issuer can't receive a fair value for its shares, and has an incentive to use other forms of financing. But discounted prices won't discourage dishonest issuers. Shares that aren't worth the paper they're printed on are, after all, cheap to produce. The tendency for high-quality issuers to leave the market because they can't obtain a fair price for their shares, while low-quality issuers remains, worsens the lemons or "adverse selection" problem that investors face. Investors rationally react to the lower average quality of issuers by discounting still more the prices they will pay. This drives even more high-quality issuers out of the market and exacerbates adverse selection.*¹³⁶

É inevitável algum grau de assimetria informacional no estado de qualquer companhia (especialmente nas operações de mercado primário). Essa assimetria informacional é precificada pelos potenciais compradores, que oferecem uma quantia reduzida, correspondente ao grau de incerteza sobre o real estado financeiro da companhia, pelos valores mobiliários. Como consequência, os chamados *high-quality issuers* são estimulados a não abrir o capital, tendo em vista que receberão preços destoantes, para menor, com o valor real do negócio, em oposição

¹³⁵ AKERLOF, George A. *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970). pp. 488-500. p.489.

¹³⁶ BLACK, Bernard. *The core institutions that support strong securities markets*. 55 *Bus. Law*. 1565 1999-2000.

àqueles beneficiados pela névoa da assimetria informacional, os *low-quality issuers*. A prevalência dos *low-quality issuers*, por sua vez, incrementa o risco de títulos de má qualidade, aumentando o *gap* entre o valor real dos títulos e o preço ofertado, retroalimentando um verdadeiro círculo vicioso no mercado de capitais. Reduzir a assimetria informacional, portanto, diminui a discrepância entre o valor real dos títulos e o valor ofertado, atraindo dessa forma, *high-quality issuers* e novos investidores.

A informação detém papel central no mercado de capitais e na regulação das companhias abertas. Não somente por se tratar de mitigação de assimetrias informacionais nocivas à coletividade, mas também pela própria natureza dinâmica das operações inerentes à livre-circulação de ações, e à diversidade de riscos que a elas se associam:

existem diversos outros riscos que decorrem da dinamicidade do mercado e das inovações constantes que este proporciona, bem como das falhas de mercado existentes no âmbito das emissões e negociações de valores mobiliários, relacionadas, principalmente, à assimetria da divulgação de informações entre os diversos agentes do mercado.¹³⁷

Ora, não poderia ser diferente, tendo em vista a premissa básica que “os *stakeholders* formam uma imagem da empresa com base naquilo que eles conseguem ver”¹³⁸, sendo o *disclosure* a ferramenta básica para permitir que o potencial investidor “possa realizar julgamentos adequados”¹³⁹. A divulgação das companhias abertas é, portanto, premissa fundamental para um mercado de valores mobiliários “livre, competitivo e informado”¹⁴⁰.

¹³⁷ ABRAAO, Bernardo F.; FONSECA, Dario Augusto C.; WANDERLEY, Leticia G. *O papel da regulação e autorregulação para o desenvolvimento do Mercado de valores mobiliários brasileiro*. In: *Mercado de Capitais Brasileiro II – doutrina, cases & materials*. PENTEADO, Mauro Rodrigues (org.). Quartier Latin: São Paulo, 2014. p. 239.

¹³⁸ MURCIA, Fernando Dal-Ri. *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo para doutoramento em Ciências Contábeis. São Paulo, 2009. p. 16

¹³⁹ MURCIA, Fernando Dal-Ri. *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. Tese apresentada ao Departamento de Contabilidade e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo para doutoramento em Ciências Contábeis. São Paulo, 2009. p. 16

¹⁴⁰ Comissão de Valores Mobiliários. *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*. 3ª ed. Rio de Janeiro, 2014. Disponível em: <<http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/LivroTOP-CVM.pdf>>. Acesso em 18-11-2018. p.64.

Por essas razões, a divulgação suficiente e simétrica de informações é fundamental para a regulação do mercado de capitais, e do regime jurídico das companhias abertas, consistindo, conforme designa de COMPARATO, na “pedra angular da construção jurídico-comercial do setor”¹⁴¹. Esse é o viés em que se constrói o regime de *disclosure* imposto às companhias abertas e que se, *a prima facie*, parece correr em direção contrária à confidencialidade, que muito pesa no procedimento arbitral.

2. CONFLITOS CONCRETOS ENTRE TRANSPARÊNCIA E SIGILO

2.1. DIVULGAÇÃO OBRIGATÓRIA DE INFORMAÇÕES PELAS COMPANHIAS ABERTAS

2.1.1. A adoção do *full-disclosure* e as regras de divulgação obrigatória

“*Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants; electric light the most efficient policeman*”¹⁴² – As palavras de LUIS BRANDEIS, que serviram de plano de fundo à elaboração ao *Securities Exchange Act* de 1934, introduzindo o modelo de *full-disclosure*, parecem não ter envelhecido.

O modelo proposto por BRANDEIS, e adotado na legislação brasileira, consiste na exposição completa das informações ao mercado para possibilitar a decisão pelos investidores; ou seja, a intervenção estatal não deve influenciar no procedimento decisório, mas tão somente assegurar que o potencial investidor esteja “adequadamente informado”¹⁴³. Assim sendo, na precisa descrição de EIZIRIK “inexiste um exame sobre a qualidade do empreendimento”¹⁴⁴.

¹⁴¹ COMPARATO, Fábio Konder. *A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações*. In: COMPARATO, Fábio Konder. *Direito Empresarial*. São Paulo: Saraiva, 1990. p. 333.

¹⁴² BRANDEIS, Louis D. *Other people's money and how the bankers use it*. Frederick A. Stokes Company: New York, 1914. p.92.

¹⁴³ WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. Quartier Latin: São Paulo, 2018. p. 188.

¹⁴⁴ EIZIRIK, Nelson. *Questões de direito societário e mercado de capitais*. Forense: Rio de Janeiro, 1987. p. 125. O autor ainda na mesma página, segue: “Tal se justifica por algumas razões básicas. Em primeiro lugar, considera-se que não cabe ao Estado substituir os investidores na análise de qualidade das empresas. Com efeito, não há por que se presumir que o funcionário público melhor poderia aquilatar o mérito de determinado investimento do que o investidor de mercado. Em segundo lugar, razões de ordem prática normalmente impõem às agências reguladoras tal política, uma vez que assumir o encargo de julgar o mérito da emissão pode ter como consequência sua responsabilidade civil pelos prejuízos sofridos pelos investidores no caso de insucesso do empreendimento.” Justificativa no mesmo sentido é apresentada em TRINDADE, Marcelo Fernandez. *O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil*. In: SADDI, Jairo (org.) *Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos*. IOB: São Paulo, 2002. pp. 308-309.

Tamanho sua relevância que COMPARATO eleva o *full-disclosure* de “regra menor” a princípio fundamental, que guia todo o regramento do mercado de capitais:

o dever de informação completa das companhias ao público investidor não é, em nosso país, uma regra menor do sistema de regulação do mercado de capitais, mas princípio fundamental. Nessa qualidade, ele informa o conjunto normativo constituído pelas Leis ns. 6.385 e 6.404 de 1976, a ele devendo se subordinar todas as regras operacionais das companhias abertas¹⁴⁵

Com efeito, a base legal da regulação das companhias abertas está nas Leis 6.385 e 6.040 de 1976, que abraçam o *full-disclosure*¹⁴⁶. O dever de divulgar, que encontra base nestes diplomas, lembram LAMY FILHO e BULHÕES PEDREIRA, abarca fatos do interesse do mercado, sendo, por natureza, “bem mais amplo que a satisfação do direito de informação do acionista.”¹⁴⁷. Sob a égide destes diplomas ergue-se toda a regulação da CVM, em especial, tratando do dever de divulgação, as Instruções nº 400¹⁴⁸ (ofertas públicas) nº 480 (informações periódicas) e nº 358 (fato relevante)¹⁴⁹.

¹⁴⁵ COMPARATO, Fábio Konder. *A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações*. In: *Direito empresarial: estudos e pareceres*. pp. 331-353.

¹⁴⁶ A publicação da CVM assim refere o modelo adotado pela Lei 6.385, que cria a entidade: “Com a edição da Lei no 6.385/1976 e a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), consolidou-se expressamente a clara opção legislativa de seguir o princípio do *full-disclosure*, de modo que o Estado não se enveredasse a tecer avaliações meritórias acerca das companhias abertas e dos seus respectivos empreendimentos. O poder de escolha permanecia, portanto, com o investidor. Ao Estado, por meio da CVM, caberia apenas assegurar a divulgação de informações suficientes e adequadas para que ele, o investidor, pudesse livremente tomar a sua decisão de investimento.” (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O direito do mercado de capitais*. p.78. Disponível em: <http://www.investidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf>. Acesso em 18-11-2018 p. 65).

¹⁴⁷ LAMY FILHO, Alfredo, e BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. *A Lei das S.A. - pressupostos, elaboração, aplicação*. 2ª ed., Renovar: Rio de Janeiro, 1996. Vol. I, p. 383.

¹⁴⁸ Por meio desta Instrução, a CVM, no exercício da prerrogativa conferida pelo art. 4º, §3º da Lei 6.404/76, estabelece duas classes distintas de companhias abertas, a saber categoria A e categoria B. Lê o dispositivo: “Art. 2º O emissor pode requerer o registro na CVM em uma das seguintes categorias: I – categoria A; ou II – categoria B. § 1º O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários. § 2º O registro na categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto os seguintes valores mobiliários: I – ações e certificados de depósito de ações; ou II – valores mobiliários que confirmam ao titular o direito de adquirir os valores mobiliários mencionados no inciso I, em consequência da sua conversão ou do exercício dos direitos que lhes são inerentes, desde que emitidos pelo próprio emissor dos valores mobiliários referidos no inciso I ou por uma sociedade pertencente ao grupo do referido emissor.” Essa divisão repercute no regramento imposto à companhia, tendo em vista que restrição dos valores mobiliários passíveis de comercialização pelas companhias de categoria B permite um regime regulatório mais brando.

¹⁴⁹ Nota-se que há possibilidade de formas de autorregulação demandando padrões ainda mais elevados de *disclosure*, como é o caso do Novo Mercado.

Os contornos que nos interessam, não obstante, são somente aqueles da última. As provisões acerca do enquadramento, ou não, como fato relevante é que acarretam a obrigação de divulgar procedimento arbitral. Aqui não se nega que procedimentos arbitrais possam surtir efeitos que afetem o conteúdo de informações periódicas, ou mesmo de ofertas públicas de valores mobiliários; no entanto, no caso das primeiras, tratar-se-á de valor computado entre os ativos ou passivos conforme as regras de contabilidade aplicáveis, não entrando em pauta a confidencialidade do procedimento, quanto às segundas, a arbitragem seria discutida nos mesmos moldes de fato relevante propostos pela Instrução nº 358, emprestados à Instrução nº 400.

2.1.2. Obrigação de divulgar fato relevante

A imposição de uma obrigação de divulgar fato relevante ao mercado encontra previsão legal no art. 157, §4º da Lei 6.404 de 1976¹⁵⁰, entre os deveres do administrador, sendo regulamentada de maneira mais detalhada, em especial quanto à forma e conteúdo do *disclosure*, pela CVM. Nos cabe, antes de mais nada, adentrar nos fatores que resultam na qualificação de eventual fato como “relevante”, atraindo a obrigação de divulgação.

Mister notar, o conceito de fato relevante previsto na regulação brasileira foi construído nos moldes do “*material fact*” traçado de pelo *Securities Exchange Act* de 1934¹⁵¹. Remonta, portanto, ao direito estadunidense, em especial ao modelo do *full-disclosure*, importado e implantado pelo direito pátrio¹⁵². Nessa seara, faz-se proveitosa a definição de “*material fact*” dada por ROBERT CLARK:

Materiality – *The cases differ somewhat in the verbal formulae they use to describe which misrepresented or omitted facts are material (...). In the landmark case of Securities Exchange Commission ‘vs.’ Texas Sulphur Co., the court construed material facts as those to which a reasonable man would attach importance in determining his*

¹⁵⁰ Lei 6.404 de 15 de dezembro 1976: “Art. 157(...) § 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.”

¹⁵¹ NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. “*Fato relevante*” e *necessidade de sua divulgação*. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009. p. 218.

¹⁵² Ainda, sobre a estrutura do *full-disclosure* e sua adoção no Brasil vide capítulo 2.1.1. acima.

*choice of action in the transaction in question. The class of reasonable investor includes speculators and chartists, not just conservative investors. The reasonable investor would consider it important to know facts that in reasonable and objective contemplation might affect the value of corporation's securities*¹⁵³.

CARVALHOSA reitera a convergência entre os conceitos de *material fact* e fato relevante, ao definir o conceito de relevância no escopo do art. 157, §4º da Lei 6.404 de 1976:

Atos e fatos relevantes são aqueles que podem influir de modo ponderável na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia, afetando a decisão dos investidores de vendê-los, comprá-los ou retê-los.

Deverá ser considerado relevante quando puder ser levado em conta pela coletividade dos investidores comuns e, portanto, não-profissionais, na decisão de adquirir, alienar ou manter sua posição anterior, no que respeita aos valores mobiliários emitidos pela companhia. Será, portanto, relevante quando o ato ou fato puder provocar impacto no mercado de capitais.¹⁵⁴

O art. 2º da Instrução nº 358 da CVM reproduz esse conceito no direito brasileiro, ainda que busque atribuir-lhe um viés mais concreto através de especificações em seus incisos. Assim dispõe:

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, 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; III - na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados. (...)¹⁵⁵

¹⁵³ CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. 13ª ed. Aspen Law and Business, 1986. p. 328. O autor acrescenta, na página subsequente, a confirmação do entendimento exarado em SEC vs Sulphur pela Suprema Corte, em que se destaca: “*All that is necessary is that the facts withheld be material in the sense that a reasonable investor might have considered the mimportant in the making of [his] decision*”. (CLARK, Robert Charles. *Corporate Law*. 13ª ed. Aspen Law and Business, 1986. p. 329).

¹⁵⁴ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 3º Volume. São Paulo: Saraiva, 1997. pp. 293-294. No mesmo sentido: EIZIRIK, Nelson. *Insider trading e responsabilidade do administrador de companhia aberta*. In: *Revista de Direito Mercantil* 50/50. Ed. RT: São Paulo. pp. 50-51.

¹⁵⁵ Instrução nº 358 de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>> . Acesso em 01-12-18. Nota-se, ainda, que no rol exemplificativo de fatos relevantes não há referência a arbitragens ou resolução de disputas de maneira geral.

Os incisos I e II estão implícitos na própria definição de fato relevante do art. 157, §4º da Lei 6.404 de 1976, conforme PEDRO MARCÍLIO DE SOUZA, em voto proferido no Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ-2006/4.776¹⁵⁶, sendo o conceito de fato relevante ampliado tão somente pelo inciso III. Referiu ainda, o notável diretor da CVM, que o art. 2º contempla, em seu parágrafo único relação de exemplos que complementa o conceito de fato relevante¹⁵⁷, relembrando a submissão dos eventos descritos na lista ao juízo de materialidade:

A Instrução 358/2002 ainda complementa o art. 157, §4º, com uma lista exemplificativa de fatos que, usualmente, são relevantes para uma companhia (v. art. 2º, parágrafo 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.¹⁵⁸

Em outros termos, a referência dentre os incisos, ou sua ausência, não é determinante para a adjetivação, ou não, de fato como “relevante”. A conclusão acerca da existência de fato relevante, está, portanto, inevitavelmente sujeita ao exame do conceito, conforme disposto no art. 157, §4º da Lei 6.404 de 1976, e complementado no *caput* do art. 2º da Instrução 358 da CVM.

Vale notar que, muito embora o conceito seja abrangente, a informação livre e desenfreada, para além das suas margens, ou quando realizada em desconformidade aos ditames regulatórios, pode se mostrar problemática. Há também, como lembra ERASMO VALLADÃO, entre os deveres impostos à administração pela lei, o dever de manter sigilo, que se contrapõe ao dever de divulgar fato relevante¹⁵⁹. Nessa linha, refere-se, como corolários do dever de lealdade,

¹⁵⁶ Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ-2006/4.776, decidido em 17.01.2007.

¹⁵⁷ Trata-se do seguinte texto: “Parágrafo único. Observada a definição do *caput*, são exemplos de ato ou fato potencialmente relevante, dentre outros, os seguintes: condição suspensiva ou resolutiva; II - mudança no controle da companhia, inclusive através de celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas; III - celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas em que a companhia seja parte ou interveniente, ou que tenha sido averbado no livro próprio da companhia; (...). Instrução nº 358 de 3 de janeiro de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acesso em 01-12-18. Nota-se, ainda, que no rol exemplificativo de fatos relevantes não há referência a arbitragens ou resolução de disputas de maneira geral.

¹⁵⁸ Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ-2006/4.776, decidido em 17.01.2007.

¹⁵⁹ NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. *Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao controlador*. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009. p. 372.

além do dever genérico de “manter reserva” sobre os negócios da companhia, o dever de se abster de utilizar ou repassar informação ainda não divulgada pela companhia¹⁶⁰.

O balanço entre estes deveres *in concreto* já foi considerado no contexto de determinação de fato relevante pela CVM, conforme voto do Diretor Eli Loria no Processo CVM/RJ-2004/5.042:

(...) deve sempre ser considerada a materialidade do fato.

O elenco de situações relacionadas no art. 2º, parágrafo único, da Instrução CVM n. 358/2002 é meramente exemplificativo e tem por objetivo dar um guia para os administradores das companhias abertas que deverão julgar, caso a caso, a conveniência de divulgar as informações confidenciais, ponderando entre o dever de informar e o dever de sigilo, nos termos do art. 157 da Lei 6.404/1976.

Em outras palavras, tratando de qualificação de fato relevante, estar-se-á sempre e inevitavelmente diante de uma análise concreta de materialidade e ponderação de deveres. Não é diferente para os procedimentos arbitrais em que a companhia esteja envolvida.

2.1.3. *A arbitragem como fato relevante*

A arbitragem, e procedimentos para resolução de disputas em geral, são referidos no rol do art. 2º, parágrafo único da Instrução 358, em seu último inciso como exemplo de fato relevante.¹⁶¹ Não obstante, procedimento arbitral somente será confirmado como fato relevante¹⁶²

¹⁶⁰ Lei 6.404 de 15 de dezembro 1976: “Art. 155. (...) § 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários. (...) § 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.”

¹⁶¹ Instrução 358 da CVM: “Art. 2º (...) 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.”

¹⁶² Não nos atermos, neste trabalho, à distinção entre ato e fato relevante, proposta por CARVALHOSA nos seguintes termos: “Ao falar a lei em ‘atos e fatos relevantes’, quis distinguir aqueles que são próprios da vontade social dos que independem dela. Os atos relevantes serão as deliberações da assembleia-geral e dos órgãos de administração da companhia. Fatos relevantes serão os acontecimentos que, independentemente dessa vontade social legitimamente manifestada, interferem de maneira decisiva nos negócios sociais. Dentre tais fatos estão os ocorridos nas próprias atividades empresariais, como acidentes graves em unidades

quando atender aos requisitos imputados pelo *caput* do mesmo artigo, ou seja, tão somente nos casos em que houver “materialidade”, conforme exposto na seção acima.

Como bem resumiu VALLADÃO o divisor de águas é a análise de se, em função do fato, o “investidor sensato (...) deixaria de comprar ou vender ações”¹⁶³. Resguardado, ainda pelo eminente jurista, que mesmo nas hipóteses legais de divulgação não há um dever de informar irrestrito; muito pelo contrário, a restrição da informação ao mínimo exigido pode representar a conduta mais coerente com os deveres impostos à administração, considerado o dever de sigilo a ela imposta¹⁶⁴.

Ainda que possam haver outros aspectos em que procedimento arbitral afete a decisão de potenciais investidores e acionistas¹⁶⁵, a linha condutora para o exame de sua relevância, já sinalizada pelo fraseamento do inciso XXII, são os possíveis efeitos na “situação econômico-financeira da companhia”. Desta feita, na arbitragem, é a relevância patrimonial do litígio que expressa, ao menos *a prima facie*, sua possível influência sobre as decisões envolvendo valores mobiliários da companhia, e, por consequência, o dever de divulgar ao mercado.

O valor disputado, portanto, é de suma relevância, contudo, não deve ser considerado de maneira isolada, mas sempre à luz das finanças da companhia. Nesse sentido, retoma-se ensinamento de parecer exarado por ERASMO VALLADÃO, quando consultado por grande entidade bancária acerca da necessidade de divulgação, como fato relevante, de operação valorada em R\$ 600.000.000,00¹⁶⁶. No parecer publicado em 2009, o jurista opinou pela

industriais e outros sinistros. Também se incluem no conceito de fatos os atos praticados por terceiros, lícitos ou ilícitos, que possam repercutir gravemente nos negócios da companhia, tais como quebra contratual.” (CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 3º Volume. São Paulo: Saraiva, 1997. p. 294). Por esta perspectiva, procedimentos arbitrais poderiam ser classificados tanto como atos relevantes, quando decorrentes da vontade social, ou como fatos relevantes nos demais casos, em especial quando propostos por terceiros. Essa distinção, contudo, não parece impactar no objeto deste trabalho, razão pela qual é utilizada a expressão fato relevante indistintamente.

¹⁶³ NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. “Fato relevante” e necessidade de sua divulgação. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009. p. 229.

¹⁶⁴ NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. *Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao controlador*. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009. p. 377.

¹⁶⁵ Nesse sentido vide: GORGA, Érica. *Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro*. Revista de Direito Empresarial. Vol. 1/2014 | p. 125 - 141 | Jan - Fev / 2014 DTR\2014\621. p. 3.

¹⁶⁶ NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. “Fato relevante” e necessidade de sua divulgação. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009. pp. 216-229.

inexistência de fato relevante, tendo em vista que, a despeito da elevada soma, sua significação seria “praticamente irrelevante” diante do total de ativos e patrimônio líquido da consulente¹⁶⁷.

No contexto da arbitragem, há de se computar, também, a probabilidade de ocorrência da perda, ou ganho, que serve de plano de fundo à disputa. Conforme EISENBERG, a materialidade do fato depende-se do conjunto de “*both indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity*”.¹⁶⁸ Não basta, dessa forma, assumir o cotejo do ganho ou perda representado pelo procedimento arbitral como único indicador da relevância, mas angulá-lo ante a probabilidade de que estenda seus efeitos à companhia.

Do mesmo modo, não há falar em divulgação de fato já conhecido no mercado. Nesse sentido, já em BERLE e MEANS, foi explicitado como um dos mais básicos aspectos do *disclosure* sua limitação à “*information which the corporation itself has and which would not otherwise be easily or accurately discovered by the market*”¹⁶⁹. Cabendo ressalva, ainda, às peculiaridades do segmento de mercado, conforme os autores:

The information must, of course, be correlated with the general information regarding the trade or industry available at the time; a correlation which is made with varying degrees of accuracy and inaccuracy by the multitude of people who operate in and about the market, usually in connection with speculative activities.¹⁷⁰

BARROS LEÃES parece sintetizar todos os elementos a serem considerados no conceito de fato relevante, ao nomeá-los como aqueles fatos que “influiriam na decisão dos investidores”¹⁷¹. Ou seja, há de ser feito um juízo concreto pelos administradores sobre se o

¹⁶⁷ NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. “Fato relevante” e necessidade de sua divulgação. In: *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009. p. 227.

¹⁶⁸ EISENBERG, Melvin Aron. *Corporations and other business organizations, cases and materials*. 9ª ed. Foundation Press, 2005. P. 544.

¹⁶⁹ BERLE, Adolf A. Jr.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York The Macmillan Company, 1932. pp. 317.

¹⁷⁰ BERLE, Adolf A. Jr.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York The Macmillan Company, 1932. pp. 317-318.

¹⁷¹ BARROS LEÃES, Luiz Gastão Paes de. *Mercado de capitais & “Insider Trading”*. Ed. RT: São Paulo, 1982. p. 175.

procedimento arbitral, no estado em que se encontra, é capaz de interferir na decisão do investidor médio.

2.2. CONFLITO ENTRE OBRIGAÇÃO DE DIVULGAR E CONFIDENCIALIDADE

2.2.1. *O modelo atual – sigilo exceptuado nos limites do fato relevante*

Conforme exposto na primeira parte deste trabalho, ainda que não haja uma correlação expressa por lei, a arbitragem é associada à discricção na resolução de disputas. Via de regra, ao contrário do que ocorre no procedimento judiciário, terceiros não têm livre acesso ao procedimento, em virtude da privacidade inerente ao procedimento¹⁷². Mais ainda, frequentemente as partes acordam obrigação de manter confidencialidade sobre a existência e desenrolar do procedimento arbitral¹⁷³. Não cabendo negligenciar que o sigilo na resolução de disputas é obrigatório para o acesso da companhia aos mais prestigiados segmentos da BOVESPA¹⁷⁴.

Feita a ressalva que tal característica representa, em diversos cenários, vantagens às companhias abertas¹⁷⁵, há quem considere que o sigilo na resolução de disputas instrumenta “severa assimetria de informações e criação de incentivos perversos aos participantes do mercado”¹⁷⁶. Por esta perspectiva, as vantagens da arbitragem seriam suplantadas pela

¹⁷² COSTA, Guilherme Recena. *Integração contratual, confidencialidade na arbitragem e segredo de justiça*. In: Revista de Arbitragem e Mediação | vol. 48/2016 | Jan - Mar / 2016 DTR\2016\459. p. 3.

¹⁷³ Nesse sentido, cabe lembrar que o dever de sigilo pode advir da vontade das partes, seja por acordo expresso (vide seção 1.1.2.), seja pela adoção de regulamento que preveja procedimento confidencial (vide seção 1.1.3.), seja como decorrência da obrigação legal de manter conduta discreta dos árbitros (vide 1.1.4.1.), ou mesmo o simples despertar de uma expectativa legítima de manter o sigilo, gerada na contraparte (vide 1.1.4.2.).

¹⁷⁴ A adoção de arbitragem administrada pela CAM e sujeita ao seu regulamento como mecanismo para resolução de controvérsias é obrigatória para que a companhia figure nos segmentos BOVESPA Mais Nível 2, BOVESPA Mais, Novo Mercado e Nível 2; sendo facultativa para os segmentos Nível 1 e Básico. Informação disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em: 01-12-2018. Dessa forma, a previsão de sigilo o item 9.1. do Regulamento da CAM acarreta a confidencialidade na resolução de disputas para as companhias aderentes aos mais altos níveis de governança corporativa no Brasil.

¹⁷⁵ WALD, Arnaldo. *A arbitrabilidade dos conflitos societários: considerações preliminares (I)*. Revista de Arbitragem e Mediação 12/26. São Paulo: Ed. RT, jan.-mar. 2007. p.25; MELO VIEIRA, Máira; BENETTI, Giovana Valentiniano; VERONESE, Lígia Espolaor; BOSCOLO, Ana Teresa de Abreu Coutinho. Arbitragem nos conflitos societários, no mercado de capitais e a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BMFBovespa. Revista de Arbitragem e Mediação. Vol. 40/2014. p. 193 – 231. Jan - Mar / 2014. DTR\2014\1004. p. 3.

¹⁷⁶ GORGA, Érica. *Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro*. Revista de Direito Empresarial. Vol. 1/2014 | p. 125 - 141 | Jan - Fev / 2014 DTR\2014\621. p. 2.

incompatibilidade da confidencialidade com o regime de transparência das companhias abertas, sendo sua adoção um “retrocesso”¹⁷⁷.

O entendimento mais correto, contudo, parece ser diverso. Conforme JOSÉ EMÍLIO NUNES PINTO, essa conjectura representa tão somente um conflito aparente, aparente pois “na realidade, ele não existe”¹⁷⁸. Haveria, em verdade, um balanço a ser alcançado entre o sigilo da arbitragem e a publicidade nascida do interesse público:

Na esteira da defesa do interesse público, mais especificamente dos recursos arrecadados no mercado, a legislação brasileira impõe a divulgação de fatos que possam, de maneira positiva ou negativa, afetar os resultados e desempenho das companhias abertas. Surgem daí as obrigações de emissão dos denominados Fatos Relevantes e de inclusão de notas explicativas às demonstrações financeiras que venham a ser publicadas. O cumprimento desse dever legal específico, alinhado que está com a preservação da poupança popular e dos recursos de acionistas ou investidores privados detentores de posições minoritárias, tem um caráter de interesse público a proteger, cabendo aos administradores e respectivos reguladores zelar, a um só tempo, pela divulgação da informação e preservação do dever de sigilo.¹⁷⁹

Em outras palavras, salvo na hipótese de existência de dever determinado de informação (e dentro de seus estreitos limites), reina a confidencialidade do procedimento, até porque há um dever de sigilo e postura discreta pelos administradores, imposto pelo art. 155 da Lei 6.404 de 1976¹⁸⁰.

¹⁷⁷ GORGA, Érica. *Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro*. Revista de Direito Empresarial. Vol. 1/2014 | p. 125 - 141 | Jan - Fev / 2014 DTR\2014\621. p. 2. No plano internacional, *mutatis mutandis*, merecem destaque as considerações do consagrado professor da Universidade de Columbia JOHN COFFEE Jr., elencando como problemáticas ao uso da arbitragem em companhias abertas questões que vão para além do sigilo, estendendo-se à possível esterelização do conselho de administração, efeitos perante terceiros, falta de um corpo jurisprudencial, inadequação à resolução de *class actions* e, em especial, o custo elevado como desincentivo em companhias com capital disperse (COFFE Jr., John C. *No exit? Opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies*. In: *The Brookling Law Review*. Volume 53, 1988. pp. 919 e ss.)

¹⁷⁸ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.35.

¹⁷⁹ NUNES PINTO, José Emílio. *A Confidencialidade na arbitragem*. In: Revista de Arbitragem e Mediação. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005. p.36.

¹⁸⁰ Mencionou-se, com maior atenção, o balanço entre os deveres de sigilo e informação dos administradores nas seções 2.1.3. e 2.1.4. acima. Ainda acerca dos deveres imputados aos administradores, vale conferir: ADAMEK, Marcelo Vieira von. *Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas*. 1ª ed.. Saraiva: São Paulo, 2010.

Esse é o entendimento que prevalece na CVM, construído a partir da decisão paradigmática do Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0713¹⁸¹. Trata-se de recurso, e subsequente pedido de reconsideração, interpostos por acionista inconformado com o sigilo das arbitragens da companhia junto à CAM, almejando a (i) decretação de suspensão do sigilo; e (ii) a disponibilização de informações sobre os procedimentos existentes e seu conteúdo.

O recorrente, Sérgio Lazzareschi Neto, argumentou que o sigilo das arbitragens envolvendo companhias abertas estaria se sobrepondo ao direito de fiscalizar (LSA, 109, III) assegurado ao acionista. Mencionou, em sede de pedido de reconsideração, que não poderia ser atribuído um regime menos transparente a companhia inclusa no segmento mais alto de governança corporativa (Novo Mercado), do que a sociedade fechada que submetesse suas disputas ao judiciário.

Tanto no recurso quanto no requerimento de reconsideração, os pedidos foram integralmente negados, nos termos do voto do Diretor relator OTAVIO YAZBEK. As decisões tomaram por base uma visão restrita do direito à fiscalização *nos termos da lei*, que limitaria a obrigação de informar às hipóteses expressamente previstas, como a divulgação de fato relevante (LSA, 157, §4º). Nos termos do relator, a interpretação proposta pelo recorrente, de que o direito à fiscalização do acionista imporia um dever de informação irrestrito é, em verdade, uma “fetichização do princípio do *full disclosure*”.

Assim, *ex vi* a inexistência de um direito à informação “*in abstracto*” entendeu-se que a única via que poderia dar suporte à pretensão do recorrente era a divulgação de fato relevante, caso fosse esta aplicável. No mais, foi referido que os parâmetros de transparência da arbitragem são distintos do judiciário, colocado o sigilo é “feição típica” da primeira, no entanto, lembrou o relator, essa característica não impede sua utilização por companhias, sejam abertas ou fechadas, havendo, inclusive, permissivo legal expresso (LSA, 109, §3º).

Nestes termos, foi decidido que inexistia um conflito entre o sigilo do Regulamento da CAM e as obrigações legais de informar e divulgar ao mercado no caso concreto. Quanto à repercussão, o entendimento manifestado pela CVM desdobrou-se em quatro conclusões,

¹⁸¹ Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0713. Recurso julgado em 09-02-2010; pedido de reconsideração decidido em 27-04-2010.

nominadamente: (i) o sigilo em procedimentos arbitrais é compatível com o regime aplicável a companhias abertas, independentemente do segmento do mercado em que atuam; (ii) os deveres de informação aos acionistas e de divulgação ao público são restritos às hipóteses especificamente previstas por lei, inexistindo dever de informar em abstrato; (iii) caso haja obrigação legal de divulgação ou informação, esta prevalece sobre a confidencialidade do procedimento arbitral; e, por fim, (iv) a divulgação de procedimento arbitral como fato relevante não implica na exposição completa e integral de todas as informações do procedimento e do conteúdo dos autos.¹⁸²

A posição da CVM aponta para um modelo em que há coerência entre o sigilo e os deveres de informar e publicar, estando assegurado o interesse público e o regime informacional imposto pela lei. Pode-se dizer que almeja alcançar o melhor dos dois mundos: uma solução de controvérsias rápida, segura e reservada que não se faça nociva à transparência demandada para o bom funcionamento do mercado de capitais.

2.2.2. O modelo alternativo – exposição integral como regra

O caminho trilhado pela CVM tem méritos, no entanto, não se escapa de imperfeições. A despeito de sua rápida repercussão no regramento de múltiplas câmaras arbitrais, em especial o Regulamento da CAM¹⁸³, logo foi alvejada por severas críticas. Notadamente, no contexto dos regramentos dos níveis mais elevados de governança corporativa, em que, de um lado, são impostos os mais altos padrões de transparência, e, de outro, a obrigatoriedade de adesão à CAM e, por consequência, o sigilo na resolução de disputas.

¹⁸² Aponta-se, também, que há situações de dispensa das divulgações de acerca de disputas sigilosas em meio a segmentos da regulação da CVM. Aqui se destaca a Instrução 552 da CVM, que renovou o Formulário de Referência para companhias Classes A e B previsto na Instrução 480 da CVM: o formulário passou a demandar tão somente preenchimento de informações de procedimentos judiciais, administrativos e arbitrais que concomitantemente “(i) que não estejam sob sigilo, e (ii) que sejam relevantes para os negócios do emissor ou de suas controladas”, excetuando, dessa forma, os processos resguardados pela confidencialidade. Faz-se a ressalva, contudo, que o Formulário de Referência trata de lista de informações periódicas, não abrangendo o fato relevante ou outras informações eventuais, tampouco esgotando as informações a serem prestadas perante a CVM pelas companhias abertas. Dessa forma, se o procedimento arbitral sigiloso for considerado fato relevante persistirá a necessidade de divulgação ao público e notícia à CVM, na forma da Instrução 358. Sobre o Regime Informacional imposto pela CVM: CARNEIRO, Fernanda Pereira; BEZERRA, Fernanda. *Regime informacional*. In: *Direito do mercado de valores mobiliários*. 1ª ed. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários: Rio de Janeiro, 2017..

¹⁸³ Vide Capítulo 1.1.3.

O modelo prejudica o acesso ao processo arbitral, em favor da divulgação resumida na forma de fato relevante, que acontece a critério dos administradores. Em outras palavras, contrariando o *full-disclosure* em sua acepção mais literal, há restrição às informações expostas ao mercado, ou seja, estar-se-ia, argumenta-se, limitando a atuação do *homo economicus*, corporizado nos potenciais investidores. É deste aspecto que emergem as principais críticas.

Argumenta-se que a confidencialidade, por inibir a divulgação de decisões, acabaria “por impossibilitar com que o mercado conheça os precedentes relevantes na matéria”¹⁸⁴, e, portanto, prejudicaria a cognoscibilidade do direito aplicável às companhias abertas¹⁸⁵. Para além disso, aparecem críticas acerca da suficiência da divulgação de fato relevante, tendo em vista que limita a capacidade do mercado agir desenrolar do procedimento arbitral, ou seja, conforme surgem informações que indicariam um aumento ou diminuição das chances de êxito:

Por isso, dependendo da relevância da disputa, das provas encontradas e dos valores envolvidos, determinadas fases do procedimento arbitral podem ser consideradas “fatos relevantes”, tendo qualquer investidor ou especialista direito legal de obter informações a respeito. Assim, pela estrita observância da definição de fato relevante, contida na Lei das S.A. e na IN CVM 358/2002, certas informações surgidas ao longo de um procedimento arbitral devem ser consideradas fatos relevantes e disponibilizadas ao público. Um investidor tem o direito de querer se desfazer das suas ações quando, no decorrer de um procedimento arbitral, surgirem evidências de que um administrador descumpriu os deveres civis de diligência e lealdade previstos na legislação do anonimato. O investidor tem o direito de não querer deter papéis de companhias com reputação duvidosa, mesmo perante o foro civil.¹⁸⁶

Nessa linha, é possível que o interesse dos acionistas no procedimento arbitral vá para além de seu impacto financeiro na companhia, não sendo satisfeito pela típica divulgação como fato relevante. Isso porque pode haver a produção de evidências relevantes ao mercado em meio ao procedimento arbitral, inclusive, como destaca GORGA de indícios que demonstrem a

¹⁸⁴ COSTA, Guilherme Recena. *Partes e terceiros na arbitragem*. Tese (Doutorado em Direito Processual) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p. 107.

¹⁸⁵ Esse aspecto tem sido combatido pela publicação, por diversas câmaras, de compilados de decisões, com a supressão dos nomes das partes, aglutinação ou outras técnicas que evitem a exposição das mesmas ou de informações sensíveis. A tendência foi refletida em alguns dos regulamentos explorados no Capítulo 1.1.3.

¹⁸⁶ GORGA, Érica. *Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileiro*. Revista de Direito Empresarial. Vol. 1/2014 | p. 125 - 141 | Jan - Fev / 2014 DTR\2014\621) p. 7.

“conduta inadequada” da administração ou controladores e estejam, portanto, correlatos ao exercício do direito de fiscalização dos acionistas. O argumento mais contundente, todavia, vem de RECENA COSTA, que, ao expor as razões pelas quais entende pela incompatibilidade do sigilo com resolução de disputas em direito societário, suscita violação direito ao contraditório dos acionistas, por serem tolhidos da possibilidade de intervir no litígio:

O processo arbitral, enquanto *instrumento*, deve adequar-se ao direito substantivo que lhe serve de conteúdo e fim. Por isso, verificada a natureza plurissubjetiva do litígio, que exige decisão única e eficaz para todos os acionistas e para a própria sociedade, é necessário dotar o procedimento arbitral de relativa abertura. A fim de garantir respeito ao princípio do contraditório, a arbitragem de conflitos societários não pode correr em sigilo. Deve garantir-se a possibilidade de intervenção voluntária dos acionistas estranhos ao processo arbitral, o que pressupõe, por óbvio, ciência da demanda pendente. Tais medidas vão além da exigência legal de divulgação de informações relevantes ao mercado (Instrução CVM 358/2002) e visam a tutelar os acionistas individualmente considerados.¹⁸⁷

A proposição resultante dessas críticas é simples. Deve haver uma inversão no paradigma da confidencialidade na arbitragem: em companhias abertas, a divulgação dos procedimentos arbitrais deve ser regra, e a confidencialidade exceção.

O modelo alternativo, contudo, é igualmente passível de críticas. Estas passam por dois pontos centrais: primeiro, a exposição irrestrita de procedimentos arbitrais não auxilia a tomada de decisão informada pelo investidor médio, ou seja, pouco agrega ao mercado; segundo, a publicação descuidada dos procedimentos arbitrais pode causar prejuízos aos negócios da companhia, lesando seus acionistas.

Não se nega que o aspecto central ao modelo *full-disclosure* é munir o investidor com suficientes informações para a tomada de uma decisão racional¹⁸⁸. Não obstante, a evolução deste modelo vem indicando que a simples divulgação de toda informação possível pode não ser a alternativa mais adequada para que se alcance este objetivo. Em outras palavras o *disclosure* corporativo não se limita aos aspectos quantitativos da informação estando “intimamente ligado

¹⁸⁷ COSTA, Guilherme Recena. *Partes e terceiros na arbitragem*. Tese (Doutorado em Direito Processual) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. p.108.

¹⁸⁸ Vide Capítulo 2.1.1. acima.

às características qualitativas da informação contábil como compreensibilidade, relevância, materialidade, credibilidade e comparabilidade”¹⁸⁹.

Dessa forma, ainda que o *full-disclosure* dê base ao modelo regulatório, há uma tendência em mitigá-lo em prol da proteção ao investidor, que se justifica pelas limitações à compreensão que se espera do investidor médio:

*The truth about securities having been told, the matter is left to the investor. The Act presupposes that the glaring light of publicity will give the investors needed protection. But those needing investment guidance will receive small comfort from the balance sheets, contracts, or compilation of other data revealed in the registration statement. They either lack the training or intelligence to assimilate them and find them useful, or are so concerned with a speculative profit as to consider them irrelevant.*¹⁹⁰

Um sistema regulatório eficiente, portanto, não somente provê informações suficientes, mas garante que estas sejam divulgadas de modo “claro, preciso e em linguagem acessível ao público” (Instrução 358, art. 3º, §5º). Essa preocupação é manifeste nos sistemas regulatórios mais avançados. A guisa de exemplo, a SEC publicou obra que visa exclusivamente orientar os profissionais do mercado a fazerem uso de linguagem acessível aos investidores ou, no jargão que lhe dá nome, *in Plain English*. Já nas primeiras palavras do livro, retrata-se o porque:

*Investors need to read and understand disclosure documents to benefit fully from the protections offered by our federal securities laws. Because many investors are neither lawyers, accountants, nor investment bankers, we need to start writing disclosure documents in a language investors can understand: plain English. The shift to plain English requires a new style of thinking and writing, whether you work at a company, a law firm, or the U.S. Securities and Exchange Commission. We must question whether the documents we are used to writing highlight the important information investors need to make informed decisions.*¹⁹¹

¹⁸⁹ MURCIA, Fernando Dal-Ri. *Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil*. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009. p. 15.

¹⁹⁰ DOUGLAS, William O. *Protecting the Investor*. Yale Law Review, v. 23, n. 3, March 1934, p. 522-533

¹⁹¹ U.S. Securities and Exchange Commission. *A Plain English Handbook – How to create clear SEC disclosure documents*. p. 3.

A eficiência do *disclosure*, não poderia ser diferente, depende da sua compreensão pelo público investidor. Por esta razão, a ausência de filtragem da informação que chega ao investidor pode afetar negativamente o grau de proteção que lhe é oferecido, conforme exposto pela *International Organization of Securities Commissions (IOSCO)*:

Recent experience also suggests that regulatory strategies that rely heavily on disclosure, without consideration of the sophistication of the customer and/or suitability of the product, may not achieve satisfactory outcomes in terms of customer protection, especially where complex financial products are sold.¹⁹²

Não se nega que existam figuras no mercado de capitais voltadas a reduzir a assimetria informacional, inclusive técnica¹⁹³. Contudo, ainda assim, não parece razoável inferir que a abertura dos autos de processos arbitrais, sem maiores cuidados, ocasionará a pronta e inequívoca compreensão dos litígios expostos, e a mensuração de seu impacto à companhia, pelo investidor médio. Afinal, são poucas as disputas que alcançam o grau de complexidade que se espera de arbitragens envolvendo companhias abertas. Mais do que isso, em um mercado caracterizado pela velocidade e dinamismo das transações, estar-se-ia esperando que o investidor médio absorvesse e precificasse, é seguro dizer, no mínimo centenas de páginas de leitura técnica para cada disputa, de cada uma das sociedades que este cogitasse investir.

O investidor médio, outrossim, não estaria bem servido pela divulgação completa das arbitragens envolvendo companhias abertas. Em verdade, é mais provável que seja abalroado pela informação excessiva, relevando aquela que de fato traduz a situação econômica da companhia de modo palatável *i.e.* os fatos relevantes e as informações periódicas.

De uma lado, o mercado pouco tem a ganhar com a ampla divulgação dos procedimentos arbitrais, de outro, as companhias muito têm a perder. A ausência de confidencialidade pode

¹⁹² IOSCO. *Suitability Requirements With Respect to the Distribution of Complex Financial Products*. 2013, p. 4. Disponível em: . Acesso em: 23 dez. 2013. Para maiores detalhes sobre políticas de adequação ao perfil do investidor (*suitability*) e sua crescente propagação, vale conferir: WELLISCH, Julya Sotto Mayor. *Mercado de capitais: fundamentos e desafios*. São Paulo: Quartier Latin, 2018. pp. 212 e ss.

¹⁹³ Vide Seção 1.2. acima.

resultar em exposição de informações sensíveis e segredos de comércio a concorrentes que, desnecessário dizer, traria efeitos severos à companhia¹⁹⁴.

Em oposição à informação eventual, cuja relevância é valorada *a priori* e traduzida por profissionais especializados para depois ser exposta ao público, a abertura completa dos procedimentos arbitrais deixa o investidor à esmo. Abre-se um espaço para que a valoração errônea de disputas afete a conduta do investidor: demandas de pouca substância para a companhia, ou mesmo frívolas, que sequer seriam enquadrados como fatos relevantes em análise detida, podem tomar sua percepção da companhia de assalto; ou, *mutatis mutandis*, procedimentos que virão a pesar nas finanças podem se apequenar em meio à própria complexidade.

Nessa seara, pesam os dizeres de ARNOLDO WALD ao constatar que o conhecimento do mercado sobre a mera propositura de ação envolvendo a companhia, *per se*, já tem o condão de prejudicar permanentemente a cotação de suas ações:

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 nos balanços da companhia, fazendo com que, algumas vezes, os seus títulos percam parte substancial do seu valor que não conseguem recuperar posteriormente¹⁹⁵.

A divulgação irrestrita também peca quanto à falta de suporte legal. O regime das das Leis 6.385 e 6.404 admite fiscalização dos acionistas condicionada à forma prevista em lei (LSA, 109, III), ou seja, dentro das hipóteses expressamente previstas.¹⁹⁶ Não obstante, mesmo para os casos previstos em lei (LSA, 157), é possível que a divulgação seja suplantada que se evite prejuízo à companhia (LSA, 157, §5º). Em outras palavras, se a lei tutela os interesses legítimos da companhia diante do dever expresso de divulgação, também o faz para inibir obrigação genérica de dar publicidade a todos os procedimentos arbitrais, em prejuízo da companhia.

¹⁹⁴ KOURIS, Steven. *Confidentiality: Is International Arbitration Losing One of Its Major Benefits?* In: Journal of International Arbitration. Kluwer Law International, 2005. Volume 22 Issue 2. p. 139.

¹⁹⁵ WALD, Arnaldo. *A arbitabilidade dos conflitos societários: considerações preliminares (I)*. In: Revista de Arbitragem e Mediação 12/26. São Paulo: Ed. RT, jan.-mar. 2007. p. 25.

¹⁹⁶ Vide Capítulo 2.2.1. acima.

No mais, nada impede que a publicação de fato relevante, enquanto ferramenta, evolua para sanar os entraves que se apresentam ao modelo atual, sem que se adote uma solução extremada. Isso porque a abrangência do conceito¹⁹⁷ proporciona maleabilidade para a gestão das companhias, que podem divulgar múltiplos eventos dentro de um único procedimento arbitral como fato relevante, de maneira individualizada, inclusive agregando aspectos extrapatrimoniais à divulgação.¹⁹⁸

A evolução do *disclosure*, portanto, não requer uma revolução. O conjunto composto pelas informações periódicas e eventuais demandas pela lei, regulação da CVM e regras de governança, complementado ainda por eventuais comunicados facultativos ao mercado, se mostra suficiente para proporcionar uma decisão informada pelo investidor médio. Conforme o entendimento da CVM, todos esses canais são perfeitamente compatíveis com o sigilo em procedimentos arbitrais, excetuando-o, dentro dos estritos limites delineados por suas hipóteses de incidência.

Por outro lado, um modelo em que a divulgação seja regra, e a confidencialidade exceção parece se descolar dos anseios do mercado. A divulgação indistinta dos procedimentos arbitrais prejudica um dos principais benefícios da arbitragem: a possibilidade de resolução discreta de disputas. Por esta razão, sujeita informações sensíveis e segredos de comércio da companhia à exposição, quando versarem como objeto da disputa, bem como permite uma projeção descuidada e atécnica de litígios aos olhos do investidor médio.

Não se nega que há falhas no modelo vigente, e que estas devem ser endereçadas. No entanto, em meio à busca por soluções, cabe atentar para que não se tome, nos dizeres de COMPARATO “um remédio pior que a moléstia”¹⁹⁹.

¹⁹⁷ Vide Seção 1.2. acima.

¹⁹⁸ A título de exemplo, a Oi S.A. Em Recuperação Judicial divulgou em março a ciência acerca de manifestação de árbitro de apoio em procedimento da CAM. Disponível em: <http://ri.oi.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43090&conta=28&id=252056> Acesso em: 02-12-2018. Também aponta-se a divulgação, pela Petróleo Brasileiro S/A - Petrobrás de sentença provisória em arbitragem internacional. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/opcao-de-venda-da-refinaria-de-pasadena>> Acesso em: 02-12-2018.

¹⁹⁹ COMPARATO, Fábio Konder. *A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações*. Revista de Direito Mercantil. Volume 55, p. 58.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A arbitragem em companhias abertas há muito se mostra controversa. Com efeito, não obstante o constante clamor do mercado por mecanismos satisfatórios de resolução de disputas, houve (e ainda há) inquestionáveis dificuldades em sua implementação.

Dentre os inúmeros pontos turbulentos, a confidencialidade dos procedimentos arbitrais envolvendo companhia aberta se destaca por aproximar duas figuras jurídicas, ao menos em aparência, incompatíveis. A arbitragem, privada por definição, tem no sigilo um de seus maiores atrativos. Por oposição, a natureza da companhia aberta demanda um regime com elevado grau de transparência, alicerçado na divulgação ampla de informações ao mercado.

Para melhor examinar a problemática, o presente trabalho buscou estabelecer sua origem antes de abordá-la, trilhando, assim, um caminho do abstrato ao concreto. Em abstrato, as relações entre confidencialidade e arbitragem e companhia aberta e informação; em concreto, os mecanismos para divulgação de informações e sua incidência sobre os procedimentos arbitrais de companhias abertas.

A partir da análise do regime informacional imposto pela regulação do mercado de capitais, e de notória decisão da CVM, concluiu-se que as figuras podem conviver de maneira harmônica. As disputas de companhias abertas podem ser sigilosas, desde que observadas as obrigações, expressas e determinadas, de divulgação de informações *i.e.* a publicação de fato relevante. Assim, o interesse público corporizado na divulgação de informações, é satisfeito pelo *disclosure* do procedimento arbitral, ou de seu conteúdo, na forma da Instrução nº 358 da CVM.

Esse modelo de conciliação entre os dois institutos, que persiste como a postura atual da CVM acerca da matéria, é sujeito a críticas. De fato, as opiniões sobre a insuficiência da divulgação de procedimentos arbitrais como fatos relevantes não são raras, nem uníssonas. Contudo, no mais das vezes, tratam da possibilidade de se omitir, no relato, eventos com condão de afetar decisões dos *stakeholders*, ocorridos no escopo do procedimento arbitral.

Ao contrário do que é repetidamente suscitado, a solução para as imperfeições não parece figurar em uma mudança sistêmica, tampouco na abolição da confidencialidade em procedimentos arbitrais envolvendo companhias abertas. Em verdade, se há falhas, sua origem remonta ao uso inadequado da publicação de fato relevante, não na insuficiência dos mecanismos

de *disclosure* vigentes. Dessa forma, a solução ora proposta passa, necessariamente, pela sofisticação dos agentes do mercado, a fim de que promovam uma melhor utilização do fato relevante, enquanto ferramenta para divulgação.

Portanto, nos cabe propor que se promova uma conscientização das figuras do mercado para que tais entraves sejam superados. Em outros termos, identificado o problema, surge como solução o preparo da gestão das companhias e das autoridades fiscalizadoras para que a ele se adaptem. A primeira, para que seja capaz de identificar, traduzir e publicar elementos intrínsecos aos procedimentos arbitrais como fatos relevantes, e a segunda, para que lhe exija cumprimento sempre que esses eventos tiverem condão de influenciar o mercado investidor.

REFERÊNCIAS

ABRAAO, Bernardo F.; FONSECA, Dario Augusto C.; WANDERLEY, Letícia G. O papel da regulação e autorregulação para o desenvolvimento do Mercado de valores mobiliários brasileiro. In: **Mercado de Capitais Brasileiro II – doutrina, cases & materials**. PENTEADO, Mauro Rodrigues (org.). Quartier Latin: São Paulo, 2014.

ADAMEK, Marcelo Viera von. **Abuso de minoria em direito societário (abuso das posições subjetivas minoritárias)**. Tese (Doutorado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo.

_____. **Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas**. 1ª ed.. Saraiva: São Paulo, 2010.

AKERLOF, George A. **The Quarterly Journal of Economics**. Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970). pp. 488-500.

BARROS LEÃES, Luiz Gastão Paes de. **Mercado de capitias & “Insider Trading”**. Ed. RT: São Paulo, 1982.

BERLE, Adolf A. Jr.; MEANS, Gardiner C. **The modern corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1932.

BRANDEIS, Louis D. **Other people’s money and how the bankers use it**. Frederick A. Stokes Company: New York, 1914.

BLACK, Bernard. **The core institutions that support strong securities markets**. 55 Bus. Law. 1565 1999-2000.

BLACKABY, Nigel, PARTASIDES, Constantine. **Redfern and Hunter on International Arbitration**. 6ª ed. Kluwer Law International; Oxford University Press, 2015.

BORN, Gary B. **International Commercial Arbitration**. 2ª ed., Kluwer Law International, 2014.

CAMINHA, Unie. Arbitragem como instrumento de desenvolvimento do mercado de capitais. In: VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc (Org.). **Aspectos da arbitragem institucional – 12 anos da lei 9.307/1996**. Malheiros ed., 2008.

CARNEIRO, Fernanda Pereira; BEZERRA, Fernanda. Regime informacional. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. 1ª ed. Ministério da Fazenda. Comissão de Valores Mobiliários: Rio de Janeiro, 2017.

CARON, D. e CAPLAN, L. **The UNCITRAL Arbitration Rules: A Commentary**. 2ed. 2013. [S.l.: s.n].

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas. 1º Volume: artigos 1º a 74**. 5 ed. Rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

COFFE Jr., John C. No exit? Opting out, the contractual theory of the corporation, and the special case of remedies. In: **The Brookling Law Review**. Volume 53, 1988.

COUTO E SILVA, Clóvis V. **A obrigação como processo**. Reimpressão. Editora FGV: Rio de Janeiro, 2006.

COSTA, Guilherme Recena. **Partes e terceiros na arbitragem**. Tese (Doutorado em Direito Processual) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015.

_____. Integração contratual, confidencialidade na arbitragem e segredo de justiça. In: **Revista de Arbitragem e Mediação** | vol. 48/2016 | Jan - Mar / 2016 DTR\2016\459.

COMPARATO, Fábio Konder. A regra do sigilo nas ofertas públicas de aquisição de ações. In: COMPARATO, Fábio Konder. **Direito Empresarial**. São Paulo: Saraiva, 1990

CRETELLA NETO, José. Quão sigilosa é a arbitragem? In: **Revista de Arbitragem e Mediação**. Vol. 25/2010. p. 43-70. Abr – Jun/2010.

COLLINS, Michael QC. **Privacy and Confidentiality in Arbitration Proceedings**. Kluwer Arbitration International, Volume 11, 3 tiragem. 1995. pp. 321–336.

CLARK, Robert Charles. **Corporate Law**. 13ª ed. Aspen Law and Business, 1986.

DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín Garrigues y. **Problemas atuais das sociedades anônimas**. Tradução, prefácio e notas do Prof.. Norberto da Costa Caruso MacDonald. Fabris, Porto Alegre, 1982.

DOUGLAS, William O. **Protecting the Investor**. Yale Law Review, v. 23, n. 3, March 1934

EISENBERG, Melvin Aron. **Corporations and other business organizations, cases and materials**. 9ª ed. Foundation Press, 2005.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada. Volume I – Arts. 1º a 120**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. Insider trading e responsabilidade do administrador de companhia aberta. In: **Revista de Direito Mercantil**. 50/50. Ed. RT: São Paulo.

EIZIRIK, Nelson. **Questões de direito societário e mercado de capitais**. Forense: Rio de Janeiro, 1987.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais – regime jurídico**. 2ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

FERREIRA, Waldemar. **O direito insurrecional do acionista (memorial)** RT: São Paulo, 1939.

GAILLARD, Emmanuel e SAVAGE, John (eds). **Fouchard Gaillard Goldman on International Commercial Arbitration**. Kluwer Law International 1999.

GORGA, Érica. Arbitragem, governança corporativa e retrocesso no mercado de capitais brasileira. **Revista de Direito Empresarial**. Vol. 1/2014. pp. 125-141. Jan - Fev/2014. DTR\2014\62.

GRUNER, Dora. Accounting for the Public Interest in International Arbitration: The Need for Procedural and Structural Reform. **Columbia Journal of Transnational Law**. Volume 41, n. 3.

GU, Weixia. Confidentiality Revisited: Blessing or Curse in International Commercial Arbitration? In: **The American review of international arbitration**. Volume 15. 2005.

HAAS, Ulrich e KAHLERT, Heiner. Part IV: Selected Areas and Issues of Arbitration in Germany, Privacy and Confidentiality. In: Patricia Nacimiento, Stefan Michael Kroll , et al. (eds), **Arbitration in Germany: The Model Law in Practice**. 2ª ed. Kluwer Law International 2015.

HIRATA, Augusto Jorge. A companhia aberta no Novo Mercado: rumo à dispersão do capital? In: **Mercado de Capitais Brasileiro II – doutrina, cases & materiais**. Coord.: PENTEADO, Mauro Rodrigues. Quartier Latin: São Paulo, 2014.

HWANG, Michael e CHUNG, Katie. Defining the Indefinable: Practical Problems of Confidentiality in Arbitration. In: **Journal of International Arbitration**. Kluwer Law International, 2009. Volume 26 Issue 5.

JACOB NOGUEIRA, Daniel Fábio. SOARES Jr., Ney Bastos. Capítulo III – Dos Árbitros. In: MAIA NETO, Francisco. MUNIZ. Joaquim de Paiva (Orgs.). **Reforma da lei de arbitragem – comentários ao texto completo**. Belo Horizonte: 1ª Ed., 2015.

KOURIS, Steven. Confidentiality: Is International Arbitration Losing One of Its Major Benefits? In: **Journal of International Arbitration**. Kluwer Law International, 2005. Volume 22, Issue 2.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luís. **A Lei das S.A.: Pressupostos, Elaboração, Modificações. Vol. I**. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LAMY FILHO. Alfredo. Texto sobre a Reforma da Lei de S.A. In: LAMY FILHO. Alfredo. **Temas de S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LEE, João Bosco. O princípio da confidencialidade na arbitragem commercial internacional. In: VALENÇA FILHO, Clávio de Melo. Estudos de arbitragem. Curitiba: Juruá, 2008.

LEMES, Selma Ferreira. **Arbitragem na concessão de serviços públicos – Arbitrabilidade objetiva. Confidencialidade ou publicidade processual?** Disponível em: http://selmalemes.adv.br/artigos/artigo_juri15.pdf. Acesso em 14 de outubro de 2018.

LEW, Julian D. M. **Arbitration in England, with chapters on Scotland and Ireland**. Kluwer Law International, 2013

MARTINS, Pedro A. Batista. **Arbitragem no direito societário**. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

MARTINS-COSTA, Judith. **A boa-fé no direito privado – critérios para sua aplicação**. 2ª Ed. Editora Saraiva, São Paulo 2018.

MELO VIEIRA, Máira; BENETTI, Giovana Valentiniano; VERONESE, Lígia Espolaor; BOSCOLO, Ana Teresa de Abreu Coutinho. Arbitragem nos conflitos societários, no mercado de capitais e a reforma do Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM) da BMFBovespa. In: **Revista de Arbitragem e Mediação**. Vol. 40/2014. p. 193 – 231. Jan - Mar / 2014. DTR\2014\1004.

MISHKIN, Frederic S. Prudential supervision: why is it important and what are the issues? In: **Prudential Supervision: what works and what doesn't – conference report**. National Bureau of Economic Research. The University of Chicago Press, 2001

MOSQUERA, Roberto Quiroga. **Tributação no mercado financeiro e de capitais**. São Paulo, 1999.

MURCIA, Fernando Dal-Ri. **Fatores determinantes do nível de disclosure voluntário de companhias abertas no Brasil**. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2009.

NETTO, Carlos Nehring. National Report for Brazil (2018). In: PAULSSON, Jan. BOSMAN, Lise. (orgs.). **ICCA International Handbook on Commercial Arbitration**. Kluwer Law International 1984.

NOVAES FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo. Dever de informar dos administradores de companhias abertas. Inexistência de submissão ao controlador. In: **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009.

_____. “Fato relevante” e necessidade de sua divulgação. In: **Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa**. Malheiros Editores Ltda.: São Paulo, 2009.

NUNES PINTO, José Emílio. A Confidencialidade na arbitragem. In: **Revista de Arbitragem e Mediação**. Nº 6/27, ano – ed. Julho-setembro de 2005.

PAULSSON, Jan. **Report on issues concerning confidentiality in international arbitration**. Department of Foreign Affairs and International Trade Canada. Disponível em: www.international.gc.ca. Acesso em 14 de outubro de 2018.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. **Finanças e demonstrações financeiras da companhia**. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Entidades administradoras de mercados organizados de valores mobiliários. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. Ministério da Fazenda - Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição.

PEÑA CHEDIAK, Julian Fonseca. Regulação e autorregulação. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. Ministério da Fazenda - Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição.

PITTA, André Grunspun. Capitalização das Companhias. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. Ministério da Fazenda – Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição.

PITTA, André Grunspun; PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. Sistema Financeiro Nacional. In: **Direito do mercado de valores mobiliários**. Ministério da Fazenda - Comissão de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro, 2017. 1ª edição.

PORTA, Rafael Ia. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. SCHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert W. Legal Determinants of External Finance. In: **The Journal of Finance**, Vol. 52, No. 3, Papers and Proceedings Fifty-Seventh Annual Meeting. American Finance Association. New Orleans, Louisiana. January 4-6, 1997. (Jul., 1997).

RAU, Allan Scott. Integrity and Private Judging. In: **South Texas Law Review**. 1997: 485.

REUBEN, Richard C. Democracy and Dispute Resolution: Systems Design and the New Workplace. In: **Harvard Negotiation Law Review**. 10, 2005.

RIBEIRO DIAS, Leonardo Adriano e BECUE, Sabrina Maria Fadel. Conflitos societários e arbitragem: considerações sobre a reforma do regulamento da câmara de arbitragem do mercado. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues e MUNHOZ, Eduardo Secchi. **Mercado de capitais brasileiro – doutrina, cases & materials**. Quartier Latin: São Paulo, 2012.

STARK-TRABER, Sonja et al. Chapter 7: Confidentiality. In: GEISINGER, Elliott; VOSER, Nathalie (orgs.). **International Arbitration in Switzerland: A Handbook for Practitioners**. 2ª ed. Kluwer Law International, 2013.

SCHWARTZ, Eric A.; DERAINS, Yves. **Guide to the ICC Rules of Arbitration**. 2ª ed. Kluwer Law International, 2005.

SMEUREANU, Ileana M. **Confidentiality in International Commercial Arbitration**. Volume nº 22. Kluwer Law International, 2011.

STAJN, Rachel. Direito societário e informação. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares. **Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao Professor José Alexandre Tavares Guerreiro**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

TRINDADE, Marcelo Fernandez. O papel da CVM e o mercado de capitais no Brasil. In: SADDI, Jairo (org.) **Fusões e aquisições: aspectos jurídicos e econômicos**. IOB: São Paulo, 2002.

WALD, Arnaldo. A crise e a arbitragem no direito societário e bancário. **Revista Brasileira de Arbitragem e Mediação** 20/12-13.

WELLISCH, Julya Sotto Mayor. **Mercado de capitais: fundamentos e desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

YAZBEK, Otavio. **Regulação do mercado financeiro e de capitais**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

ZANINI, Carlos Klein. A responsabilidade da sociedade controladora pelas dívidas da controlada. In: ESTEVEZ, André Fernandes; Jobim, Marcio Felix (org.). **Estudos de direito empresarial: Homenagem aos 50 anos de docência do Professor Peter Ashton**. São Paulo: Saraiva, 2012.

Divulgação de Fato Relevante - Oi S.A. Em Recuperação Judicial. Disponível em: <http://ri.oi.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&tipo=43090&conta=28&id=252056> Acesso em: 02-12-2018.

Divulgação de Fato Relevante - Petróleo Brasileiro S/A – Petrobrás. Disponível em: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/opcao-de-venda-da-refinaria-de-pasadena>> Acesso em: 02-12-2018.

U.S. Securities and Exchange Commission. A Plain English Handbook – How to create clear SEC disclosure documents.

IOSCO. Suitability Requirements With Respect to the Distribution of Complex Financial Products. 2013

Processo Administrativo CVM nº RJ 2008/0713

Processo Administrativo Sancionador CVM/RJ-2006/4.776, decidido em 17.01.2007

Dolling-Baker vs. Merrett [1990] 1 WLR 1205. English Court of Appeal.

Esso v. Plowman. 'Esso Australia Resources Ltd. and others v. The Honourable Sidney James Plowman, The Minister for Energy and Minerals and others. High Court of Australia, 95/014. 7 April 1995. In: Albert Jan van den Berg (ed). Yearbook Commercial Arbitration 1996 - Volume XXI. Kluwer Law International 1996.

Hassneh Insurance Co. of Israel v. Mew [1993] 2 Lloyd's Rep. 243

Glidepath BV v. Thompson & Ors [2005] EWHC 818.

Tournier v. National Provincial and Union Bank of England [1924] 1KB 461

Wilson v. Emmott Michael & Partners Ltd. [2008] Civ EWCA 184; e Farm Assist Ltd. v. Secretary of State for the Environment, Food & Rural Affairs (n.2) [2009] EWHC 1102

ASA Swiss Arbitration Association. Arbitration in banking and financial matters. Genebra, 2003

United Nations Commission on International Trade Law – Uncitral. Notes on Organizing Arbitral Proceedings. Item 31. 1996

The Evolution of International Arbitration - International Arbitration Survey 2018. Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/research/2018/>>. Acesso em: 17-11.2018.

Arbitration Act, 1996. Disponível em: <http://www.legislation.govt.nz/act/public/1996/0099/latest/DLM403277.html>. Acesso em: 2018-10-13.

Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado. Disponível em: <<http://cbar.org.br/site/wp-content/uploads/2018/04/regulamento-da-camara-de-arbitragem-do-mercado.pdf>>. Acesso em 10/11/2018.

Regulamento da Câmara de Mediação e Arbitragem Empresarial. Disponível em: <<http://camarb.com.br/regulamento-de-arbitragem/>>. Acesso em 10/11/2018.

Regulamento da Câmara de Comércio Brasil-Canadá. Disponível em: <<https://storage.googleapis.com/stateless-ccbc-org-br/2018/09/0999c955-rn01e-01-arbitration-rules.pdf>>. Acesso em 10/11/2018.

Regulamento da Câmara de Arbitragem da FEDERASUL. Disponível em: <<https://www.federasul.com.br/wp-content/uploads/2018/09/Regulamento-de-Arbitragem-setembro-2018.pdf>> Acesso em: 29-11-2018.

What are the three most valuable characteristics of international arbitration?. Queen Mary University. Disponível em: <<http://www.arbitration.qmul.ac.uk/media/arbitration/docs/2018-International-Arbitration-Survey-report.pdf>>. Acesso em 17-11-2018.

Processo CVM nº RJ 2005/1717, j. 21.06.2005.