



UNIVERSIDADE FEDERAL DO PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
FACULDADE DE DIREITO DO RECIFE
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO

ESTELA RAÍSSA MEDEIROS NUNES DA SILVA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS

Recife
2022

ESTELA RAÍSSA MEDEIROS NUNES DA SILVA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITALIS

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal do Pernambuco, como requisito parcial para obtenção do título de doutora em Direito. Área de concentração: Transformações do Direito Privado.

Orientador: Aurélio Agostinho da Bôaviagem

Recife

2022

Catalogação na fonte
Bibliotecária Ana Cristina Vieira, CRB-4/1736

S586g

Silva, Estela Raíssa Medeiros Nunes da.

Governança corporativa e arbitragem no mercado de capitais / Estela Raíssa Medeiros Nunes da Silva. -- Recife, 2022.
154 f.

Orientador: Prof. Dr. Aurélio Agostinho da Bôaviagem.

Tese (Doutorado) – Universidade Federal de Pernambuco.
Centro de Ciências Jurídicas. Programa de Pós-Graduação em Direito,
2022.

Inclui referências.

1. Direito econômico - Brasil. 2. Direito empresarial. 3. Globalização.
4. Governança corporativa. 5. Regulação. I. Bôaviagem, Aurélio
Agostinho da (Orientador). II. Título.

343.8107 CDD (22. ed.)

UFPE (BSCCJ 2023-25)

ESTELA RAÍSSA MEDEIROS NUNES DA SILVA

GOVERNANÇA CORPORATIVA E ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS

Tese apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Pernambuco, como requisito parcial para obtenção do título de doutora em Direito. Área de concentração: Transformações do Direito Privado.

Aprovado em: 02/06/2022.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Aurélio Agostinho da Bôaviagem (Orientador)
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE

Prof. Dr. Paul Hugo Weberbauer (Examinador Interno)
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE

Prof. Dr. Fernando Sérgio Tenório de Amorim (Examinador Interno)
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE

Profa. Dra. Eugenia Cristina Nilsen R. Barza (Examinadora Interna)
Universidade Federal de Pernambuco – UFPE

Profa. Dra. Wanilza Marques de Almeida C. Fortuna (Examinadora Externa)
Faculdade Frassinetti do Recife - FAFIRE

Profa. Dra. Rosa Maria Freitas do Nascimento (Examinadora Externa)
Universidade Católica de Pernambuco - UNICAP

AGRADECIMENTOS

À minha mãe, meu alicerce, a quem eu agradeço por ter chegado até aqui comigo, fonte inesgotável de amor e dedicação.

Aos meus filhos, Maria e Tomás, por serem fonte de inspiração.

Ao meu noivo, Danilo, e a toda a sua família, por toda compreensão, apoio e suporte oferecidos.

A toda minha família, pelo carinho e pela torcida.

Aos meus amigos e colegas de trabalho, sem vocês a caminhada teria sido muito mais difícil.

Ao meu orientador, Professor Aurélio Agostinho da Bôaviagem, por todos os ensinamentos passados, e por toda paciência, dedicação e auxílio na orientação deste trabalho.

A todos os professores e funcionários da Universidade Federal do Pernambuco, a quem eu agradeço na pessoa da Professora Eugênia Barza, pela ajuda, pela atenção e por terem contribuído imensamente para meu amadurecimento e crescimento pessoal e acadêmico durante todo o tempo do curso de Doutorado.

“O que a literatura faz é o mesmo que acender um fósforo no campo no meio da noite. Um fósforo não ilumina nada, mas permite ver quanta escuridão existe ao redor” (atribuído a FAULKNER, ano desconhecido).

RESUMO

As regulações nacionais sobre a utilização da arbitragem no mercado de capitais são insuficientes para garantir que o instituto proporcione, na comunidade global, formada pelos diversos agentes que atuam nas relações negociais internacionais, a segurança jurídica desejada. Para demonstrar a necessidade de unificação da regulação em âmbito transnacional, o tema é dividido em quatro partes: no primeiro momento discorre sobre como a globalização econômica criou mercados conectados e interdependentes, e a atuação dos agentes econômicos na produção dessa realidade; o segundo ponto trata da arbitragem enquanto instituto promovido pela governança, sua aptidão de aderência às necessidades do mercado, ameaçadas pelos riscos decorrentes da ausência de regulação; a terceira parte é dedicada à demonstração específica dos riscos em âmbito mundial, utilizando como paradigma o caso da Petrobras; por último se apresenta a unificação da regulação, através da ação coordenada dos Estados, com base nos princípios da governança, como solução para o problema, confrontando-a com outras alternativas insuficientes, e sugerindo o conteúdo dessa regulação com base na experiência comparada.

Palavras-chave: arbitragem; mercado de capitais; globalização; governança corporativa; regulação.

ABSTRACT

National regulations on the use of arbitration in the capital market are insufficient to ensure that the institute provides, in the global community, formed by the various agents that work in international business relations, the desired legal security. To demonstrate the need to unify regulation in transnational level, the theme is divided into four parts: at first divided, it discusses how economic globalization created connected and interdependent markets, and the role of economic agents in the production of this reality; the second point deals with arbitration as an institute promoted by governance, the skill to adhere to market need, threatened by the risks arising from the absence of regulation; the third part is dedicated to the specific demonstration of risks worldwide, using the case of Petrobras as a paradigm; finally, the unification of regulation is presented, through the coordinated action of the States, based on the principles of governance, as a solution to the problem, confronting it with other insufficient alternatives, and suggesting the content of this regulation based on comparative experience.

Keywords: arbitration; capital market; globalization; corporate governance; regulation.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AAA	American Arbitration Association
ADRs	American Depositary Receipts
Anbima	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BDRs	Brazilian Depositary Receipts
CBAr	Comitê Brasileiro de Arbitragem
CCI	Câmara de Comércio Internacional
CCPs	Câmaras de compensação
CNJ	Conselho Nacional de Justiça
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
ESG	Environmental, Social and Governance
FSB	Financial Stability Board
HKEX	Hong Kong Exchange and Clearing
HKIAC	Hong Kong International Arbitration Centre
IBGC	Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
ICC	International Chamber of Commerce
JAMS	Judicial Arbitration and Mediation Service
LCIA	The London Court of International Arbitration
NYSE	New York Stock Exchange
SCC	Stockholm Chamber of Commerce
SEC U.S.	Securities and Exchanges Commission
SIAC	Singapore International Arbitration Centre
UNCITRAL	United Nations on International Trade Law
UNCTAD	United Nations Conference on Trade and Development
WFE	World Federation of Exchanges

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
2 GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA E O MERCADO DE CAPITAIS	15
2.1 GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA: UMA RELAÇÃO DE INTERDEPENDÊNCIA TRANSNACIONAL	15
2.2 A GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA E A CRISE JURÍDICA E SOCIOECONÔMICA DERIVADA DA INTEGRAÇÃO DO COMÉRCIO E MERCADOS FINANCEIROS	21
2.3 GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA, PLURALISMO JURÍDICO E REGULAÇÃO	27
2.4 REGULAÇÃO E MERCADO DE CAPITAIS	30
2.4.1 Sociedades de capital aberto	33
2.4.2 Bolsas de valores	35
2.4.3 Acionistas	39
2.4.4 Organizações privadas e intergovernamentais, nacionais e internacionais	43
2.4.5 Estados nacionais e agências reguladoras.	48
3 ARBITRAGEM	52
3.1 INTROITO	52
3.2 NATUREZA JURÍDICA.....	53
3.3 BREVE HISTÓRICO DA ARBITRAGEM E SUA FUNÇÃO INSTITUCIONAL NO MERCADO GLOBALIZADO	55
3.4 DESENVOLVIMENTO DA ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA.....	60
3.5 ARBITRAGEM DE CONFLITOS SOCIETÁRIOS: VANTAGENS COMPETITIVAS.....	65
3.6 A NATUREZA INTERNACIONAL DA ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS.....	70
3.6.1 Necessidade de reconhecimento da arbitragem nacional x internacional	72
3.6.2 Desnecessidade de tratamento diferente entre nacional e estrangeira	74
3.6.3 Arbitrabilidade da arbitragem no mercado de capitais e delimitação do objeto	78

4 O PARADOXO DA ARBITRAGEM ENQUANTO INSTRUMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A INSEGURANÇA JURÍDICA INTERNACIONAL.....	83
4.1 CASO PETROBRAS	88
4.1.1 Linha do tempo processual.....	90
4.1.1.1 <i>Class action</i> , investidores americanos.....	90
4.1.1.2 CAM da B3, investidores minoritários.....	92
4.1.1.3 Petros e Previ.....	95
4.1.1.4 Corte de Rotterdam, <i>Stichting Petrobras Compensation Foundation</i>	97
4.1.1.5 Ação Civil Pública.....	98
4.2 A INSEGURANÇA JURÍDICA EM RAZÃO DA UTILIZAÇÃO DA ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS.....	99
4.2.1 A aceitação da arbitragem no mercado de capitais: o problema da coletividade do litígio.....	100
4.2.2 A influência e interferência dos Estados nacionais em razão da _ausência de uniformização.....	105
4.2.3 O problema do sigilo: tutela de interesses de acionistas e do mercado	107
4.2.4 Problemas processuais e tratamento diferente entre acionistas	112
5 NECESSIDADE DE UNIFORMIZAÇÃO GLOBAL PARA PRESERVAÇÃO DA ARBITRAGEM ENQUANTO MÉTODO INDICADO PARA RESOLUÇÃO DE CONFLITOS SOCIETÁRIOS NO MERCADO DE CAPITAIS.....	115
5.1 A NECESSIDADE DE REGULAÇÃO SOBRE O TEMA.....	115
5.2 ENFRENTAMENTO DAS QUESTÕES MATERIAIS E PROCESSUAIS.....	118
5.2.1 A multilocalização das partes, o potencial de globalidade de seus efeitos e a insuficiência da regulação atual existente no âmbito global	119
5.2.2 A coletividade do litígio.....	122
5.2.3 A verificação da possibilidade de compatibilização da utilização do sigilo diante das regras de transparência do mercado.....	125
5.2.4 A necessidade de tutela dos interesses metaindividuais envolvidos na arbitragem.....	130
5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, ARBITRAGEM E MERCADO DE CAPITAIS: COMPATIBILIDADE ATRAVÉS DA UNIFORMIZAÇÃO.....	134
6 CONCLUSÃO.....	140
REFERÊNCIAS.....	142

1 INTRODUÇÃO

Estudar o uso da arbitragem no mercado de capitais enquanto ferramenta de resolução de controvérsias entre os agentes que compõem as companhias de capital aberto é, antes de tudo, analisar a relação simbiótica entre a regulação do mercado e do instituto arbitral, tradicionalmente realizadas de modo diverso tanto em fonte, forma, quanto em conteúdo.

Apesar do ingresso da arbitragem no ambiente do mercado de valores mobiliários ter sido impulsionado enquanto manifestação da governança corporativa, hoje a sua utilização se estabelece enquanto um paradoxo que resulta em consequências positivas, mas, também, negativas.

O problema do paradoxo se torna ainda mais evidente quando visto sob o prisma do ambiente econômico globalizado, fenômeno que altera as formas de se relacionar em âmbito mundial, de modo a integrar o mercado financeiro e tornar o mercado de capitais um ambiente global, resultado de uma complexa rede de interdependência entre Estados.

A insuficiência das legislações nacionais, que não estão preparadas para lidar com fenômenos globais, e a inexistência de uma coordenação global efetiva que solucione os problemas oriundos do uso reiterado da jurisdição arbitral no mercado acionário torna o emprego do instituto duplamente inseguro, a gerar riscos para o mercado e riscos para a continuidade da arbitragem.

A proposta é indagar se a arbitragem, originalmente concebida enquanto instrumento de boas práticas de governança corporativa no mercado de capitais, continua sendo ferramenta que garante a aplicação dos princípios fundadores do movimento mercadológico, nomeadamente: tratamento equânime entre acionistas, transparência e prestação de contas confiáveis.

Para analisar o que se propõe, esta tese percorre um necessário caminho que inicia com a fixação de alguns pressupostos, imprescindíveis para o melhor enfrentamento da problemática posta.

Assim, o primeiro capítulo é dedicado a enfrentar os conceitos de globalização econômica e a relação de interdependência transnacional entre Estados e mercado, de modo a influenciar na regulação que é dada ao tema. Dedicar-se, nesse primeiro momento, interesse em compreender a complexa rede de

relações estabelecida entre os vários atores do mercado e de que forma eles contribuem para a criação da realidade posta.

É a partir da construção ontológica da arbitragem realizada no segundo capítulo – enquanto instituto jurídico que exerce importante função institucional e que se alojou nos mercados de risco dos diferentes Estados nacionais de maneiras diversas – que se permite adentrar de forma específica em seu desenvolvimento no ambiente do mercado de valores mobiliários, e o nível de amadurecimento global discrepante sobre o tema.

A proposta no segundo momento é demonstrar, através das evidências realçadas em informações, dados e números, a face da arbitragem no mercado de capitais global, e a força das raízes que a sustentam enquanto alternativa viável.

Muitos diplomas e textos, de origem pública e privada, elencam como prática de boa governança a adoção da via arbitral. A cartilha de Recomendações da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) sobre Governança Corporativa, o documento de Princípios de Governo das Sociedades do Grupo dos 20 – G20 e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Código de Melhores Práticas de Governança do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), são exemplos.

As razões são claras e se fundam nas características principais da arbitragem, das quais se menciona: a especialidade do árbitro, a comum celeridade do procedimento arbitral, a maior autonomia das partes, além da escolha da norma e do local aplicável na decisão da lide.

A arbitragem se justifica dada a imprescindibilidade de haver formas ágeis e eficazes de solução de litígios entre sócios e administradores e entre estes e a própria companhia, com a finalidade de evitar prejuízos de desempenho ou arrefecimento do valor de mercado.

O terceiro capítulo tem por função fincar a estrutura que compõe o paradoxo, através da demonstração detalhada do ambiente internacionalmente inseguro hoje quanto ao uso da arbitragem pelas companhias abertas. Utiliza-se, como paradigma, o caso da Petrobras e os desdobramentos decorrentes da inserção da cláusula compromissória no estatuto da sociedade brasileira.

Passados mais de sete anos da deflagração de um dos maiores escândalos mundiais de corrupção, envolvendo a petrolífera brasileira, setores do governo, além de várias empresas listadas no mercado de capitais, amontoam-se procedimentos

arbitrais e judiciais, em países diversos, para discutir a responsabilidade pelos danos causados aos acionistas.

Esse caso escancara algumas das fragilidades da utilização do instituto arbitral no ambiente acionário. Demonstra que não há concordância quanto à possibilidade de uso e o conteúdo da cláusula compromissória, evidencia os problemas decorrentes do sigilo aplicado ao procedimento quando há interesses metaindividuais envolvidos, esclarece que os Estados não estão, em geral, preparados para demandas arbitrais coletivas, dentre outros problemas de caráter processual e estrutural.

O quarto e último capítulo é utilizado para defender a necessidade da regulação global do uso da arbitragem no mercado de capitais, em razão da insuficiência de um tratamento nacional dedicado ao tema, como medida urgente para salvaguardar o progresso jurídico e econômico, o respeito à governança corporativa, sobretudo ao concorrer para um ambiente econômico equilibrado, permitir o acesso à justiça a partir de um tratamento equânime entre os acionistas e primar pela segurança jurídica material e processual.

A necessidade de discussão do assunto se justifica tanto a partir de uma perspectiva empírica quanto abstrata. A ausência de parâmetros uniformes para a aplicação do instituto da arbitragem no mercado de capitais – situado no limbo entre o interesse público e privado – é elemento suficiente para justificar o interesse na pesquisa proposta, se não somente por seu caráter repressor de abusos, mas também pela inteligência preventiva.

Ao mesmo tempo, o caso da Petrobras revela problemas reais que precisam ser enfrentados pela comunidade científica, como forma de minimizar os multifacetados danos socioeconômicos resultantes do compromisso arbitral firmado no interior da companhia.

A pesquisa assume caráter teórico-científico com reflexos práticos, na medida em que se propõe a colocar as relações intrassociais que ocorrem no mercado de capitais como campo de estudo escolhido, estudadas sob o ponto de vista dogmático-jurídico e formal, na análise da coexistência, simultânea e sustentável, da governança corporativa e arbitragem.

Para além das construções teóricas, serão analisadas, no âmbito público, as contribuições legislativas específicas sobre o tema oferecidas por Estados nacionais que sirvam para a evolução da discussão temática, além de, no domínio privado,

analisar o material elaborado pelas instituições que se dedicam ao assunto, dentre bolsas de valores e organizações particulares.

Para tanto, coerentemente ao argumento em que se pretende desenvolver a tese, identificam-se os elementos metodológicos conferidores da sua segurança e validade científica. A pesquisa bibliográfica e a pesquisa documental servirão de base para o aprofundamento almejado, conseguida pela aplicação dos métodos científicos dialético, comparativo e histórico, ainda que, este último, de maneira pontual.

O recorte temporal utilizado é a partir da década de 1990, sendo a remissão histórica utilizada quando justificável o resgate. Em seu turno, o lapso de tempo coincidirá com a legislação em vigor, nacional e internacional.

No Direito o saber sistematizado é posto para propor alternativas e não deduzir de forma linear uma consequência de uma hipótese. Uma vez que o tema proposto demanda investigação em múltiplos aspectos, a escolha pelo método dialético tem o intuito de providenciar uma melhor compreensão do tema, haja vista a possibilidade de observá-lo sob diferentes perspectivas, múltiplas e dinâmicas.

Faz-se coerente a utilização do método comparativo, projetado com o intuito de verificar semelhanças e diferenças entre as normas advindas dos ordenamentos diversos, cuja finalidade é a construção de um conjunto coeso de diretrizes para regular de forma efetiva o tema, a partir de uma coordenação global.

Dentre as técnicas de pesquisa utilizadas para a elaboração desta tese, a saber: a) documentação indireta, manejada com enfoque na pesquisa bibliográfica, para a formação do referencial teórico a ser utilizado na construção de toda a investigação, mediante a leitura sistemática e orientada de publicações doutrinárias nacionais e estrangeiras (doutrinas, artigos científicos, periódicos e revistas especializadas); b) a pesquisa documental, sobretudo útil, posto que a coleta de dados será procedida mediante análise de textos legais, julgados e relatórios.

2 GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA E O MERCADO DE CAPITAIS

2.1 GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA: UMA RELAÇÃO DE INTERDEPENDÊNCIA TRANSNACIONAL

É incontroverso que a globalização, enquanto processo paradigmático e multidimensional, vem transformando as sociedades, e como elas se relacionam, em um conjunto infindável de temas e áreas. A intensificação das relações que rompem com as barreiras abstratas do Estado-nação, a ressignificação da compreensão de tempo e espaço e o surgimento e a realocação de novas instâncias de poder, são marcas fundamentais desse fenômeno.

Mas apesar do uso corrente do termo “globalização”, no cotidiano e na academia, a discussão sobre uma suposta sociedade global se constitui, ainda, como uma realidade original, desconhecida e carente de interpretações, uma vez que não poderia ser entendida como resultado de uma extensão quantitativa e qualitativa das sociedades nacionais, posto que detém características próprias¹ que a constituem, ainda que no plano ideológico.

Isso porque, apesar de evidente a eclosão dos processos que marcam o fenômeno globalizante, não se tem um produto final resultado desse conjunto de acontecimentos que conduzem à mundialização das relações.

O que se tem, hoje, é uma sociedade em um processo inacabado e com tendência, não linear, a ser global, mas sem a pretensão utópica em todos os sentidos². Assim como em Habermas, aqui será utilizado o termo “‘globalização’ para a descrição de um processo, e não de um estado final”³.

Antes de tentar trazer conceitos que versem sobre globalização, porém, é preciso registrar que não se tratará aqui de uma única teoria, nem mesmo de um agrupamento de teorias diversas. Fala-se de globalização enquanto o grande

¹ IANNI, Octavio. Globalização: novo paradigma das ciências. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 8, n. 21, p. 147-163, ago. 1994. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=40141994000200009&lng=en&nrm=iso. Acesso em: 07 out. 2020.

² MICHAELS, Ralf. **Globalization and Law: Law Beyond the State**. Banakar and Travers eds., forthcoming 2013. Disponível em: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2862. Acesso em: 30 jan. 2020.

³ HABERMAS, Jüigen. **A constelação pós-nacional: ensaios políticos**. Tradução de Márcio Seligmann Silva. São Paulo: Littera Mundi, 2001, p. 84.

paradigma emergente subjacente a todas as teorias atuais que versem sobre o Estado e a lei⁴.

A este estudo interessa, em particular, entender a globalização em sua dimensão econômica, e de maneira ainda mais específica, a globalização financeira, e a sua relação com a interdependência entre mercados mundiais, que leva a rejeitar o pensamento anacrônico de resolução de problemas globais com soluções advindas, exclusivamente, de dentro das fronteiras dos Estados.

Muito embora o termo globalização, tal qual se utiliza hoje na literatura, seja associado a um movimento iniciado no século XX, não se pode afirmar que esse processo mundializante seja algo, exatamente, recente. Resgatar as raízes do tema é percorrer um longo caminho cruzado pela humanidade por sobre transformações políticas, econômicas, sociais e culturais em uma escala global, e isso tem raízes históricas profundas.

Os surtos de modernização nos antigos impérios, a evolução do conhecimento científico, na era moderna, que levou os povos ibéricos à expansão marinha e à criação das rotas globais de comércio, ainda baseadas em ouro e prata, são traços que marcam a internacionalização dos fatores de produção e projetam a homogeneização das estruturas capitalistas em nível mundial⁵.

A observação da tendência das sociedades em ultrapassar os limites determinados pela conjuntura territorial e se relacionar com povos distintos de maneira ordenada é algo que está presente, há muito, na história, sociologia política, teoria econômica e, até mesmo, na ciência do Direito⁶.

Há relatos, ainda no século XIX, de defesa da ideia de que a sucessiva modernização pela qual o mundo atravessava estava por levar a sociedade a um crescente processo de integração global.

No entanto, sem preterir o substrato histórico que propiciou a emergência do fenômeno, o fato é que a literatura, sem consenso quanto ao momento exato, atribui o surgimento da globalização econômica que se verifica na atualidade a um conjunto de mudanças que trouxe sofisticação a esse intento de mundializar as relações, e que surge somente após a segunda guerra mundial.

⁴ MICHAELS, 2013.

⁵ FARIA, José Eduardo. **O Direito na economia globalizada**. São Paulo: Malheiros Editores, 2002, p. 60.

⁶ FARIA, *loc. cit.*

Para alguns, a globalização emerge da possibilidade de reprodução do capital surgida, especialmente, após 1945, quando ocorre a predominância de movimentos e formas, em escalas internacionais, de propagação de riquezas. Há a expansão do capitalismo, por todo o mundo, “atravessando fronteiras e regimes políticos, mercados e moedas, línguas e dialetos, religiões e seitas, soberanias e hegemonias, culturas e civilizações”⁷.

Acelera-se o processo através do qual as instituições capitalistas superam as barreiras, físicas e jurídicas, impostas pelos Estados, para promover e organizar o mercado conforme seus próprios objetivos, marca do capitalismo na atual sociedade globalizada⁸.

Novas instâncias de poder são realocadas no cenário mundial com o protagonismo da atividade empresarial. Mesmo que com relevante frequência haja convergências recíprocas entre os interesses das companhias empresariais e dos governos nacionais, no que se refere a assuntos nacionais e mundiais, é manifesta a progressiva e crescente libertação, acelerada na guerra fria, das empresas em relação às injunções ou limitações impostas pelos Estados⁹.

Contar a história da globalização significa, necessariamente, percorrer o caminho da reestruturação do capitalismo para manter firmes suas bases numa realidade que se apresenta, a cada dia, modificada pelos processos de desenvolvimento tecnológico e científico.

Concebendo que seja essa a base da globalização atual, dois fatos históricos podem ser apontados como paradigmáticos para a demarcação inicial indubitável do fenômeno em um marco temporal, que datam acontecimentos ocorridos no final do século passado: (i) a crise do padrão monetário mundial, com a decretação do fim do padrão ouro pelos Estados Unidos em 1971, e (ii) os dois choques consecutivos do petróleo, sendo o primeiro entre 1973 e 1974 e o segundo entre 1978 e 1979¹⁰.

Para fins de ambientação histórica, ainda nos anos 70, há: a queda da paridade ouro-dólar, firmada pelas políticas econômicas entre Inglaterra e Estados Unidos ainda nos anos 40 com a pactuação de Bretton Woods; o aumento exponencial da dívida norte-americana e; o crescimento dos problemas decorrentes

⁷ IANNI, Octavio. **A era do globalismo**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1999.

⁸ FRIEDMANN, John; WOLFF, Goetz. World City Formation: an Agenda for Research and Action. **International journal of Urban and Regional Research**, Nova York, v. 6, n. 3, p. 309-344, set. 1982.

⁹ IANNI, Octavio. **Teorias da globalização**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2001.

¹⁰ FARIA, 2002, p. 63.

do déficit da balança comercial daquele país, decorrentes das relações de troca com as economias japonesa e alemã.

A importância do primeiro acontecimento se revela, pois, com a crise no padrão monetário e a flutuação de câmbio decorrente dele há, em consequência, a internacionalização financeira, que pode ser ilustrada com a transformação da atuação do Banco Mundial e do Fundo Monetário Internacional (FMI) em um papel social mais ativo do que aquele experimentado nos primeiros anos após Bretton Woods.

É nessa altura que há, também, a abertura dos mercados internos das economias desenvolvidas, que agora passam a importar produtos industrializados dos países periféricos¹¹.

O segundo momento histórico, iniciado ainda na década de 70, decorre das duas crises sucessivas do petróleo. O déficit de oferta e a consequente alta exponencial dos preços dos barris que geraram implicações globais no preço de produtos e serviços e nos lucros advindo deles.

Como resultado, avultaram-se os desequilíbrios comerciais, emergiram redirecionamentos no sistema financeiro, houve agravamento das instabilidades cambiais, que culminou na paralisação temporária de mercados.

Os dois acontecimentos citados situam o estudo da globalização a um referencial temporal inaugural que narra situações econômicas que, apesar de ocorridas em um local específico, tiveram um impacto direto, em cadeia, em todo o mundo em uma magnitude de extensão e efeitos nunca antes experimentada, demonstrando a interdependência comercial e financeira que agora se apresenta em nível global.

A dimensão das crises paradigmáticas aqui trazidas colocou em xeque o potencial de continuidade dos modelos financeiro, produtivo, industrial e comercial até então vigentes¹².

Durante a década de 80 o mundo viu governos e agentes produtivos lutarem contra o aprofundamento das fragilidades no mercado, com a dificuldade de acesso e produção de matéria-prima, a insuficiência do método de produção em larga escala, a alta dos custos industriais, dentre outros fatores, que levaram a uma queda da produtividade e ao acirramento da competitividade em nível global.

¹¹ FARIA, 2002, p. 63.

¹² *Ibid.*, p. 64.

Os anos 90, por sua vez, são marcados pela reorganização do trabalho e da produção, como uma consequência das diferenças de custos e, portanto, da produtividade de cada país, transformando o mundo numa grande indústria global, na qual os Estados brigam para ocupar posições.

O mundo precisava dar uma resposta aos problemas, e a saída para essas questões, além de vir da perda dos monopólios estatais e da abertura do comércio mundial de informações e serviços, passou por uma progressiva desregulamentação dos mercados financeiros.

Há uma tendência de liberalização, por exemplo, das normativas que disciplinam sobre investimentos estrangeiros, política de repatriamento de capitais, empréstimos a empresas estrangeiras.

Essa progressiva política econômica de destravamento jurídico e burocrático encontra no desenvolvimento tecnológico pós-fordista o palco perfeito para a promoção do aceleração do processo de integração dos mercados financeiros e, portanto, do mercado de capitais¹³.

O nível atual de sofisticação e celeridade das trocas financeiras e comerciais por entre países alcançou um nível nunca antes verificado na história, fruto das inovações tecnológicas imanentes a esse ponto do desenvolvimento.

No mercado de capitais surgem novos títulos e instrumentos financeiros que, impulsionados pelo desenvolvimento tecnológico e das comunicações, conectam companhias e investidores de diferentes lugares do mundo. Os *Depositary Receipts*, DR se tornam o instrumento financeiro fundamental desse processo de internacionalização das relações negociais em bolsas de valores¹⁴.

No mercado americano são comercializadas as ADRs, *American Depositary Receipts*, que são valores mobiliários de companhias que não se situam nos Estados Unidos e têm seu valor lastreado no desempenho da empresa internacional.

No Brasil têm-se as correspondentes BDRs, *Brazilian Depositary Receipts*, ou CDVM, Certificados de Depósito de Valores Mobiliários, conforme linguagem utilizada na legislação nacional, que também correspondem a direitos representativos de papéis de companhias abertas situadas no exterior.

¹³ FARIA, 2002, p. 64.

¹⁴ RIBEIRO, Felipe Aprígio dos Santos Teixeira. **Avaliação do impacto da regulamentação da comissão de valores mobiliários e da U.S. Securities and Exchange Commission** sobre o desempenho de papéis de empresas brasileiras. 2018. Dissertação (Mestrado em Administração) - Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2018.

Para que se possa ter uma real noção do impacto dessa opção no mercado brasileiro, atualmente, segundo os dados levantados da B3, há 772 BDRs de companhias estrangeiras listadas no mercado. Ao mesmo tempo, pouco mais de 400 empresas brasileiras são listadas na B3 enquanto anônimas de capital aberto.

Além disso há o aumento expressivo de investidores estrangeiros nas sociedades listadas na bolsa nacional, como no exemplo da Petrobras em que 41,59% dos investidores não são brasileiros, sendo que 22,24% dessas ações são emitidas na própria B3, enquanto 19,35% são ADRs que circulam na NYSE¹⁵.

Recentemente o mercado brasileiro fez um movimento ainda maior em direção à popularização da internacionalização do investimento. Investidores não qualificados, que são aqueles cujo aporte no mercado de capitais é inferior a um milhão de reais, passaram a também ter acesso a investimentos em BDRs, papéis antes restritos apenas aos qualificados.

Essa opção foi ampliada a pessoas físicas após o advento da Resolução nº 3 da CVM, editada em 11 de agosto de 2020, promover mudanças nas regras. Segundo os dados coletados junto à B3, pessoas físicas, que antes respondiam por 9% das negociações, passaram a responder por 20% dos negócios no ano de 2020, após a liberação normativa¹⁶.

Nunca antes os países estiveram tão conectados, em causas e efeitos. A globalização cria uma nova ordem global, marcada por uma relação de interdependência da economia mundial, onde uma ação que ocorre em determinada localidade terá repercussão imediata na realidade de um local diverso¹⁷.

Para alguns, há a criação de um verdadeiro “mercado global”¹⁸ de bens e capitais suscetível de impactar e alterar, decisivamente, o perfil e a estrutura das economias nacionais¹⁹.

¹⁵ PETROBRAS. **Composição Acionária**. [s.d.]. Disponível em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/composicao-acionaria/>. Acesso em: 31 jul. 2021.

¹⁶ B3. **Relatório anual**. 2020.

¹⁷ BARZA, Eugênia Cristina Nilsen Ribeiro. A ideia de Comércio Internacional e suas implicações para o Direito Internacional. **Caderno de Relações Internacionais**, Faculdade Damas, v. 4, n. 6, 2013. Disponível em: <http://www.faculdaadedamas.edu.br/revista/index.php/relacoesinternacionais>. Acesso em: 31 jul. 2021.

¹⁸ TOMAZETTE, Marlon. Direito societário e globalização: rediscussão da lógica público-privada do direito societário diante das exigências de um mercado global. São Paulo: Atlas, 2014, p. 5.

¹⁹ TOMAZETTE, *loc. cit.*

Há uma justa dificuldade delimitatória quanto à definição de globalização econômica em razão da sua multifacetada apresentação e constante aperfeiçoamento.

Cumpre, no entanto, anotar alguns fenômenos próprios identificados pela literatura que ajudam a esclarecer algum conceito. A esse estudo interessa pontuar, portanto: (i) a velocidade e intensidade do desenvolvimento científico e tecnológico; (ii) a intensificação das interações sociais transfronteiriças; (iii) desterritorialização das relações sociais; (iv) a diminuição da margem de autonomia dos governos nacionais; (v) o aumento da interdependência global.

Esse conjunto de fenômenos faz com que a globalização econômica se torne o principal desafio imposto à ordem social e política desde o pós-guerra²⁰. O compromisso internacional de cooperação para progresso social avençado entre os Estados, marcados pelas chagas da grande crise social, humanitária e econômica após 1945, torna-se obsoleto em uma realidade marcada pela concorrência internacional entre países que precisam ter atrativos, em um mundo onde o conceito de tempo e espaço foi encurtado.

Este processo contínuo de sucessivas mudanças no panorama global traz duas consequências relevantes para a continuidade do presente estudo: uma de natureza socioeconômica, posto que há uma redefinição na alocação das instâncias de poder; uma de natureza jurídica, uma vez que o Direito precisa se adaptar à nova realidade que a ele se impõe. A globalização desafia a distinção existente entre Estado e sociedade desafiando, portanto, a distinção entre a teoria jurídica e social²¹.

Passa-se a analisar, os fenômenos próprios da globalização econômica, propostos acima, e a sua relação de causa e efeito com a crise jurídica e socioeconômica enfrentada globalmente a partir do processo de integração dos mercados financeiros.

2.2 A GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA E A CRISE JURÍDICA E SOCIOECONÔMICA DERIVADA DA INTEGRAÇÃO DO COMÉRCIO E MERCADOS FINANCEIROS

Muitos são os fatores que, ao atuar em conjunto, formam o que se convencionou chamar de “globalização econômica”. Analisando na ordem proposta

²⁰ HABERMAS, 2001, p. 65.

²¹ MICHAELS, 2013.

no tópico antecedente, a velocidade e intensidade do desenvolvimento científico e tecnológico é o primeiro deles.

O mundo vive a Era da Informação a modificar o comportamento da humanidade e como ela se relaciona. “A informação é a palavra-chave do nosso tempo”²². Uma das grandes marcas da globalização está no aumento exponencial do desenvolvimento científico e tecnológico, seja em velocidade de avanço, seja em profundidade das inovações.

Fazendo um recorte no impacto das inovações tecnológicas, a título de exemplo, recorre-se à modernização das formas de transmissão de informações pelo mundo. A popularização das ligações telefônicas e, posteriormente, da internet tiveram uma influência fundamental na forma como o comércio e os investimentos se realizam.

Para ilustrar o que se traz, entre 1940 e 1950 o custo de uma ligação de Nova York a Londres, em uma escala de 0 a 100, onde 100 é o valor da ligação até a década de 40, cai exponencialmente para um patamar de grandeza de, aproximadamente, 25 nos anos 50. Dos anos 50 até a atualidade, esse valor tem se aproximado de zero²³.

Concomitantemente, a negociação anual de instrumentos comercializados em bolsa de valores, pelos números levantados pela *International Swaps and Derivates Association* em dólares, salta de US\$ 618,3 bilhões de dólares, em 1986, para mais de US\$ 9 trilhões de dólares em 1995²⁴.

Ao mesmo passo, o comércio internacional registrou crescimento vertiginoso. O valor do fluxo global de mercadorias, em dólares, cresceu, em média, mais de 7% entre 1980 e 2011, enquanto a oferta de serviços aumentou em torno de 8%, em média por ano. Enquanto nos anos 80 da década passada o valor bruto chegava a cerca de US\$ 367 bilhões de dólares, a marca atingida em 2011 é de, aproximadamente, US\$ 4 trilhões de dólares²⁵.

O progresso científico propicia a descoberta de novas formas menos onerosas de comunicação à distância, a disseminação da tecnologia faz cair os

²² "Information ist das Zauberwort unserer Zeit". Tradução livre da autora. Frase dita por Marcus Luter em um Convênio realizado em Veneza, em 1981, e reverberada pela doutrina (BRANCO, Sofia Ribeiro. **O Direito dos Accionistas à Informação**. Coimbra: Edições Almedina, 2008, p. 09).

²³ BANCO MUNDIAL. **Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial**. Washington, 1995, p. 59.

²⁴ FARIA, 2002, p. 69.

²⁵ OECD; WTO; UNCTAD. **Implications of Global Value Chains for Trade**, Investment, Development and Jobs, 2013.

custos de transmissão de informação, como consequência aumenta a quantidade de conexões sendo realizadas, o que impulsiona o desenvolvimento científico, de maneira circular, de forma a garantir a continuidade e aumentar a velocidade do processo.

Não se alude à mudança dessa realidade exclusivamente, por óbvio, à indústria das comunicações, mas não se desmerece a sua contribuição na construção dessa realidade, posto que evidente.

É justamente o desenvolvimento tecnológico, em toda sua amplitude, que cria as bases para a intensificação das relações sociais transfronteiriças observada na globalização. O fluxo de informações, pessoas, mercadorias e capitais acontece numa proporção nunca antes vivenciada.

O mundo globalizado se tornou um lugar profundamente interconectado, em várias esferas. Sob a ótica do comércio internacional, a mundialização tornou o planeta terra uma grande indústria global. As relações acontecem, agora, não mais por condições determinadas, exclusivamente, pela política econômica dos estados nacionais, as relações ocorrem por interesses contrapostos, entre os agentes que atuam no mercado internacional, e que buscam condições favoráveis de negócios de acordo com a realidade oferecida pelo agente econômico com o qual vai negociar.

É o fenômeno da desterritorialização das relações sociais e comerciais. O mercado de capitais assume papel de ainda maior relevo a partir do rompimento com a realidade econômica vigente, inaugurado pelo aumento dessa complexidade da mundialização. A transformação radical das estruturas vigentes fulcrada no triunfo da economia capitalista no mercado globalizado faz surgir novos protagonistas, que assumem instâncias importantes de poder.

A ideia da comunidade internacional formada por Estados soberanos, cuja definição encontra suporte na tríade território, povo e governo, vem sendo questionada e atribuídos novos significados, em razão das mudanças sociais e econômicas provocadas por todos os fenômenos que se convencionou chamar de globalização.

O Estado moderno surge, e se justifica, pela necessidade de atuar enquanto agente que opera na condição de administrador, protegendo a sociedade, ao passo que conduz as interações dos agentes privados para os caminhos da lei, de modo democrático. Essa atuação só se torna possível uma vez que fulcrada na integração

simbólica e cultural da nação, enquanto elemento agregador da mobilização política de um povo²⁶.

Essa concepção clássica de um Estado nacional pressupõe, pelo menos do ponto de vista do direito internacional, o reconhecimento recíproco dos limites fronteiriços de cada país, ao mesmo passo em que, na perspectiva do ordenamento interno, a legitimidade da imposição coercitiva das normas jurídicas encontra limite no território.

Ocorre que a falibilidade da construção semântica que atribui sentido a esta compreensão clássica se torna evidente no ambiente globalizado, pelo aumento cada vez maior e mais intensificado das relações de troca, comunicação e trânsito para além dos limites nacionais²⁷ a influenciar e alterar as estruturas de poder e de construção econômica, política e cultural dentro dos Estados.

O território, dependente do espaço geográfico, perde lugar para outros arranjos relacionais ocorridos no ambiente virtual. A construção de um povo, como um conjunto de sujeitos ligados pela sensação de pertencimento advinda de questões específicas de um local, já não subsiste quando lazer, cultura, aspirações, estão em processo de franca padronização internacional. Tampouco o governo consegue exercer o domínio soberano que ditou tempos antigos, quando a liberalidade de exercício do poder é delimitada pela competição global.

Como resultado desse processo, “o Estado já é demasiado grande para as coisas pequenas e demasiado pequeno para as coisas grandes”²⁸. Passa-se, portanto, a questionar a continuidade de conceitos tradicionais do Direito enquanto suficiente para construir uma verdade convincente que explique, dos pontos de vista jurídico, sociológico, filosófico e político, a dominação exercida pelo Estado, uma vez que a globalização é marcada, em suma, pela sobreposição, em alguma medida, do mundial sobre o nacional²⁹.

Há uma perda de autonomia e, sobretudo, da exclusividade dos governos nacionais em regular questões econômicas, e todos esses fatores contribuem para que o aumento da interdependência global seja uma realidade indubitável.

²⁶ HABERMAS, 2001, p. 80-83.

²⁷ *Ibid.*, p. 84

²⁸ FERRAJOLI, J. Luigi. **A soberania no mundo moderno**: nascimento e crise do Estado nacional. Revisão e tradução: Karina Jannini. São Paulo: Martins Fontes, 2002, p. 50.

²⁹ FARIA, José Eduardo. **Sociologia jurídica**: direito e conjuntura. São Paulo: Saraiva, 2010.

Entre 1996 e 1997 a desvalorização da moeda de uma economia tão pequena quanto a tailandesa provocou um colapso dos investimentos e da produção de todo o Sudeste Asiático e Coreia do Sul, que tem uma economia distante, inclusive, cujo PIB, na época, era o dobro do da Tailândia³⁰.

No ano de 2008, a crise da bolha imobiliária, iniciada nos Estados Unidos, teve repercussão nas economias do mundo inteiro, de Hong Kong ao Brasil, e que ainda reverbera na Europa, a alterar o centro dinâmico da economia internacional.³¹

Os dados de 2013 apresentados pela UNCTAD estimam que cerca de 80% do comércio global seja realizado de forma dispersa geograficamente e fragmentada em etapas, nas denominadas “cadeias globais de valor” organizadas pelas empresas transnacionais³².

Já a quantidade de organizações empresariais transnacionais teve um aumento significativo nas últimas décadas. Passou de cerca de 38 mil no ano de 1995 para 79 mil no ano de 2007. As sociedades subsidiárias estrangeiras, por sua vez, passaram de 265 mil para um total de 790 mil, quase o triplo da quantidade anteriormente verificada.^{33 34}

O aumento do protagonismo das grandes empresas propiciado pelo êxito do capitalismo fez com que esses atores sociais assumissem papel de destaque na sociologia do poder, uma vez que são detentores do capital, e na linguagem do capitalismo “o dinheiro substitui o poder”³⁵.

Esse deslocamento das estruturas de poder na sociedade faz com que as corporações multinacionais atuem como verdadeiras concorrentes dos Estados nacionais. Há um desalojamento da política pelo mercado³⁶, e uma rediscussão da visão kelseniana através da qual o Direito se subordina, exclusivamente, ao Estado.

Ralph Michaels alerta para a inadequação de uma teoria que coloque o Estado apenas como um repositório sobre o qual a globalização opera efeitos, uma

³⁰ KRUGMAN, Paul R. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Tradução: Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 86-100.

³¹ OLIVEIRA, Susan Elizabeth Martins Cesar de. **Cadeias globais de valor e os novos padrões de comércio internacional**: estratégias de inserção de Brasil e Canadá. Brasília: FUNAG, 2015.

³² OECD; WTO; UNCTAD, 2013.

³³ UNCTAD. **World Investment Report 1996**: Investment, Trade and International Policy Agreements. United Nations Publications, August 1996.

³⁴ UNCTAD. **World Investment Report 2008**: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. United Nations Publications, July 2008.

³⁵ HABERMAS, 2001, p. 100.

³⁶ HABERMAS, *loc. cit.*

vez que o Estado é, também é um dos principais atores na própria modelação da globalização³⁷.

Não se objetiva discutir um suposto declínio do Estado frente às mudanças existentes, mas sim uma indiscutível transformação em face da percepção de que os Estados não são atores unitários, mas combinam uma multiplicidade de instituições e atores que podem lidar com a internacionalização e a globalização de maneiras diferentes³⁸.

A crise é social e econômica porque essa estrutura de poder do capital não contempla a regulação democrática de decisões que contemplem o coletivo. “Apenas o poder deixa-se democratizar, o dinheiro não”³⁹. O processo de globalização se mostrou “mais parcial e excludente do que simétrico e inclusivo”⁴⁰.

Maximizam-se os riscos de grandes catástrofes na macroeconomia mundial, evidencia-se a fragilidade do sistema financeiro globalizado, o risco de contágio e perda de higidez do próprio sistema financeiro, de paralisações repentinas dos fluxos de capital que afetem os locais mais distantes, o aumento da desigualdade social.

É o fim da soberania do Estado sobre a economia que dá lugar à soberania da economia sobre o Estado⁴¹, a demonstrar que a teoria econômica precisa encontrar soluções adequadas para superar os desafios que se impõem.

Por tudo isso, a crise também é do pensamento jurídico. Nessa lógica socioeconômica marcada pela variedade de atores que surgem do mercado financeiro, surgem, também, outras fontes normativas, e o Direito não tem conseguido devolver uma resposta adequada forjada nos postulados do monismo jurídico⁴².

O direito positivo tem demonstrado a própria dificuldade em formular regras efetivas e vinculantes para todos os âmbitos da vida econômica⁴³. A rigidez antes

³⁷ MICHAELS, 2013.

³⁸ *Ibid.*

³⁹ HABERMAS, 2001, p. 100.

⁴⁰ FARIA, 2010, p. 99.

⁴¹ CASSESSE, Sabino. **A crise do Estado**. Tradução de Ilse Pachol Moreira e Fernanda Landucci Ortales. Campinas: Saberes, 2010.

⁴² FARIA, 2002.

⁴³ TOMAZETTE, Marlon. **Direito societário e globalização**: rediscussão da lógica público-privada do direito societário diante das exigências de um mercado global. São Paulo: Atlas, 2014, p. 46.

verificada agora abre espaço para normas abstratas, flexíveis, programáticas e conceitos jurídicos não determinados⁴⁴.

Conflitos coletivos de natureza pluridimensional, como serão estudados nos próximos capítulos, cada vez menos se adaptam aos textos legais concebidos para tratar de conflitos de natureza unidimensional⁴⁵.

2.3 GLOBALIZAÇÃO ECONÔMICA, PLURALISMO JURÍDICO E REGULAÇÃO

Assim como a globalização é um processo em vias de acontecimento, a estruturação de um Direito global também é. “*Un mundo globalizado precisa de un Derecho global*”⁴⁶.

A velocidade com que as transformações ocorrem pode causar a impressão de que o mundo sempre esteve nesse estágio de interligação mútua, mas a verdade é que o reconhecimento de um espaço global é algo novo, um território ainda pouco explorado, por todas as problemáticas conceituais delimitatórias que a sua defesa implica quando, supostamente, entra em choque com questões inerentes ao Estado-nação.

Mas uma questão é incontestável: está em pleno acontecimento e expansão um processo de mundialização da normatização das relações negociais a partir da criação de regras por diferentes agentes que atuam no mercado, em escala global.

E numa perspectiva pragmática, existem razões muito óbvias. A primeira delas é burocracia nacional, e a consequente demora dos Estados em criar normas de regulação negocial que atenda às necessidades de um ambiente econômico global intenso, orgânico e inovador, que diariamente tem demandas que precisam ser atendidas. Os processos legislativos estatais são naturalmente lentos e a resolução de conflitos por parte dos Estados também.

O comércio internacional tem recorrido, cada vez menos, aos direitos internos dos países para resolver suas pendências de natureza privada. Pouco se valem dos tribunais de jurisdição estatal para resolução de seus conflitos. Nas relações negociais internacionais o modo de solução de controvérsia, por excelência, é a via arbitral, por todas as características que lhe são peculiares e serão abordadas, com

⁴⁴ CASSESSE, *op. cit.*

⁴⁵ FARIA, 2002, p. 15.

⁴⁶ Tradução livre da autora: “Um mundo globalizado precisa de um Direito global” (DOMINGO, Rafael. La pirâmide del derecho global. **Revista Persona y Derecho**, v. 60, p. 29-61, 2009).

mais cuidado, no capítulo seguinte, das quais se destaca: celeridade, maleabilidade procedimental, adequação, *expertise* do árbitro e possibilidade de sigilo.

Poucos recorrem, também, às legislações nacionais para assuntos privados, agora em grande medida substituídas pelas regras de sistemas jurídicos construídos por fenômenos privados, como a *Lex Financeira*, a *Lex Mercatoria*, enquanto conjunto de regras, postulados, usos e costumes, princípios empresariais, criados pelos próprios agentes mercantis, entidades internacionais, e que dispõem da maleabilidade indispensável para resolver os conflitos negociais respeitando as especificidades setoriais e regionais dos envolvidos⁴⁷.

A centralidade dos sistemas jurídicos estatais na regulação das relações⁴⁸ perde espaço em razão da ascensão de uma grande variedade de instituições e organizações, públicas e privadas, criadas pelo homem para a gerenciamento e desenvolvimento do mercado supranacional, como empresas, tribunais arbitrais, comunidades políticas⁴⁹, dos quais se destaca a UNIDROIT, UNCITRAL, Câmara de Comércio Internacional (CCI), *American Arbitration Association* (AAA), *World Federation of Exchanges* (WFE), dentre tantos outros.

Assiste-se, portanto, à erosão do pensamento monista, que abre caminho para o pluralismo normativo, concebido a partir da aceitação de distintas ordens jurídicas autônomas num mesmo espaço sociopolítico, que se inter cruzam e se penetram de maneira constante⁵⁰.

Interessa a esse estudo muito menos buscar encontrar os fundamentos e razões filosóficas para uma defesa da possibilidade da criação de um ordenamento jurídico para além dos Estados nacionais, como alguns vêm fazendo, e mais evidenciar, de forma pragmática, a existência dessa realidade incontroversa do ambiente global.

No entanto, como resposta aos críticos, Teubner e, posteriormente, Ralph Michaels defendem a existência de um Direito Transnacional que rompe com a necessária conexão entre Direito e Estado, uma vez que são as relações

⁴⁷ FARIA, 2002, p. 45.

⁴⁸ RIEDMAN, Lawrence M. Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law. **Stanford Journal of International Law**, v. 32, p. 65, 1996.

⁴⁹ DOMINGO, 2009, p. 32.

⁵⁰ FARIA, *op. cit.*, p. 15.

fenomenológicas mundiais que determinam a globalidade do Direito e não o fato de que a força coercitiva que o impõe seja local⁵¹.

Observe, no entanto, que não se fala aqui em sobreposição de um Direito global em relação aos nacionais, até porque, muito embora o Estado e suas subjacências estejam sendo rediscutidas na academia, não se pode desprezar o poder soberano que detém de se autodeterminar em relação às suas regras próprias. Fala-se, outrossim, em convivência harmônica de regras de natureza nacional e transnacional, cada uma atuando em seu âmbito de validade.

Conforme se defende neste estudo, problemas globais exigem soluções globais, sob pena de se reduzir, abrupta e negligentemente, o nível de complexidade próprio das questões transnacionais, de modo que se acomodem ao modo positivista estatal de resolução de conflitos.

Algumas características do direito global, ou transnacional⁵² como alguns preferem chamar, são evidentes: (i) trata-se de um conjunto de regras que se refere às relações de justiça que afetam a humanidade⁵³ atravessando as fronteiras territoriais criadas pela modernidade; (ii) é, por natureza conjuntural e histórica, interdependente; (iii) é criado por agentes públicos e privados plurais; (iv) a partir da edição de normas gerais e abstratas.

Em relação ao conteúdo, o que se nota é que dentre as principais características do Direito global estão justamente a generalização e flexibilização do conteúdo regulatório⁵⁴, pois que nada pode ser mais contrário à própria globalização, e por consequência ao Direito global, do que um dogmatismo estéril e infértil⁵⁵.

O recurso a regras fechadas e com alto nível de detalhamento não parece ser recomendável em um ambiente negocial no qual as mudanças acontecem com uma velocidade cada vez maior⁵⁶. Efêmeras as circunstâncias, efêmeras as necessidades, e a norma precisa acompanhar.

Assim é que a normatividade e regulação das relações negociais estão a ser realizadas por instâncias das mais diversas, demonstrando que os polos centrais de

⁵¹ MICHAELS, Ralf. **Globalization and Law: Law Beyond the State**. Banakar and Travers eds., forthcoming 2013. Disponível em: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2862. Acesso em: 30 jan. 2020.

⁵² JESSUP, Philip C. **Direito transnacional**. Tradução de Carlos Ramires Pinheiro da Silva. São Paulo: Fundo de Cultura, 1965, p. 12.

⁵³ DOMINGO, 2009, p. 30.

⁵⁴ CASSESSE, 2010.

⁵⁵ DOMINGO, *loc. cit.*

⁵⁶ TOMAZETTE, 2014, p. 47.

realização do Direito se encontram agora difusamente distribuídos. Isso porque não só a regulamentação legislativa, como também a fiscalização do mercado, não são mais suficientemente realizadas apenas pelo Estado.

Nesse cenário jurídico de diversidade de fontes a heterorregulação financeira, enquanto atividade estatal destinada a influenciar o comportamento econômico de um país anda, necessariamente, ao lado da autorregulação, encetada pela atividade privada.

E tanto a heterorregulação quanto a autorregulação, no âmbito do mercado de capitais, têm um propósito fundamental: resolver os problemas oriundos da assimetria informacional, ao mesmo passo em que busca a eficiência do sistema econômico.

O alcance a um bom desempenho do mercado depende de uma atividade bem realizada de autodisciplina pelos agentes envolvidos. No Brasil a autorregulação é, inclusive, obrigatória, uma vez que a Lei 6.385/76 impõe às bolsas de valores, pessoas jurídicas de direito privado, atribuições regulatórias próprias.

2.4 REGULAÇÃO E MERCADO DE CAPITAIS

Antes de mergulhar no tema proposto neste momento e discutir as problemáticas a ele inerentes, é necessário navegar, brevemente, por parte dos conceitos que serão aqui tratados, com a finalidade de fixar algumas premissas necessárias para o melhor esclarecimento do que se tem por pretensão e registrar a definição de alguns institutos importantes para o prosseguimento.

Esta tese trata, essencialmente, da utilização da arbitragem enquanto instrumento de resolução de controvérsias intrassociais surgidas no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto. Pela escolha da temática, ocasionalmente serão tratados, para além de temas jurídicos, questões vindas da economia, da sociologia e da ciência política.

Sem a pretensão de ser tão profundo quanto exigiria a análise da temática em cada uma das ciências aludidas, o recurso à interdisciplinaridade, tão natural ao Direito, faz-se necessário porque ou constituem a base da análise proposta, ou emprestam conceitos e teorias necessárias para a análise jurídica que se propõe.

Em outras palavras, apesar do recurso que se fará a conceitos da economia, da sociologia e da ciência política para fundamentar decisões jurídicas, esta tese

não poderá ser descrita como uma análise econômica, social ou política do fenômeno que se pretende observar.

Aqui se busca apreender sentidos que o Direito, sozinho, não consegue fornecer, uma vez que o Direito, em essência, apenas regula os fenômenos que brotam da sociedade sem, contudo, garantir a compreensão sistêmica de institutos e conceitos sem o recurso às ciências correlatas.

O ambiente econômico onde são realizadas as transações com moedas, títulos, e participações de capitais é o que se convencionou chamar de mercado financeiro. A principal função desse mercado na economia é permitir a "eficiente interação entre poupadores e tomadores de recursos, promovendo investimentos e crescimento"⁵⁷.

A intermediação financeira, enquanto expressão máxima do mercado financeiro pode ser explicada de forma segmentada, apenas para uma finalidade metodológica de entendimento, uma vez que na prática econômica há uma natural e verificada sobreposição mútua das atividades pelos seus agentes. Com esse intuito, portanto, subdivide-se o mercado financeiro em: (i) mercado monetário, (ii) mercado de crédito, (iii) mercado cambial e (iv) mercado de capitais. Uma breve diferenciação se faz necessária.

No mercado monetário, através das autoridades constituídas pelo Estado, realizam-se as operações de curto e curtíssimo prazo que permitam controlar a liquidez da economia e das taxas de juros, por meio da emissão de papéis lastreados no patrimônio público.

Em seu turno, no mercado de crédito há, por intermédio das instituições financeiras, a realização de operações de financiamento de curto e médio prazo, através da concessão creditícia.

No mercado cambial, controlado e fiscalizado pelos Estados, há operações de troca de moeda entre os diversos países e é marcado, sobretudo, pela necessidade de conversão oriunda das práticas do comércio internacional.

Tem-se, então, o mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários, que assume um dos mais relevantes papéis no processo de desenvolvimento econômico, ao atuar intermediando poupadores e tomadores de recursos,

⁵⁷ ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 39.

municiando recursos para as companhias, sem a necessidade de intermediação das instituições financeiras.

É no âmbito do mercado de capitais que este estudo se realiza, ao analisar as relações societárias que ocorrem no interior das companhias de capital aberto, e sobre elas algumas ressalvas.

Este estudo não ignora os sentidos atribuídos pelo Direito Empresarial brasileiro aos termos empresa e empresário, embora duramente criticados, uma vez que aquele é a atividade econômica e este o sujeito que atua no ambiente negocial, nos termos descritos pelo artigo 966 do Código Civil.

No entanto, conforme se salientou no início, esse estudo bebe de outras fontes científicas, não jurídicas, a quem o sentido de “empresa” encontra conceito diverso e se refere, basicamente, aos atores negociais e não à atividade realizada. Por uma opção didática esta tese irá utilizar o termo “empresa” com o sentido econômico e social a ele atribuído, de sujeito/ator desenvolvedor da atividade empresarial.

De igual modo, recorre-se, também, ao termo direito “negocial” ou “empresarial” e não outros termos como o “comercial” ao tratar das relações que envolvam atividade profissional economicamente organizada para a produção e/ou circulação de bens e serviços, pela crença na adequação do termo, sobretudo, em relação ao tema proposto.

Dito isso, algumas premissas até aqui foram fixadas. Uma, que a globalização alterou as estruturas sociais, jurídicas, políticas e econômicas da sociedade em âmbito mundial. Duas, que houve uma unificação dos mercados financeiros, de modo a tornar o mercado de capitais um ambiente global. Três, que nessas reestruturações conjunturais surgiram novos protagonistas globais.

O mercado de capitais, ou mercado de valores mobiliários, desenvolve um dos mais relevantes papéis na promoção do progresso econômico. Atua na intermediação entre poupadores e tomadores de recursos, possibilitando que as companhias abertas adquiram capital a partir do investimento direto de interessados, sem a necessidade de recurso às instituições financeiras.

Os vários interesses metaindividuais envolvidos no bom funcionamento do mercado de valores mobiliários pertencem a uma quantidade de pessoas indeterminadas. A sociedade, considerada em sua amplitude, é titular do direito difuso referente a um ambiente econômico equilibrado.

No entanto, as relações jurídicas e econômicas diretamente estabelecidas no interior do mercado de capitais são realizadas por alguns atores importantes. Aqui se destacam: as sociedades de capital aberto, as bolsas de valores, os acionistas investidores, as organizações privadas e supranacionais, os Estados nacionais com suas agências reguladoras, além dos árbitros e tribunais arbitrais.

Todos desenvolvem, de alguma forma, um papel importante para a estruturação da realidade de mercado atual, seja na movimentação e intermediação financeira, realização de contratos, fomentação de pesquisa e desenvolvimento ou na regulação da atividade.

A realidade mundializada impõe a cada um desses atores uma atuação condizente com as exigências globais. Passa-se, nesse momento, a analisar cada um desses agentes a partir da ótica sistêmica de um mercado integrado.

2.4.1 Sociedades de capital aberto

Instituto fundamental do capitalismo⁵⁸, historicamente as sociedades empresárias, nas suas mais variadas formas de constituição, sempre desempenharam papel crucial de fomentação do desenvolvimento coletivo das atividades econômicas, desde suas conotações mais rudimentares até alcançar a sofisticação hoje evidente.

Muitos apontam o aparecimento das sociedades de capital aberto, ou que fazem uso do capital de risco, como se diz na Itália, ao evento das grandes navegações⁵⁹. Para financiar a exploração ao “novo mundo” era necessária a captação de um volume muito grande de recursos, o que não se concretizaria sem grandes investimentos, públicos e privados⁶⁰.

Aquele que investia recursos pessoais no empreendimento, na esperança de receber lucros provenientes dos ganhos, recebia um comprovante como garantia da sua participação, o que lhe dava direito de promover eventual ação contra a

⁵⁸ ALMEIDA, António Pereira de. **Sociedades comerciais e valores mobiliários**. Coimbra: Coimbra Editora, 2008, p. 395.

⁵⁹ MARCOS, Rui Manuel de Figueiredo. **As Companhias Pombalinas** – Contributo para a história das sociedades por ações em Portugal. Coimbra: Livraria Almedina, 1997, p. 35.

⁶⁰ BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008, p. 218.

sociedade em caso de fracasso. Essa seria, inclusive, a origem da nomenclatura "ação", utilizada para definir as partes em que é dividido o capital social⁶¹.

A gênese das sociedades de capital aberto está atrelada a grandes acontecimentos, e é assim até hoje. Apesar dos esforços recentes em tentar resolver os problemas de financiamento das micro e pequenas empresas através do mercado de capitais, em essência são as sociedades de maior porte que abrem o capital para obter recursos privados no mercado de valores mobiliários.

O *Industrial and Commercial Bank of China* (ICBC), maior companhia aberta do mundo⁶², depois de ultrapassar a Microsoft no ano de 2020, sediada na China, opera suas ações na HKEX – *Hong Kong Exchange and Clearing* e tem um valor de mercado estimado em US\$ 243,3 bilhões de dólares⁶³, e um total de ativos de US\$ 4.322,5 bilhões de dólares⁶⁴.

A gigante tecnológica *Apple* foi a primeira companhia do mundo a atingir, em agosto de 2020, o montante de US\$ 2 trilhões de valor de mercado, valor superior ao PIB de 95% dos países do mundo. No ano de 2019, apenas oito países, a saber Estados Unidos, China, Japão, Alemanha, Índia, Reino Unido, França e Itália registraram um PIB superior ao valor de mercado estimado da companhia⁶⁵.

Os grandes conglomerados empresariais assumem um protagonismo muito claro, uma vez que são, ao mesmo tempo, resultado e agentes proativos dessa globalização. E esse cenário vem aumentando em progressão.

No ano 2000 das 100 principais entidades econômicas do mundo, utilizando como critério a receita de cada uma, 42% eram empresas. Em 2010, analisando as 150 maiores economias, 58% eram corporações. No ano de 2017, das 200 maiores entidades, 157 são empresas e apenas 43 são países⁶⁶.

⁶¹ FERREIRA, Waldemar. **O direito público colonial do Estado do Brasil sob o signo pombalino**. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1960, p. 38 a 46.

⁶² Utilizando como critério receita, lucros, ativos e valor de mercado.

⁶³ INVESTING. Disponível em: <https://br.investing.com/equities/icbc>. Acesso em: 13 dez. 2021.

⁶⁴ HKEX. Disponível em: https://www.hkex.com.hk/Market-Data/Securities-Prices/Equities/Equities-Quote?sym=1398&sc_lang=en. Acesso em: 13 fev. 2021.

⁶⁵ SANTANA, Pablo. Apple é a primeira empresa americana a ultrapassar US\$ 2 trilhões em valor de mercado. **Infomoney**, 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/apple-e-a-primeira-empresa-americana-a-ultrapassar-us-2-trilhoes-em-valor-de-mercado/>. Acesso em: 09 mar. 2021.

⁶⁶ GLOBAL JUSTICE NOW. **69 of the richest 100 entities on the planet are corporations, not governments, figures show**. Disponível em: <https://www.globaljustice.org.uk/news/2018/oct/17/69-richest-100-entities-planet-are-corporations-not-governments-figures-show>. Acesso em: 09 mar. 2020.

Não são raras as vezes em que os grandes conglomerados empresariais e empresas transnacionais, que desenvolvem papel resolutivo nos rumos negociais do globo, constituem-se sob a forma de companhias abertas. A ideia geral de sociedade é uma ideia universal⁶⁷, e o mercado de ações se tornou um ambiente igualmente global.

O sucesso da companhia aberta, enquanto tipo, neste cenário está associado aos atributos próprios dessa configuração societária que, apesar das especificidades características de cada local, recebe tratamento semelhante praticamente no mundo inteiro.

Os traços de impessoalidade, a limitação dos riscos atrelados ao investimento, a autonomia do patrimônio social, a facilidade de aquisição e transmissão da titularidade das ações são particularidades determinantes para o êxito desse tipo social.

2.4.2 Bolsas de valores

As operações do mercado de valores mobiliários acontecem, essencialmente, em dois lugares: bolsas de valores e mercado de balcão. Bolsas são associações privadas, que prestam relevante papel de interesse público, consistente na manutenção, física ou virtual, de um local adequado para a realização, entre seus membros, das operações de compra e venda dos títulos e valores mobiliários emitidos pelas companhias abertas⁶⁸. O mercado de balcão, por exclusão, compreende todas as operações do mercado de capitais que acontecem fora da bolsa de valores.

Atualmente, entretanto, as inovações tecnológicas, a virtualização das operações econômicas, a integração crescente dos mercados, a ascensão dos conglomerados financeiros e dos bancos múltiplos⁶⁹, deixou nebulosa a demarcação da diferença entre negociação ocorrida em bolsa e em balcão.

Na intenção de superar essa confusão, modernamente se tem conceituado bolsa enquanto provedora de um “sistema de negociação”, que atua na formação de

⁶⁷ TOMAZETTE, 2014, p.102.

⁶⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**, v. 2: direito de empresa. 22. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

⁶⁹ YAZBEK, Otavio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. **Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, out./dez. 2006, p. 4.

preços para o mercado, cumprimento de ordens dos agentes econômicos atuantes nele e que tem por finalidade a disseminação de informações, de maneira sistemática, quanto ao preço, ofertas e negócios efetuados. De maneira pragmática, é justamente o processo de formação de preços que afasta o conceito de bolsa do mercado de balcão.

A finalidade econômica das bolsas de valores consiste em facilitar o ingresso de capitais para as companhias de capital aberto, valendo-se, sobretudo, da concentração da oferta no mercado e da demanda que há por valores mobiliários. O interesse público se reveste, exatamente, na organização de um local para financiamento de empresas.

Muito embora atualmente seja natural que as bolsas de valores se constituam enquanto pessoa jurídica, que busca lucro no desenvolvimento de suas atividades, nem sempre foi assim. Essa realidade é fruto de um processo de desmutualização das bolsas iniciado na década de 90, no qual a bolsa de Estocolmo foi vanguardista, no ano de 1993, quando se constituiu sob a forma de sociedade anônima.

Historicamente as bolsas se constituíam sob a forma de instituição sem finalidade lucrativa, funcionava como uma associação de membros que se organizavam de maneira cooperativa para realizar transações de valores mobiliários. A maioria das bolsas de valores do mundo se organizou dessa forma, inclusive a brasileira, que realiza a transação para o modelo empresarial apenas no ano de 2007.

Esse processo de desmutualização só acontece em razão das inovações tecnológicas que levaram as bolsas para o ambiente virtual. Inicialmente as bolsas, enquanto locais físicos, impunham aos seus membros o pagamento de taxas diversas para permanecer e obter acesso restrito ao local, e que eram revertidas para garantir a manutenção da própria entidade.

Com o crescimento e evolução das bolsas os membros se tornam intermediários daqueles que não têm acesso – essa é a origem da profissão de corretor de valores –, e passam a cobrar pela representação dos interesses de seus clientes.

Acontece que com a virtualização do ambiente bolseiro nasce a oportunidade de agregar ainda mais pessoas atraídas pelo interesse de realizar negócios. Numa análise econômica, como manter um ambiente físico se torna obsoleto, o custo marginal de permitir a entrada de um novo membro se torna praticamente zero.

As bolsas passam, então, de um modelo de associação mutualista com membros atuantes para um sistema desmutualizado no qual os membros se tornam seus clientes, e ela oferece produtos sobre os quais cobra um preço e obtém lucro. Hoje a maior fonte de receita de uma bolsa de valores consiste na cobrança de taxas sobre as negociações ocorridas.

Malgrado o financiamento esteja na essência do que as bolsas de valores fazem, enquanto entidade privada, a verdade é que historicamente sempre desempenharam atividade de interesse público, além de prestar um importante papel no desenvolvimento de padrões e práticas do mercado de capitais.

No geral, as bolsas de valores de todo o mundo detêm, em seu poder disciplinar, competências de fiscalização e aplicação de penalidades. Em um sistema financeiro internacionalmente integrado o papel regulatório desenvolvido por elas tem importância fundamental.

Embora o interesse público no desenvolvimento da atividade esteja sempre presente, quanto ao regime jurídico de formação as bolsas podem ser classificadas de três maneiras: as liberais, instituídas ou oficiais e autorizadas⁷⁰.

A forma liberal, na qual praticamente não se vê o controle por parte do Estado, foi adotada na Inglaterra, de maneira solitária, durante alguns séculos⁷¹. Desde o século XVIII, que marca o início das bolsas de valores naquele país, até o ano de 1986, quando foi promulgada a *Financial Services Act* – regulamentação que subordina a atividade das bolsas ao Estado –, a questão era assunto inteiramente privado.

As bolsas instituídas ou oficiais nascem de um ato público normativo do Estado e não da vontade de seus associados. Esse modelo, quem tem origem no Direito francês, foi utilizado no Brasil até o ano de 1965, com a modificação da legislação sobre mercado de capitais.

A grande maioria dos países, no entanto, adota o modelo americano, através do qual há necessidade de autorização administrativa do Estado. Nesta categoria, as bolsas de valores nascem da vontade livre de seus criadores, mas dependem, para o seu funcionamento, de prévia autorização estatal.

⁷⁰ MATTOS FILHO, Ary Osvaldo. Natureza Jurídica das atividades das Bolsas de Valores. **Revista dos Tribunais**, ano 75, v. 3, p. 34, jan. 1986.

⁷¹ MATTOS FILHO, *loc. cit.*

É esse o modelo adotado hoje no Brasil. No ordenamento pátrio as bolsas estão em uma zona cinzenta que separa a autonomia privada do forte intervencionismo do Estado. A Lei 6.385/76, em seu artigo 17, §1º dispõe que às bolsas de valores compete “como órgãos auxiliares da Comissão de Valores Mobiliários, fiscalizar os respectivos membros e as operações com valores mobiliários nelas realizadas”.

Na visão de Comparato as bolsas de valores, não apenas por concessão administrativa, mas sobretudo por incumbência legal, fazem parte da “classe especial” de pessoas jurídicas de direito privado que desenvolvem um serviço público⁷².

A diferença das bolsas de valores dos demais agentes que atuam no mercado de capitais reside nessa atribuição especial a elas designada pelo poder público de supervisionar e ditar ordens ou diretrizes para a regulação das bolsas, uma vez que agem como autênticos agentes da CVM⁷³.

O viés público na atividade desempenhada pela bolsa é evidente em vários outros momentos da regulamentação pátria. A Resolução CMN 2.690/2000, por exemplo, exige autorização da CVM para constituição e alterações realizadas pelas bolsas, além de exigir que o interesse privado seja buscado, desde que “satisfeitas as exigências do bem público e da função social da entidade”, conforme disciplina em seu artigo 12º.

Segundo a UNCTAD, os esforços específicos das bolsas para promover a sustentabilidade podem ser agrupados em três categorias, nomeadamente títulos verdes, promoção da divulgação de Environmental, Social and Governance (ESG), que são boas práticas em matéria ambiental, social e questões de governança corporativa, e a própria criação de índices ESG.

Perceba que existe a expectativa, pelo próprio mercado, não só que as bolsas de valores atuem como agentes promotores das boas práticas sobre governança corporativa sedimentadas, mas também como atores criativos de critérios definidores de boas práticas.

E os dados indicam que as bolsas têm realizado esse papel. O crescimento da quantidade de membros da *SSE Partner Exchanges*, uma iniciativa para

⁷² COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do seu Objeto. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 60, Editora Revista dos Tribunais, out./dez. 1985.

⁷³ COMPARATO, 1985.

promoção de bolsas de valores sustentáveis das Nações Unidas, mostra que dos anos de 2012 a 2017 a quantidade de membros sai de 6 para 65, tendo uma curva vertiginosa a partir de 2014⁷⁴.

Investidores estão utilizando cada vez mais desses tipos de índices para incorporar critérios ESG no processo de tomada de decisões de investimento. A título de exemplo, em julho de 2017, o Fundo de Investimento de Pensão do Governo do Japão anunciou publicamente que mudará 3% de seu patrimônio doméstico passivo de investimentos, cerca de US\$ 8,8 bilhões, para companhias que adotem índice ESG⁷⁵.

O propósito é que as bolsas incorporem regras de governança corporativa em seus segmentos de listagem, de forma que o nível de transparência e divulgação de informação voluntária vá além daquele exigido pela regulação estatal.

Exemplos de sucesso, segundo a UNCTAD, são a da B3, bolsa de valores brasileira, a *Bursa Malaysia*, *Johannesburg Stock Exchange* e *Stock Exchange of Thailand*. A capacidade das bolsas em influenciar o comportamento de divulgação das companhias listadas, através de uma evidente e rápida absorção na divulgação de sustentabilidade.

2.4.3 Acionistas

O direito societário e, de maneira especial, o papel do sócio em relação à sociedade, são fundamentalmente influenciados pela função que a sociedade desempenha no sistema econômico em um determinado momento⁷⁶.

É o sócio o mais importante elemento constituidor da coletividade, “a evolução do moderno direito das sociedades identifica-se, em grande medida, com a história das diferentes perspectivas sobre a posição do sócio face à sociedade”⁷⁷. A sua falta se reverte em ausência da própria sociedade.

É, também, a partir do acionista, especificamente da sua participação perante a sociedade, que emergem os direitos e deveres a ele inerentes. Ao integrar uma sociedade empresária o acionista passa a ser titular da participação social, que não

⁷⁴ UNCTAD. [s.d.]a. Disponível em: https://unctad.org/system/files/official-document/WFE_UNCTAD_2017_en.pdf. Acesso em: 02 fev. 2020.

⁷⁵ UNCTAD. [s.d.]a.

⁷⁶ SANTOS, Filipe Cassiano dos. **Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística**. Coimbra: Coimbra Editora, 2006, p. 13.

⁷⁷ SANTOS, *loc. cit.*

corresponde a um direito sobre aquilo que constitui o patrimônio da sociedade, mas sim, um englobamento de uma série de direitos e deveres relativos à própria sociedade⁷⁸.

Por algum tempo, especialmente no início do século XIX, as teorias clássicas debateram sobre a participação social enquanto um direito real, de copropriedade de bens sociais⁷⁹, ou se haveria uma relação de natureza creditícia, dos sócios em relação à sociedade⁸⁰.

A verificação de que a relação entre sócio e sociedade não diz respeito a um negócio jurídico realizado entre duas pessoas distintas, e sim, de uma pessoa, com uma outra pessoa coletiva da qual ela é membro, fez com que essas concepções clássicas logo se tornassem insuficientes para explicar a complexa relação existente⁸¹.

Por algum tempo prevaleceu na literatura um entendimento puramente contratualista para explicar a participação social, que também perdeu espaço em virtude da incapacidade de criação de um critério rigoroso capaz de diferenciar as esferas individuais e coletivas e de, portanto, delimitar com alguma precisão a esfera individual do sócio.

O direito dos contratos não foi suficiente para disciplinar a dinâmica da participação social, pois é norma que regula relações *inter partes*, não cabíveis no seio de uma sociedade empresarial, que em muitas situações tem necessidade de tutela do interesse social que, dentre outras coisas, garante autorização para que a sociedade interfira na participação de um sócio sem a necessidade de sua manifesta anuência.

No final do século XIX, especialmente pela influência das concepções liberais que dominavam esse período histórico, ganha força o pensamento de prevalência

⁷⁸ MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso. Coordenação: ABREU, J. M. Coutinho. **Estudos de Direitos das Sociedades**. Coimbra: Almedina, 2007, p. 98.

⁷⁹ V. Vareilles-Sommières, De la copropriété, p. 537 e ss; Josserand, Essais sur la propriété collective, p. 369; Karl Wieland, Handelsrecht, I, p. 610, e II, p. 35; Manara, Delle società e delle associazioni commerciali, I, p. 512; Rocco, Le società commerciale in rapporto al giudizio civile, p. 51, citados na obra de ALMEIDA, 2008, p. 95.

⁸⁰ V. Ripert et Roblot, Droit Commercial, I, nº 763 e 1.149; Candian, II, diritto del sócio nelle società di capitali; Graziani, Tema di limiti alla trasferibilità delle azioni, páginas 636 e ss. *apud* ALMEIDA, *op. cit.*, p. 96.

⁸¹ ALMEIDA, *op. cit.*

do interesse da sociedade em relação ao interesse do sócio, que se materializa pela atuação de quem a controla internamente⁸².

É neste cenário que surge a distinção de tratamento dedicada pela literatura aos chamados “sócio empresário” e “sócio investidor”, diferenciados sob o argumento de que enquanto aquele, dominante, exerceria as funções de gestão, este teria como função apenas colocar capital na atividade econômica e obter o lucro decorrente dela⁸³.

Essa concepção doutrinária que distingue a natureza jurídica da participação social conforme o papel ativo ou passivo de controle desenvolvido pelo sócio ganha força, sobretudo, nas sociedades abertas.

As críticas feitas a esse pensamento se apoiam na ideia de que a participação social gera ao acionista um conjunto de direitos que permitem uma atuação *dupla face* que resguarda, ao mesmo passo, interesses patrimoniais e de controle, ainda que ocorram em dimensões diferentes entre um sócio e outro⁸⁴.

No entanto, ainda que se julgue inadequada a formulação de um conceito de participação social que admita condicionar a sua natureza jurídica ao papel desempenhado pelo sócio – pois restaria sempre insuficiente –, de maneira pragmática os dois momentos da atividade econômica de uma sociedade aberta: o comando dos negócios empresariais e a atração de capital que permita a sua condução, no geral costumam ser desenvolvidas por pessoas diferentes.

As já mencionadas características das sociedades abertas: impessoalidade, limitação dos riscos atrelados ao investimento, autonomia do patrimônio social, a facilidade de aquisição e transmissão da titularidade das ações serve, ao mesmo tempo, para atrair uma quantidade muito grande de investidores e mantê-los distantes da gestão do negócio.

Isso gera um duplo efeito: primeiro, as sociedades costumam ter uma quantidade muito grande de sócios. Segundo, o exercício dessa participação social, para a imensa maioria dos acionistas, costuma ser muito distante da gestão dos negócios. Apenas um grupo muito pequeno de pessoas compõe a cúpula de decisões das estratégias negociais.

⁸² SANTOS, 2006, p. 27.

⁸³ SANTOS, 2006, p. 28.

⁸⁴ *Ibid.*, p. 32.

Enquanto nas sociedades de natureza personalíssima há, geralmente, uma participação social muito mais próxima e intensa por parte do sócio, de maneira bem diferente, nas sociedades de capital aberto esse envolvimento tende a ser bastante reduzido.

Para ilustrar o que se diz, a Petrobras, Petróleo Brasileiro S.A. tem hoje, segundo os dados disponibilizados pela bolsa de valores B3⁸⁵, onde opera suas ações no Brasil, cerca de 770 mil acionistas, entre pessoas físicas, jurídicas e investidores institucionais, o que amplia ainda mais a quantidade de pessoas direta e economicamente interessadas.

Tomando por base o exemplo trazido, não é coerente ou razoável supor que os mais de setecentos mil sócios que compõem a sociedade mencionada, em um determinado momento, tenham um comportamento atuante na análise ou tomada de decisões que envolvam a companhia.

É preciso entender a participação social enquanto conceito abstrato, de tríplice ramificação: é uma relação jurídica, direito subjetivo e *status*. Há uma relação jurídica entre o sócio e a sociedade, acessória ao direito subjetivo complexo que envolve poderes e deveres, e que tem como objeto, no caso das sociedades abertas, a ação⁸⁶.

Ao mesmo tempo, há o *status*, que pressupõe direitos, obrigações⁸⁷ e poderes do sócio frente à sociedade. Esse *status* se traduz enquanto conjunto mutável, complexo, unitário e indivisível de posições jurídicas decorrentes da lei, do contrato social, acordos parassociais e/ou deliberações societárias⁸⁸.

Na gama de interesses pertencentes ao sócio está, ainda que potencialmente, a possibilidade de intervenção tanto nas decisões sociais quanto na fruição patrimonial do seu investimento.

A solução para a adequação entre teoria e interesses do mercado foi a possibilidade de emissão de diferentes tipos de ações, cada uma delas carregando consigo um conjunto diverso de direitos e obrigações, cuja decisão de aquisição cabe ao interessado. Divide-se, por exemplo, em ordinárias e preferenciais,

⁸⁵ Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=9512&idioma=pt-br>. Acesso em: 12 fev. 2021.

⁸⁶ VASCONCELOS, Pedro Pais de. **A participação social nas sociedades comerciais**. Coimbra: Editora Almedina, 2006.

⁸⁷ ASCARELLI *apud* VASCONCELOS, *op. cit.*, p. 412 e seguintes.

⁸⁸ CORDEIRO, António Menezes. **Manual de Direito das Sociedades**, I, Coimbra: Edições Almedina, 2007, p. 506 e 507.

conforme admitidas no ordenamento brasileiro inclusive; em classes de A a D, como ocorre nos Estados Unidos, além de variações diversas.

A proposta incutida nessa variedade é permitir ao investidor adquirir ações que tenham compatibilidade com os interesses que nutre em relação ao investimento. Apesar de recorrente, atualmente a prática de emitir ações com tratamento desuniforme vem sendo desincentivada pela literatura corporativa, que caminha na perspectiva de impulsionar o tratamento igualitário entre acionistas, um dos três princípios basilares da boa governança.

Há no ambiente intrassocial das sociedades abertas uma heterogeneidade latente que comporta diferentes sujeitos de direitos, entre pessoas físicas e jurídicas, investidores eventuais e institucionais, que precisam de segurança jurídica para garantir a continuidade e bom funcionamento do próprio mercado.

2.4.4 Organizações privadas e intergovernamentais, nacionais e internacionais

O Direito Comercial não regula, nem nunca regulou, o comércio em toda sua amplitude. Não é um sistema normativo autossuficiente, pois sempre concorreu com as normas obrigacionais, do Direito Civil e com os contratos, enquanto principal instrumento de expressão da criatividade jurídica dos diversos agentes que atuam no mercado⁸⁹.

Uma das tendências da globalização econômica e da consequente pluralidade de fontes normativas é, justamente, a padronização dos instrumentos contratuais, que no ambiente do mercado global se elevam à condição de fontes do Direito e não somente instrumentos de aplicação⁹⁰.

Os códigos de conduta também representam ferramentas essenciais para a autorregulação dos agentes econômicos, a partir da incorporação de princípios e diretrizes escolhidas, por voluntarismo, para a condução negocial⁹¹.

É neste cenário que uma série de organizações e entidades, nacionais e transnacionais, de natureza privada ou intergovernamental, tem atuação que impacta, de alguma forma, a dinâmica das relações negociais que ocorrem no mercado de capitais.

⁸⁹ GALGANO, Francesco. **Lex Mercatoria**. Tradução de Erasmo Valladão A. e N. França. São Paulo: Malheiros Editores, 2003.

⁹⁰ *Ibid.*

⁹¹ TOMAZETTE, 2014.

A atuação dessas entidades ganha ainda mais importância no atual estágio da globalização econômica, uma vez que contribuem para a uniformização da regulação aplicada ao mercado, seja ela de natureza estatal ou privada.

Sem o objetivo de reunir, neste estudo, todas as entidades que atuam na promoção do desenvolvimento do comércio, em geral, e do mercado de capitais, em específico, mas com o intuito de registrar aquelas mais importantes para o que aqui se propõe, passa-se a uma breve exposição de algumas dessas instituições e do seu papel no mercado.

A *United Nations on International Trade Law* (UNCITRAL), em português, Comissão das Nações Unidas para o Direito do Comércio Internacional, criada em 1966, é o órgão jurídico central das Nações Unidas no campo do direito do comércio internacional, atuando com ênfase na modernização e harmonização das regras de negócios internacionais⁹².

A UNCITRAL se dispõe tanto a preparar quanto a promover a adesão de novas convenções internacionais, além das leis modelos e leis uniformes, bem como fomentar a codificação de termos a serem utilizados pelo comércio internacional, reunindo e catalogando costumes e práticas, em colaboração com instituições que atuam em cada setor.

Uma das atuações mais relevantes da UNCITRAL é, precipuamente, na criação das leis-modelo cujo conteúdo reúne práticas já sedimentadas no mercado, e funcionam como ferramentas importantes para a uniformização das regras negociais.

A relevância do trabalho realizado no âmbito da Comissão reside no fato de que ela atua enquanto um local de debates que envolvem os Estados, estudiosos e a diversidade de representação da sociedade civil, unindo esforços em comum, a fim de buscar compatibilizar interesses e encontrar soluções justas para os problemas jurídicos que surgem do comércio internacional.

A *United Nations Conference on Trade and Development* (UNCTAD), em português, Conferência das Nações Unidas para o Comércio e Desenvolvimento é órgão intergovernamental permanente estabelecido no ano de 1964 pela Assembleia

⁹² UNCITRAL. **About UNCITRAL**. Viena, 2021. Disponível em: <https://uncitral.un.org/en/about>. Acesso em: 20 fev. 2021.

Geral das Nações Unidas, com sede localizada em Genebra, na Suíça, e uma filiação, atual, de 195 Estados-membros⁹³.

Em meados dos anos de 1980, a UNCTAD passou a atuar, essencialmente, como órgão de assessoria e pesquisa, com a particularidade de ser uma instituição extremamente democrática. Os países-membros que compõem a UNCTAD têm igual participação nas discussões e votações, independentemente do peso econômico que representa⁹⁴.

Os relatórios da UNCTAD, em geral, compõem-se de uma estrutura que os divide em duas partes: de início, a análise que se faz da conjuntura econômica atual, seguida de uma ou duas seções que promovem discussões mais profundas, e sugestões de melhorias.

A UNCTAD atua com foco nos países em desenvolvimento, auxiliando-os a utilizarem as relações comerciais, de investimentos, finanças e tecnologia para a construção de uma economia global integrada e alinhada com o desenvolvimento inclusivo e sustentável⁹⁵.

A atuação da UNCTAD, demonstrada através da análise de seu posicionamento durante as décadas de sua existência, evidencia que se parte do pressuposto que a integração dos países em desenvolvimento à economia global é, por si, algo desejável, desde que mediante a ocorrência de alguns requisitos.

Primeiro que ocorra, essencialmente, através do comércio internacional, e não em virtude do mero fluxo de capital. Segundo que a integração comercial deve ser negociada de tal forma que garanta aos Estados em desenvolvimento uma espécie de “acesso preferencial” aos mercados dos países desenvolvidos. Por fim, que o transcorrer dessa integração seja administrado através de estratégias de política econômica definidas em cada país em desenvolvimento, como forma de preservar sua autonomia⁹⁶.

Ambas, UNCITRAL e UNCTAD têm a sua gênese na atuação das Nações Unidas, diferentemente do UNIDROIT, Instituto para a Unificação do Direito Privado, que é uma organização intergovernamental independente, criada no ano de 1926

⁹³ *Ibid.*

⁹⁴ SILVA, A. C. M. Comércio internacional, finanças e crescimento: uma nota sobre a contribuição da UNCTAD. *Economia e Sociedade*, [S.l.], v. 8, n. 2, p. 191–201, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643142>. Acesso em: 26 mar. 2022.

⁹⁵ UNCTAD, 2021.

⁹⁶ SILVA, 2016.

como órgão auxiliar da extinta Liga das Nações e que, atualmente, existe com base em acordo multilateral do qual 63 Estados fazem parte, dentre eles o Brasil.

O objetivo do Instituto é estudar as necessidades e desenvolver métodos para “modernizar, harmonizar e coordenar o direito privado e, em particular, o direito comercial entre Estados”, além de “formular instrumentos jurídicos uniformes, princípios e regras para atingir esses objetivos”⁹⁷.

Outra importante instituição é a Câmara de Comércio Internacional (CCI), entidade não governamental que atua criando instrumentos jurídicos para uso no mercado global, propondo mudanças na regulamentação do comércio que atendam às exigências próprias, a exemplo do mais bem-sucedido material, os *International Commercial Terms* (INCOTERMS), utilizados no mundo inteiro enquanto padrão de conduta⁹⁸.

Especificamente sobre o mercado de capitais, cumpre anotar a atuação de duas entidades privadas, a *World Federation of Exchanges* (WFE) e a International Organization of Securities Commissions (IOSCO).

A Federação Mundial de Bolsas de Valores (WFE) é o grupo global de bolsas e câmaras de compensação (CCPs), mais relevante em todo o mundo. Fundada no ano de 1961, a federação tem como finalidade contribuir para o desenvolvimento, apoio e promoção do mercado de valores mobiliários⁹⁹, através da divulgação de minuciosas estatísticas e pesquisas com vistas à regulação.

A WFE tem hoje mais de 200 federados e reúne quase a totalidade das bolsas de valores do mundo, dentre elas a New York Stock Exchange (NYSE), *National Association of Securities Dealers Automated Quotations* (Nasdaq), *Shanghai Stock Exchange* e a brasileira Brasil Bolsa Balcão (B3). As bolsas de valores vinculadas reúnem cerca de 53.000 empresas listadas e possuem uma capitalização de mercado dessas entidades de mais de US\$ 95 trilhões de dólares¹⁰⁰.

A IOSCO se autointitula como “definidor global de padrões para regulamentação dos mercados de valores mobiliários”, o órgão internacional

⁹⁷ UNIDROIT. **History and Overview**. Roma, 2021. Disponível em: <https://www.unidroit.org/about-unidroit/overview>. Acesso em: 20 fev. 2021.

⁹⁸ ICC. **History**. Disponível em: <https://iccwbo.org/about-us/who-we-are/history/>. Acesso em: 03 mar. 2020.

⁹⁹ Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/about>. Acesso em: 02 mar. 2020.

¹⁰⁰ Disponível em: <https://www.world-exchanges.org/about>. Acesso em: 02 mar. 2020.

desenvolve, implementa e promove a adesão a padrões internacionalmente reconhecidos para regulamentação de valores mobiliários.

Atualmente a associação atua em mais de 95% dos mercados de valores mobiliários do mundo, em mais de 115 jurisdições. Tem atuação junto ao G20 e o *Financial Stability Board* (FSB), o conselho de estabilidade financeira, na agenda global de reformas regulatórias¹⁰¹.

Um dos principais contributos do órgão é a edição do *IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, que atualmente estabelecem 38 princípios de regulação de valores mobiliários, baseados na tríade: proteger investidores; garantir mercados justos, eficientes e transparentes e reduzir o risco sistêmico¹⁰².

As reguladoras do Mercado de Capitais das 20 maiores economias do mundo são avaliadas de cinco em cinco anos de acordo com os princípios definidos pela IOSCO. A análise é feita por equipe técnica do FMI e do Banco Mundial, que pontuam as reguladoras segundo os 38 princípios da instituição¹⁰³.

No mesmo âmbito, no Brasil, destaca-se a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro (Anbima), principal organização do mercado interno que conta, atualmente, com mais de 251 mil profissionais vinculados, 270 instituições associadas e 1.075 instituições que se comprometeram a seguir os códigos de autorregulação¹⁰⁴.

Apesar de ter sido criada no ano de 2009, a Anbima é o resultado da junção de duas associações: a Associação Nacional dos Bancos de Investimento (Anbid) e a Andima, que atuam há mais de quarenta anos no país.

A associação se propõe a atuar em quatro frentes: informar, representar, autorregular e educar. Informa a partir da criação de base de dados e referências do mercado. Representa seus associados em diálogos construídos com o governo e com outras entidades do setor privado. Atua na autorregulação através da criação de Códigos de Autorregulação e Melhores Práticas, de adesão voluntária, de

¹⁰¹ IOSCO. **About IOSCO**. [s.d.].a. Disponível em: https://www.iosco.org/about/?Subsection=about_iosco. Acesso em: 03 fev. 2020.

¹⁰² IOSCO. **Key Regulatory Standards**. [s.d.].b. Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=key_regulatory_standards. Acesso em: 03 fev. 2020.

¹⁰³ VIDOR, George. **A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

¹⁰⁴ ANBIMA. **Cadastro ANBIMA de Instituições e Profissionais de Investimento**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/cadastro-anbima-de-instituicoes-e-profissionais-de-investimento.htm. Acesso em: 27 fev. 2021.

instituições associadas e não associadas. E educa, a partir da promoção de capacitação, qualificação e disseminação de conteúdo¹⁰⁵.

Cumpra anotar, ainda, o papel do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que é uma organização sem fins lucrativos que fomenta o desempenho sustentável das organizações através da geração e disseminação de conhecimento relativo às melhores práticas em governança corporativa¹⁰⁶.

Muitas das regras adotadas no mercado de capitais e, especificamente, pelas bolsas de valores, vêm de regras que surgem como orientações à boa governança, criadas por instituições especializadas ou não, e são incorporadas posteriormente pelos Estados, vinculadas contratualmente ou voluntariamente aceitas pelas companhias abertas.

Todas as entidades citadas desempenham um relevante papel na elaboração do Direito global que regula as relações dos agentes negociais internacionais, não pela força de constarem em tratados ou acordos internacionais, mas pela própria vocação que possui de ultrapassarem as fronteiras dos Estados¹⁰⁷.

2.4.5 Estados nacionais e agências reguladoras

Ainda no ano de 1877, a Suprema Corte norte-americana, em decisão paradigmática adotada no caso *Munn v. Illinois*,¹⁰⁸ decidiu que qualquer atividade desenvolvida pela atividade privada sobre a qual residisse “interesse público” seria passível de regulação por parte do Estado.

A decisão, recebida com muita crítica pelos liberais, marca uma mudança de postura do Direito estadunidense ao referendar o argumento que um Estado tem poder legítimo de polícia para regular as empresas privadas que possam impactar negativamente o interesse público.

De lá para cá, nos Estados Unidos e no mundo, muito se discutiu sobre a regulação do mercado financeiro, sempre transitando entre momentos de constrição

¹⁰⁵ *Id.* **Compromissos**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/compromissos.htm. Acesso em: 27 fev. 2021.

¹⁰⁶ IBGC. **O IBGC**. São Paulo, 2020. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>. Acesso em: 03 mar. 2020.

¹⁰⁷ SOARES, Guido Fernando Silva. Arbitragem comercial internacional e o projeto da UNCITRAL (lei-modelo). **Revista da Faculdade de Direito**, Universidade de São Paulo, v. 82, p. 28-88, 1987. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67092>. Acesso em: 03 mar. 2020.

¹⁰⁸ Inteiro teor disponível em: <http://www.u-s-history.com/pages/h855.html>. Acesso em: 04 mar. 2020.

e frouxidão mais evidentes, na tentativa de equilibrar interesses sociais e do mercado.

Diferentemente do modelo norte-americano, liberal, onde o direito administrativo basicamente se refere às *regulatory agencies* fiscalizando setores econômicos de interesse público, o sistema brasileiro inicialmente sofre influência da doutrina francesa de serviço público, onde o Estado detém monopólio sobre certas atividades, retirando-as do mercado.

É apenas na década de 90 que o Brasil passa a receber influência das concepções norte-americanas, especialmente após a reforma do Estado e as privatizações ocorridas, quando foram criadas diversas agências reguladoras.

A discussão atual, no entanto, parece não se resumir simploriamente ao maniqueísmo entre regular ou não regular. O que de fato importa é encontrar dentro do sistema quais problemas precisam ser alvo da interferência do Estado para que se alcance um sistema regulatório efetivo, eficaz e eficiente¹⁰⁹.

Mesmo com a ascensão da atuação dos agentes privados na regulação das atividades econômicas, sempre haverá espaço para o controle dos Estados em relação ao mercado de capitais.

O objetivo deve ser o de garantir a estabilidade sistêmica à manutenção da confiança no mercado e integridade das instituições, produzidas através do controle e administração das externalidades decorrentes do desenvolvimento da atividade financeira pela iniciativa privada¹¹⁰.

Como resposta à crise de 1929 é criada nos Estados Unidos a *Securities and Exchanges Commission* (SEC – U.S.), no ano de 1934, órgão regulamentador do mercado de valores mobiliários. Boa parte da motivação para a fundação da SEC nasce da percepção das falhas nos mercados de capitais que levaram à Grande Crise.

A função do órgão é proteger os investidores, mantendo a boa-fé, a ordem, um ambiente informacional saudável que promova a eficiência, através do desenvolvimento das suas competências de coordenar e regular o mercado.

A SEC atua em duas esferas, tem poder para aplicar sanções tanto no âmbito interno, como suspensão, cassação de registro, multa, quanto pode também

¹⁰⁹ WELLISCH, Julia Sotto Mayor. **Mercado de Capitais: Fundamentos e Desafios**. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 40.

¹¹⁰ WELLISCH, *loc. cit.*

ingressar judicialmente quando necessário para aplicar sanções das quais não detenha poderes para tanto.

O Brasil teve um desenvolvimento tardio do mercado de capitais, a correspondente nacional que cumpre o papel regulatório é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), seguindo as diretrizes fixadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), além do Banco Central do Brasil, que detém competência residual.

Criada apenas em 1976 pela Lei 6.385/76, a CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Economia, e tem como objetivos fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários brasileiro.

A autarquia federal tem sede no Rio de Janeiro, detém personalidade jurídica própria, é dotada de autoridade administrativa independente, autonomia financeira e orçamentária, ausência de subordinação hierárquica, e os seus dirigentes têm estabilidade e exercem mandato fixo.

Essas características da CVM acenam para o mercado como resultado de uma blindagem natural da autarquia. Sua localização fora do Distrito Federal, seu orçamento praticamente todo destinado para despesas de custeio faz com que não tenha sido alvo muito frequente da cobiça por parte de grupos políticos que atuam nos governos¹¹¹.

Para além das questões de competências internas, a atuação da autarquia junto a órgãos e entidades internacionais está normatizada conforme disposto no artigo 4º do seu Regimento Interno, Portaria nº 327, de 11 de julho de 1977. Dentre as finalidades da CVM, além das atribuições próprias, está a de “firmar Convênios ou acordos com as demais Comissões de Valores Mobiliários ou entidades similares de outros países, para a defesa, internacionalização e integração dos mercados de capitais”.

Como as economias e os mercados estão cada vez mais dependentes, em razão da globalização econômica, acordos de cooperação e entendimento entre as reguladoras do mercado de capitais se tornaram mais necessários.

No ano de 1994 a CVM teve um movimento de aproximação da *Securities and Exchanged Commission* (SEC), norte-americana, e da IOSCO, ao assumir, após disputa com o Canadá, a presidência do Comitê das Américas, substituindo o

¹¹¹ VIDOR, 2016.

presidente da SEC, e assumindo a presidência do Comitê Interamericano da IOSCO¹¹².

Atualmente, a CVM participa das reuniões quadrimestrais da IOSCO, compõe o seu conselho diretor e de outros dez comitês técnicos, e preside o comitê de educação e proteção ao investidor, enquanto primeiro representante de um país emergente a assumir essa função¹¹³.

¹¹² *Ibid.*

¹¹³ *Ibid.*

3 ARBITRAGEM

3.1 INTROITO

A discórdia é um acontecimento inerente ao convívio humano, está presente em todos os contextos sociais, daí a defesa de que o direito de a resolver, quando o objeto em questão for de natureza eminentemente privada, pertencer ao indivíduo e não ao Estado.

Esse é o fundamento basilar da existência da arbitragem: a autonomia privada, enquanto poder jurídico pertencente aos particulares para autorregulação daquilo que é de seu interesse¹¹⁴.

A arbitragem, como todos os objetos de um estudo científico, pode ser analisada sob diversos aspectos. Do ponto de vista interno, cabe ao estudioso compreender a posição que o instituto ocupa no mundo jurídico e as relevantes questões decorrentes do seu uso.

Embora essa busca seja essencial, e sirva de subsídio para o de que se tratará neste capítulo, não é suficiente para entender a posição que a arbitragem ocupa no contexto político e econômico e a função institucional que é desenvolvida a partir da sua utilização, sobretudo, na sua utilização pelo mercado de capitais.

Para isso, é preciso que se fale, também, sobre a função institucional da arbitragem, e para que se possa compreendê-la é preciso percorrer uma lógica que conta em breves linhas o surgimento e a sedimentação da via arbitral e a representatividade histórica desses acontecimentos.

A manutenção da arbitragem enquanto instituição de fomento de progresso jurídico, social e econômico, quando analisadas sob a ótica do mercado de valores mobiliários, é necessária para garantir a própria viabilidade de utilização do instituto. Para isso a vigília e constante análise do instituto se faz necessária, com o fim de promover validações e ajustes, quando necessários.

Uma vez que não se duvida que a utilização da arbitragem provoca impacto no desenvolvimento da economia, da sociedade e da lei, revela-se uma preocupação bifurcada que atinge a regulação tanto da arbitragem quanto do mercado: um, é preciso garantir que a arbitragem desenvolva boas práticas da

¹¹⁴ LOBO, Paulo. **Direito Civil**: contratos. São Paulo: Saraiva, 2020, p. 67.

função que detém potencialmente; dois, é necessário proteger o mercado dos danos potenciais que o mau uso da arbitragem pode vir a gerar.

Essa dupla investigação da arbitragem, jurídica e institucional, servirá de base para as discussões que se pretende estabelecer neste estudo a respeito da problemática proposta.

3.2 NATUREZA JURÍDICA

Por um longo período, especialmente na primeira metade do século XX, a doutrina jurídica clássica centralizou a discussão envolvendo a natureza jurídica da arbitragem no debate antagônico situado entre uma posição contratual e jurisdicional.

De maneira superficial, pode ser dito que pela teoria contratualista, ou privatista, a arbitragem é concebida enquanto negócio jurídico. O árbitro, no exercício de sua função, seria alguém a quem foi conferida a incumbência de solucionar o problema, mas que ao fazê-lo não exerce função jurisdicional, poder que caberia exclusivamente ao Estado, consubstanciado na autoridade de executar e impor a decisão aos envolvidos.

Por essa linha teórica, a decisão do árbitro, resultado do procedimento seria, tão-somente, extensão do negócio jurídico celebrado entre as partes envolvidas, derivada da relação contratual existente¹¹⁵ e da qual decorrem os poderes empossados aos árbitros¹¹⁶.

A força vinculante que emana da decisão arbitral decorreria, exclusivamente, do uso da autonomia de vontade provinda das partes, tal qual se derivaria de um contrato de qualquer natureza, uma vez que o exercício da jurisdição será sempre pertencente ao Estado¹¹⁷.

No polo oposto, as correntes que conferem à arbitragem natureza jurisdicional consideram que, ao atuar resolvendo conflitos, o árbitro exerce verdadeira função de jurisdição. E as razões que sustentam essa afirmação variam conforme a escola

¹¹⁵ CAHALI, Francisco José. **Curso de arbitragem**: mediação: conciliação: Tribunal Multiportas CNJ 125/2010. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

¹¹⁶ LEMES, Selma Maria Ferreira. **Arbitragem na administração pública**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

¹¹⁷ BARRANTES, Sergio Artavia. Autonomia científica da arbitragem. **Revista Iberoamericana de Derecho Procesal**, v. 2, p. 259–285, jul./dez. 2015.

doutrinária, desde uma fundamentação com base na outorga do Estado ao particular até o exercício como expressão de um direito natural.

Mas como ocorre comumente na literatura jurídica, as correntes clássicas situadas nas extremidades do pensamento jurídico não são suficientes para explicar o fenômeno ao qual se propõe.

Gaillard alerta que o caráter contratual da arbitragem, por si, não permite encontrar resposta para a indagação de qual seria a fonte de validade da convenção que dá aos árbitros o poder de julgamento¹¹⁸. O fundamento da autonomia de vontade das partes não é suficiente para justificar a juridicidade que decorre de uma decisão de natureza privada proferida por um árbitro¹¹⁹.

Ao mesmo passo em que falta à arbitragem força executória, *imperium*, o seu exercício não se limita à aplicação de um Direito posto¹²⁰. O procedimento arbitral comporta resolução por equidade, praxe, *lex mercatória*, *lex capitalis*, lei-modelo, ou quaisquer cláusulas convencionadas pelas partes envolvidas. Pode, inclusive ter o seu mérito analisado por regras que não guardem sequer relação com o Direito em vigor de um determinado local.

É fato, no entanto, que não se pode afastar que na raiz de qualquer procedimento arbitral está um contrato. É o pilar de sustentação dos pactos referentes à sua finalidade e propósito¹²¹.

A partir da instituição do procedimento arbitral, sem embargo, com a consolidação do “contrato de arbitragem”, a atividade desenvolvida pelo árbitro assume contorno público e, portanto, natureza jurisdicional¹²², em toda a sua dimensão¹²³.

A arbitragem é, portanto, conforme sintetiza com exatidão Francisco Cortez, “contratual na sua origem, privada na sua natureza, jurisdicional na sua função e pública no seu resultado”¹²⁴.

¹¹⁸ GAILLARD, Emmanuel. **Teoria jurídica da arbitragem internacional**. Tradução: Natália Mizrahi Lamas. São Paulo: Atlas, 2014.

¹¹⁹ *Ibid.*

¹²⁰ BAYER, Alex Kalinski. Arbitragem e jurisdição. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 19, p. 296–312, jan./mar. 2003.

¹²¹ STRENGER, Irineu. **Arbitragem comercial internacional**. São Paulo: LTr, 1996.

¹²² GAIO JUNIOR, Antonio Pereira. **Teoria da Arbitragem**. São Paulo: Ed. Rideel, 2012.

¹²³ STRENGER, *op. cit.*

¹²⁴ CORTEZ, Francisco. A arbitragem voluntária em Portugal: Dos «ricos homens» aos tribunais privados. **O Direito**, ano 124, Lisboa, p. 555, 1992.

No entanto, ao invés de tentar enquadrar a natureza da arbitragem enquanto contrato ou enquanto jurisdição, ou algum resultado amalgamado de ambos, em solução ao questionamento “a arbitragem seria o que, então? A melhor resposta é uma só: arbitragem é arbitragem”¹²⁵.

A tentativa de enquadramento da arbitragem em um dos clássicos institutos do direito, contrato ou jurisdição, acaba por gerar mais problemas do que soluções, posto que o esforço de encontrar na arbitragem as características de um ou outro resultará, indelevelmente, em alguma frustração. Assim o é de tal forma que não se aplica integralmente à arbitragem nem à disciplina da jurisdição nem dos contratos.

Não se duvida da importância das construções teóricas desenvolvidas ao longo das décadas, sobre o tema, para a sedimentação da arbitragem. Ocorre que não são suficientes para explicar o instituto, que se reinventou enquanto uma disciplina nova, autônoma, com características, fontes, métodos e procedimento próprios, diversos daqueles presentes nas disciplinas que a inspiraram¹²⁶.

De certo no conjunto de elementos que delimita o que é arbitragem existem componentes contratuais, institucionais, jurisdicionais, processuais etc. Isso não muda, todavia, o fato de que o objeto de estudo da arbitragem é próprio e específico, não pode ser classificado como um saber científico ancilar, caudatário de qualquer outro¹²⁷.

Dito isso, como definição do instituto será aqui utilizada aquela trazida por Irineu Strenger: a “arbitragem é instância jurisdicional praticada em função de regime contratualmente estabelecido, para dirimir controvérsias entre pessoas de direito privado ou público, com procedimentos próprios e força executória perante tribunais estatais”¹²⁸.

3.3 BREVE HISTÓRICO DA ARBITRAGEM E SUA FUNÇÃO INSTITUCIONAL NO MERCADO GLOBALIZADO

O surgimento da arbitragem remonta ao início da própria noção de Estado. E essa afirmação é bastante razoável considerando que, sendo a arbitragem uma

¹²⁵ BASÍLIO, Ana Tereza Palhares; FONTES, André R. C. A teoria autonomista da arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 17, p. 49–53, abr./jun. 2008.

¹²⁶ BARRANTES, 2015.

¹²⁷ BASÍLIO, *op. cit.*

¹²⁸ STRENGER, 1996, p. 24.

forma de solução de controvérsias, não é razoável crer em uma época da sociedade na qual não havia conflito.

Por consequência, a tarefa de mapear o surgimento da arbitragem e o seu desenvolvimento é cercada de imprecisão e dados que nem sempre são científicos. Especialmente porque o fenômeno de julgamento de demandas humanas aparece em diferentes sociedades de maneira espontânea, como uma necessidade natural que se impõe pelo imperativo de que a ordem se sobreponha ao caos.

As primeiras indicações históricas do instituto são extraídas de alusões metafísicas, com referências a seres mitológicos enquanto julgadores imparciais e detentores da confiança dos envolvidos¹²⁹.

Registros relevantes são encontrados nos povos assírios, ainda na Alta Antiguidade, a partir da referência aos “magistrados domésticos”, encarregados de tomar decisões quanto à responsabilização do indivíduo. Na Grécia Antiga há evidências do recurso à arbitragem em um nível maior de sofisticação, com previsão de rituais próprios que, inclusive, previa a representação por profissionais especializados, provas testemunhais, decisões justificadas, dentre outras especificidades que muito se assemelham à prática atual¹³⁰.

Há também manifestações em documentos religiosos que indicam o uso da ferramenta. Desde sugestões presentes no Antigo Testamento¹³¹ até a famosa previsão na *Bula Inter Coetera*, que repartiu as terras entre Portugal e Espanha, onde está prevista a arbitragem entre Estados para superar desavenças, recorrendo à figura do papa enquanto terceiro desinteressado e digno de confiança em razão da sua autoridade moral e espiritual^{132 133}.

¹²⁹ Segundo Gary Born os primeiros exemplos de resolução de disputas entre os deuses gregos envolviam conflitos entre Poseidon e Helios sobre a propriedade de Corinto (que teria sido dividida entre eles após uma arbitragem perante Briareus, um gigante), entre Atenas e Poseidon pela posse de Egina (que foi concedida a eles em comum por Zeus), e entre Hera e Poseidon sobre a propriedade de Argolis (que foi concedida inteiramente a Hera por Inachus, um rei mítico de Argos). Na mitologia egípcia há relatos semelhantes de arbitragens divinas, incluindo uma disputa entre Seth e Osíris, resolvida por Thot (“aquele que decide sem ser parcial”) (BORN, B. Gary. *International Commercial Arbitration*. **Kluwer Law International**, p. 7–250, p. 7, 2021).

¹³⁰ *Ibid.*, p. 8.

¹³¹ PRADO, Maria da Graça Ferraz de Almeida. **A Economia da Arbitragem**: Abordagem Contratual e Institucional. 2016. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016, p. 249.

¹³² BAPTISTA, Luiz Olavo. **Arbitragem Comercial e Internacional**. São Paulo: Lex Magister, 2011, p. 24.

¹³³ Na visão de Gary Born a previsão se assemelharia mais a uma mediação ou negociação do que à arbitragem (BORN, *op. cit.*, p. 2).

No entanto, não obstante os relatos antigos, foi na Idade Média que a arbitragem adquiriu mais notoriedade e desenvolvimento¹³⁴, por ter se tornado a forma tradicional de resolver conflitos, sobretudo, entre comerciantes, através da aplicação das regras oriundas dos usos e costumes, a *lex mercatoria*.

A arbitragem nesse momento histórico se reveste de uma importância para a sociedade que vai além da esfera própria, interna, de gerar efeitos entre as partes que recorriam ao instituto para resolver conflitos específicos. Aqui a via arbitral funciona como um compromisso institucionalizado, produzindo uma espécie de contrapeso em relação à lei do soberano¹³⁵, que além de complicada, violenta e custosa, era considerada por muitos, inclusive, imparcial¹³⁶. Cria-se um mecanismo confiável para aplicação de direitos e deveres entre os mercadores e a nascente burguesia¹³⁷.

Durante os séculos X e XI, a arbitragem para fins comerciais se tornou uma prática comum em muitas cidades europeias. A utilização da *lex mercatoria* sedimentou a utilização da solução de disputa sem a participação do Estado, legitimados por um entendimento de justiça, benefícios mútuos e reciprocidade de direitos¹³⁸ entre os mercadores.

Após a consolidação do Estado moderno há um movimento de assunção das formas de resolução de conflitos pelo poder estatal. Como já foi discutido no capítulo antecessor, o surgimento e a justificativa para o domínio do Estado se legitima diante da necessidade de um administrador que proteja a sociedade contra os arbítrios da lei e do soberano, enquanto concentra a normatização das interações privadas, da lei e do processo democrático.

Diante desse cenário, embora a utilização da arbitragem não tenha sido, no todo, obstada pela mudança de paradigma, o fato é que há um retrocesso incontestado, quando não se desenvolve com a mesma força que vinha sendo utilizada na Idade Média.

¹³⁴ PRADO, *op. cit.*, p. 251.

¹³⁵ PAULSSON, Jan. International arbitration is not arbitration. Stockholm International Arbitration Review. Arbitration Institute of the Stockholm Chamber of Commerce, p. 15, 2008.

¹³⁶ BAPTISTA, 2011, p. 24.

¹³⁷ PAULSSON, *loc. cit.*

¹³⁸ BARRETT, Jerome T.; BARRETT, Joseph. **A History of Alternative Dispute Resolution: The Story of a Political, Cultural, and Social Movement**. San Francisco: San Francisco, 2004.

Após um processo de retomada gradual, que se inicia especialmente após a Revolução Francesa¹³⁹, é no início do século XX, basicamente depois da Primeira Guerra Mundial, que há uma onda significativa de aumento de interesse na arbitragem comercial.

No início da década de 1940, a situação ocorria de tal forma que os relatórios de dados de tribunais de Nova York, especificamente aquele sobre o ano de 1943, revelaram a escassez comparativa de demandas judiciais que versassem sobre contratos de vendas, apesar das dezenas de milhares de transações de vendas que aconteciam diariamente na cidade de Nova York¹⁴⁰.

Na mesma época, na Europa uma conferência da UNIDROIT convocada por governos europeus, ocorrida em Roma no ano de 1928, para unificar a legislação sobre contratos de compra e venda, foi recebida pela observação de que a unificação já estava em vigor por grupos privados, sem que nenhuma participação de governos ou legislaturas tivesse sido necessária. Jan Paulsson chega a dizer que naquele cenário “os tribunais aparentemente estavam rapidamente se tornando irrelevantes”¹⁴¹.

Daqui em diante a história de desenvolvimento da arbitragem comercial se confunde com a história da ascensão e sedimentação do próprio capitalismo e da globalização econômica.

A mesma lógica que fez surgir novos protagonistas globais nos processos de formação jurídica, econômica e de poder – a partir do crescimento dos agentes comerciais globais e da progressiva perda de autonomia e exclusividade dos governos nacionais em disciplinar as questões econômicas – faz com que a arbitragem se torne um meio atrativo para a resolução dos conflitos.

Há uma tendência mundial, multifatorial, derivada do aumento das dinâmicas e relações sociais, do quase esgotamento do sistema de prestação jurisdicional estatal, da globalização dos fenômenos, de desjurisdicionar a resolução de conflitos, e é nesse panorama que a arbitragem adquire cada vez mais espaço.

Nesse sentido, há a simbiose entre as necessidades empresariais de consolidação da estrutura de autorregulação em matéria privada, associada às

¹³⁹ MARTINS, Pedro A. Batista. Arbitragem através dos tempos: obstáculos e preconceitos à sua implementação no Brasil. In: GARCEZ, José Maria Rossani. **A arbitragem na era da globalização**: coletânea de artigos de autores brasileiros e estrangeiros. Rio de Janeiro: Forense, 1997. p. 35-67.

¹⁴⁰ PAULSSON, 2008, p. 6.

¹⁴¹ *Courts were apparently fast becoming irrelevant*”. Tradução livre da autora. PAULSSON, *loc. cit.*

possibilidades evidenciadas pela arbitragem, enquanto via de resolução de conflito ajustável em forma, julgador, submissão legal de matéria e procedimento.

E é nesse momento histórico, especialmente a partir da década de 1970, que se marca o início daquilo que se cunhou chamar de a modernidade da instituição arbitral¹⁴².

Pode-se dizer que há, hoje, três funções institucionais na arbitragem: a função de administração de conflitos; de aprimoramento institucional; e de suporte ao mercado¹⁴³.

A tarefa de pacificação de conflitos desenvolvida pela arbitragem consiste em auxiliar países e sociedades na contenção do grau de litigiosidade, e como consequência, na salvaguarda da coesão e da estabilidade das relações sociais. Esse desenvolvimento ocorre com a função da atividade jurisdicional, propriamente dita, mas também em função da potencialidade de prevenção que uma convenção de arbitragem tem o condão de fazer em relação ao avultamento de demandas judiciais¹⁴⁴.

A função de aprimoramento institucional, também desenvolvida pela arbitragem, concretiza-se quando a via arbitral consegue superar óbices aparentemente intransponíveis presentes nas instituições oficiais de cada época¹⁴⁵ através de caminhos alternativos impossíveis para estes.

Ao atuar dessa forma a arbitragem tem a potencialidade de incentivar melhorias nos padrões de qualidade das instituições originárias, em um exemplo de fomento do desenvolvimento institucional.

Para além disso, a arbitragem também tem como função oferecer suporte ao mercado e às operações econômicas “criando condições de segurança, previsibilidade, neutralidade e confiança necessárias à realização de negócios e investimentos entre sujeitos desconhecidos”¹⁴⁶.

Os exemplos históricos desse intento estão registrados em normas de diferentes épocas, a exemplo do Regulamento Inglês de arbitragem do ano de 1698, ao mencionar, em linhas exatas, que o objetivo era “promover o comércio e tornar as

¹⁴² GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Fundamentos da arbitragem do comércio internacional**. São Paulo: Saraiva, 1993, p. 4-5.

¹⁴³ PRADO, 2016, p. 249.

¹⁴⁴ *Ibid.*

¹⁴⁵ Por exemplo: “O congestionamento das cortes gregas, a ausência de mecanismo centralizado de disputas na Idade Média ou a própria ineficiência do Poder Judiciário atualmente” (*Ibid.*, p. 270).

¹⁴⁶ PRADO, *loc. cit.*

decisões dos árbitros mais eficazes em todos os casos, para a determinação final de controvérsias encaminhadas a eles por comerciantes, a respeito de questões de comércio, ou outros assuntos”¹⁴⁷.

O relatório *Building Institutions for Markets*, publicado pelo Banco Mundial confere a organismos externos de fiscalização, a exemplo da arbitragem, a qualidade de mecanismos críticos para o desenvolvimento de mercados integrados. Segundo o documento, eles ampliam o acesso a oportunidades para um grupo mais amplo de participantes do mercado, com resultado importante, especialmente nos países mais pobres que sofrem com as mazelas do Poder Judiciário ineficiente¹⁴⁸.

Diferente de como ocorre no ambiente político, em que os objetivos e resultados são desejados, as instituições fornecem as regras, incluindo normas comportamentais, pelas quais os agentes interagem. As políticas afetam quais instituições evoluem – mas as instituições também afetam quais políticas são adotadas. A estrutura institucional afeta o comportamento, ao passo que o comportamento também pode mudar dentro das estruturas institucionais existentes¹⁴⁹.

Essa diversidade de funções institucionais desempenhadas pela arbitragem “transcendem a importância desse instituto para além apenas de sua vertente processual”.¹⁵⁰

3.4 DESENVOLVIMENTO DA ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS: A EXPERIÊNCIA BRASILEIRA

Em pesquisa de campo organizada por Armando Castelar ainda no ano de 2009¹⁵¹, onde um dos objetivos era conhecer a opinião dos empresários sobre o funcionamento do poder judiciário brasileiro, o resultado demonstrou a insatisfação evidente.

¹⁴⁷ Tradução livre: “promoting trade, and rendering the awards of arbitrators more effectual in all cases, for the final determination of controversies referred to them by merchants and traders, or others, concerning matters of account or trade, or other matters” (CHITTY, Joseph. **A Collection of Statutes of Practical Utility**: With Notes Thereon. Londres: Littlewood and Co., 1828, p. 33).

¹⁴⁸ BUILDING INSTITUTIONS FOR MARKET. **World Development Report**, 2002, p. 6. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/5984/WDR9%202002%20-%20English.pdf?sequence=1&is>. Acesso em 12 mar. 2021.

¹⁴⁹ *Ibid.*

¹⁵⁰ PRADO, 2016, p. 270.

¹⁵¹ CASTELAR, Armando. **Judiciário e economia no Brasil**. Rio de Janeiro: Centro Edelstein de Pesquisas Sociais, 2009.

O estudo investigou empresas¹⁵² que atuavam no mercado nacional e internacional, e levantou dados relativos aos últimos 10 anos anteriores à realização do experimento. Havia, naquele momento, entre as entrevistadas um total de 7.423 ações concluídas e 6.744 em andamento, que versavam sobre demandas “comercial econômica em geral”.

A primeira pergunta do estudo dizia respeito a três aspectos fundamentais de avaliação de desempenho: agilidade, imparcialidade e custos. Dos entrevistados, 90,08% consideram a agilidade do poder judiciário brasileiro “ruim”, 8,1% consideram “regular”, enquanto 1,2% avaliam como “ótimo”.

Quanto à imparcialidade dos julgadores os resultados foram: 25,6% consideraram “ruim” ou “péssimo”, ao passo que 44,4% avaliaram como “regular” e 24,6% como “bom”.

Já em relação aos custos do processo, “ruim” ou “péssimo” foram a escolha de 41,5%, enquanto 38,5% escolheram “regular” e apenas 15% atribuíram “bom” ou “ótimo”.

Foi perguntado, ainda na pesquisa, se o efeito da morosidade era prejudicial ou benéfico para as demandas, e as respostas eram categorizadas de acordo com o assunto especificamente tratado. Em casos que envolviam contratos comerciais e econômicos, 71,8% dos entrevistados afirmaram que a morosidade prejudica o acesso à justiça.

Esses dados refletem a realidade do judiciário brasileiro e a sua dificuldade em resolver demandas de natureza empresarial de forma adequada. Os números colhidos entre a década de 1990 e o início dos anos 2000 mostram a face do problema: juízes sobrecarregados e empresários frustrados.

Esse é o contexto histórico no qual a arbitragem ganha, no Brasil, alicerce para o seu maior desenvolvimento. O surgimento da arbitragem no mercado acionário é enquanto boa prática de governança corporativa, que visa retirar da empresa a sujeição absoluta ao judiciário e todas as suas mazelas consequentes.

¹⁵² “O universo amostral consistia de uma relação de aproximadamente 3.000 firmas, compreendendo as maiores de cada setor, relação compilada pelo jornal de negócios *Gazeta Mercantil* (a lista completa incluía aproximadamente 8.000 firmas em todos os estados brasileiros). c. Para selecionar as firmas, utilizamos um processo de dupla estratificação. Inicialmente, estimamos a participação de cada setor na economia, a partir de dados sobre produção/valor agregado, emprego e ativos. Agricultura e administração pública não foram incluídas. Fixamos então para cada setor um número de observações proporcional ao seu peso na economia” (CASTELAR, 2009, p. 56).

A literatura jurídica marca que a movimentação do mercado de capitais brasileiro em prol da governança corporativa começou no final dos anos 1990. Uma das premissas de fortalecimento era a ideia de que o Novo Mercado – segmento de listagem com a mais alta exigência de governança – deveria se estruturar de tal forma que não dependesse de mudanças que adviessem do legislativo ou que estivesse sujeito a decisões pelo judiciário¹⁵³.

Esse foi um período em que o mercado de capitais se preparou para entrar em um novo cenário, marcado pela incorporação de regras da boa governança, reveladas em ações coordenadas que envolviam desde a CVM, bolsa de valores e legislativo. A ideia era atrair investimentos e modernizar o mercado de valores mobiliários, inspirada nas propostas vigentes no Reino Unido e nos Estados Unidos da América¹⁵⁴.

Rompia-se com a posição adotada na legislação de 1976, ano em que a lei de sociedades por ações foi criada, que privilegiava o controle acionário como medida de proteção ao investidor. A nova mentalidade buscava um maior comprometimento com acionistas minoritários, com medidas que ampliavam o direito de voto e garantiam uma participação mais ativa, independentemente da posição acionária¹⁵⁵.

É também a década de 90 marcada pelo aceleração do processo de globalização financeira, da onda de privatizações, além do crescimento dos investidores institucionais, o que atraiu uma grande quantidade de investimento estrangeiro no mercado acionário¹⁵⁶.

O respaldo adquirido em 1996 com a promulgação da Lei de Arbitragem, Lei nº 9.307, foi ampliado através das sucessivas mudanças realizadas no texto legislativo que tiveram como objetivo expandir e estimular o uso do instituto.

O mercado de valores mobiliários fez, no início do século, um claro movimento a favor da arbitragem, através de regulação realizada pelo Estado, com modificações relevantes na lei das Sociedades Anônimas¹⁵⁷, e de autorregulação, com mudanças nos regulamentos dos segmentos de listagem, revelando um consciente posicionamento estratégico com fulcro na lentidão do judiciário.

¹⁵³ VIDOR, 2016, p. 100 e 101.

¹⁵⁴ *Ibid.*, p. 101.

¹⁵⁵ VIDOR, *loc. cit.*

¹⁵⁶ RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Scientia Iuris**, Londrina, v. 16, n. 2, p. 107–128, dez. 2012.

¹⁵⁷ Nomeadamente a Lei 10.303 de 31 de outubro de 2001.

A decisão de fortalecimento da arbitragem no ambiente societário e, especialmente, no de mercado de capitais, decorre de uma decisão estratégica antes de ser fruto de uma análise jurídica aprofundada do instituto, seus limites e abrangência.

O Projeto de Lei 3.115 de 1997, com origem na Câmara dos Deputados, que culminou na Lei 10.303 de 2001, promoveu uma ampla reforma na legislação societária, a alterar 45 artigos da Lei 6.404 de 1976. Dentre as alterações está a modificação do artigo 109 desta lei, agora acrescido do §3º, que define que “o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem”.

Analizando as discussões, votos e pareceres, quando da deliberação do projeto de lei em destaque, verifica-se que as menções a essa modificação são raríssimas e desprovidas de qualquer minúcia.

A própria justificação para a inclusão da regra na legislação societária tem conteúdo estritamente formal, resume-se a dizer que “a alteração ora proposta visa ao aperfeiçoamento da redação do art. 109 proposto no corpo do Substitutivo acima, em linha com o disposto na Lei Complementar nº 95/98”¹⁵⁸.

Nas poucas menções à essa inovação, ainda na casa de origem, também carece de maiores detalhes técnicos ou razões fundadoras para além da descrição genérica da necessidade de fortalecimento do ambiente negocial. Fala-se sobre a contribuição para o fomento de novos negócios, mas não da juridicidade da escolha.

O deputado Antônio Kandir, em parecer proferido na fase de discussão do projeto, menciona que:

na verdade, o que nos interessa a todos é que o Brasil cresça, e para isso são necessários investimentos. Investimentos dependem de financiamentos, que, por sua vez, não podem ser só de dívidas, mas também do mercado de ações, que vai atrair capital à medida que as companhias possam valer mais. E as companhias só valerão mais se houver respeito mútuo entre acionistas.¹⁵⁹

Na casa revisora a discussão é ainda mais enxuta, a tramitação dura poucos meses e tanto no parecer emitido pelo relator senador Pedro Piva quanto nos

¹⁵⁸ CAMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD29MAR2001.pdf#page=544>. Acesso em: 12 mar. 2021.

¹⁵⁹ *Ibid.*

demais documentos acostados ao projeto, não há qualquer menção à inovação jurídica.

Nas poucas menções à incorporação do instituto arbitral ao ambiente das sociedades, ainda na Câmara, o professor de Direito Societário Paulo Aragão defendeu:

O projeto tem, a meu ver, aspectos da maior relevância, que, sem dúvida alguma, poderão contribuir para o desenvolvimento do mercado brasileiro. E, da mesma forma, entendo que ao estabelecer que as questões poderão ser submetidas a arbitragem, representa um grande avanço. Solucionada, como se espera, em futuro breve e de forma positiva a questão hoje pendente de exame no Supremo Tribunal Federal, relativamente à constitucionalidade da regulamentação da arbitragem, teremos, com a aprovação da nova lei, um caminho rápido e eficiente para a solução de controvérsias complexas¹⁶⁰.

O propósito da inclusão da via arbitral como alternativa expressamente permitida para o ambiente societário, inclusive podendo estar prevista no próprio Estatuto Social de forma a vincular acionistas foi, sem embargo, o de fomentar o desenvolvimento do ambiente negocial brasileiro e retirar, aos olhos do investidor, o problema relativo à demora excessiva do poder judiciário.

Ocorre que a simplicidade da redação legislativa associada à carência de aprofundamento jurídico no tema, apesar dos benefícios evidentes que a inovação permitiu, trouxe uma série de problemas outros e não pôs termo ao ambiente de insegurança quanto ao uso do instituto arbitral pelas sociedades empresárias.

Isso porque, quando a Lei 10.303/01 permite que as sociedades anônimas façam uso da arbitragem para resolver os seus conflitos, essa modificação atinge, indistintamente, companhias abertas e fechadas, que detêm *modus operandi* completamente diferentes. E embora não se possa dizer que houve pacificação quanto à hermenêutica da norma em relação às fechadas, no que concerne às companhias abertas a problemática foi, e continua sendo, ainda maior.

Questões relacionadas à vinculação do acionista à cláusula compromissória, possibilidade de direito de retirada, arbitrabilidade objetiva e subjetiva, possibilidade do sigilo, compatibilidade com as regras de transparência do mercado, demanda coletiva, foram levantadas pelas discussões que sucederam a promulgação da norma.

¹⁶⁰ CÂMARA DOS DEPUTADOS. Disponível em: <http://imagem.camara.gov.br/Imagem/d/pdf/DCD29MAR2001.pdf#page=544>. Acesso em: 12 mar. 2021.

No afã de modernizar o mercado acionário através da incorporação de regras estrangeiras, o mercado nacional dá um passo muito mais avançado do que, inclusive, aqueles dos países que inspiraram as mudanças.

Alguns desses assuntos foram superados por alterações legislativas sucessivas e decisões do Supremo Tribunal Federal, de forma a fortalecer o tratamento do instituto arbitral. Outros, porém, carecem ainda de análise e tratamento aprofundado, tanto porque não foram suficientemente analisados nas oportunidades passadas, quanto porque a internacionalização, modernização e aperfeiçoamento das relações negociais fez e faz surgir, diariamente, questões de ordem diversas.

Mas o fato é que a arbitragem foi bem recebida no mercado de capitais por tudo o que tem a oferecer. A aderência dos atores negociais ao procedimento arbitral decorre do conjunto de vantagens inerentes a essa via de jurisdição.

3.5 ARBITRAGEM DE CONFLITOS SOCIETÁRIOS: VANTAGENS COMPETITIVAS

O sucesso dessa forma de resolução de conflito, sobretudo no cenário negocial, acontece em razão de suas características vantajosas, especialmente quando comparadas, no âmbito interno, à resolução pelo poder judiciário.

No ambiente dos contratos internacionais, ante a inexistência de uma corte pública supranacional superior aos Estados, a arbitragem tem sido vista como a ferramenta, por excelência, de resolução heterocompositiva.

As vantagens competitivas da arbitragem no direito societário podem ser divididas em duas categorias: uma jurídica e uma econômica. A categorização funciona apenas para dar organização à explanação das ideias aqui propostas, porque em verdade ambas estão amalgamadas em uma complexa rede de causas e consequências que imbricarão, indelevelmente, em consequências econômicas até para as questões que aparentemente pertençam ao campo do direito.

As vantagens legais pertencem ao campo da segurança jurídica que a arbitragem tem a potencialidade de proporcionar quando privilegia a autonomia de vontade das partes envolvidas, e possibilita a flexibilidade na definição e condução do procedimento, tornando-a mais adequada e garantindo o acesso à justiça.

A centralidade da arbitragem reside no âmbito da confiança recíproca, e esse é um dado muito importante para o instituto. Permite-se escolher o julgador, a norma

aplicável, forma e procedimento, fazendo com que o resultado esperado dessas decisões seja uma resolução adequada à necessidade dos litigantes.

No campo econômico as vantagens estão associadas com a duração comumente mais célere com que a arbitragem ocorre e todas as consequências econômicas desse encurtamento.

Conforme já se anteviu, o resultado da celeridade só pode ser considerado uma prática vantajosa, uma vez que contempla uma decisão, ao menos em abstrato, mais especializada e, portanto, melhor para aqueles que litigam. Causa e efeito se misturam.

A vantagem se evidencia uma vez que em muitas jurisdições os processos judiciais nacionais estão sujeitos a atrasos significativos. Há muitos países que estão sobrecarregados, e a duração entre a data do julgamento e da decisão final de um processo sobre relações do mercado de capitais pode levar anos¹⁶¹. Em paralelo, a arbitragem raramente se envolve com as razões que motivam os atrasos inerentes aos procedimentos de apelação, e o risco de que novos procedimentos de julgamento sejam necessários¹⁶².

É preciso que se registre que o problema da morosidade do judiciário brasileiro não é um evento exclusivamente nacional, e isso pode ser dito quando o tema é visto numa perspectiva comparada.

“O Sistema Judiciário de diversos países é cobrado para que aperfeiçoe sua prestação jurisdicional”, é o que diz o Estudo comparado sobre recursos, litigiosidade e produtividade: a prestação jurisdicional no contexto internacional, publicado pelo Conselho Nacional de Justiça (CNJ), no ano de 2011¹⁶³.

As discussões geralmente recaem sobre a celeridade e a efetividade dos serviços oferecidos, analisados em razão dos recursos existentes e da demanda jurisdicional da população por sua prestação.

Os dados publicados pelo CNJ revelam que o Brasil é o segundo país com a maior carga de trabalho por juiz do mundo, perdendo apenas para a Dinamarca. Um

¹⁶¹ É importante observar que “o tempo para julgamento de mérito se faz fundamental para os FIPs, uma vez que o tempo de duração de um fundo médio é de 8 a 12 anos e a discussão de matérias em juízo poderia acabar por impedir a liquidação de um fundo” (CVM. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017, p. 657).

¹⁶² BORN, 2021, p. 43.

¹⁶³ https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2011/02/relat_estudo_comp_inter.pdf

juiz brasileiro tem, em média, que administrar 4.616 processos, enquanto em países como a França esse número é de 825 e na Suíça moderados 150¹⁶⁴.

A taxa de congestionamento brasileira é a maior do mundo. No ano da publicação o percentual aferido foi de 70%¹⁶⁵, enquanto a média mundial é de 47%. Essa taxa é o resultado do cálculo que analisa, em um determinado ano, o percentual de processos em tramitação que ainda não foram definitivamente julgados. Funciona como um indicador de efetividade, uma vez que reflete a do judiciário de dar vazão à demanda processual em determinado período de tempo e, em que medida, isso se reflete na morosidade dos Judiciários em questão¹⁶⁶.

A pesquisa revela que mesmo democracias avançadas, como Portugal e Itália, atingem uma taxa de congestionamento semelhante, sendo de 67% no país lusitano e de 52% a taxa italiana. Curiosamente a Dinamarca, que detém a maior carga de trabalho por juiz, apresenta a segunda menor taxa de congestionamento, de apenas 5%, ficando atrás apenas da Rússia.

É comum que se diga que nos países mais pobres a ineficiência do poder judiciário é um problema ainda mais latente¹⁶⁷, especialmente porque essa afirmação é feita com base na comparação de dados envolvendo a prestação jurisdicional oferecida oficialmente pelos Estados.

Ocorre que quando esses números são confrontados com a prestação de jurisdição através da via arbitral, a celeridade deste procedimento se mostra como uma evidente vantagem competitiva até para as economias consolidadas.

Em pesquisa realizada em conjunto pelo Comitê Brasileiro de Arbitragem e pelo Instituto de Pesquisa Ipsos (CBAr), no ano de 2007, o “tempo necessário para ter uma solução definitiva para o conflito” foi considerada a maior vantagem concreta da arbitragem, quando comparada ao processo judicial, sendo a resposta 37% dos entrevistados¹⁶⁸.

De acordo com a pesquisa Arbitragem em Números e Valores, organizada e divulgada pela professora Selma Lemes, publicada em 2020, referente aos anos de 2018 e 2019, a média de tempo de duração dos procedimentos arbitrais nas

¹⁶⁴ https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2011/02/relat_estudo_comp_inter.pdf

¹⁶⁵ Em 2019, ocorreu a menor taxa de congestionamento da série histórica, de 68,5% (CNJ - Conselho Nacional de Justiça. **Justiça em números**. Brasília: CNJ, 2020).

¹⁶⁶ https://www.cnj.jus.br/wp-content/uploads/2011/02/relat_estudo_comp_inter.pdf

¹⁶⁷ BUILDING INSTITUTIONS FOR MARKET, 2002, p. 6.

¹⁶⁸ CBAr. IPSOS. **Arbitragem no Brasil**, 2007. Disponível em: https://www.cbar.org.br/PDF/Pesquisa_CBAr-Ipsos-final.pdf. Acesso em: 05 nov. 2021.

Câmaras participantes foi de 18,4 meses. A Câmara com menor tempo foi a Amcham com a média de 9,4 meses¹⁶⁹.

O caráter técnico e a qualidade das decisões vêm em seguida na preferência dentre os entrevistados da pesquisa divulgada pelo CBAr, acompanhado da vantagem que reside na possibilidade que as partes detêm de participar da escolha do árbitro.

Na solução de controvérsias envolvendo relações contratuais internacionais, a arbitragem é o método natural de utilização¹⁷⁰. “Em operações complexas do comércio internacional, a adoção da arbitragem surge como uma necessidade”¹⁷¹.

E isso se dá porque nas relações estabelecidas, exclusivamente, no interior de um sistema jurídico nacional, o Estado exerce uma influência muito maior no exercício da autonomia privada, e a possibilidade de escolha e aplicação de limites, quando da utilização do instituto, costuma ter tratamento bem diferente de acordo com cada país.

Já no âmbito internacional, ante a inexistência de uma esfera de poder soberana que se ponha acima dos Estados¹⁷², o juiz e o árbitro internacional estão em situação de igualdade, uma vez que o exercício da jurisdição ocorre em um plano no qual não há regra geral impositiva a ser derogada¹⁷³.

Na tradicional pesquisa realizada pela *Queen Mary University of London*, em conjunto com a *School of International Arbitration*, no ano de 2018, 97% dos entrevistados elegeram a arbitragem internacional como método favorito para solucionar quaisquer controvérsias¹⁷⁴.

A “*enforceability of awards*” continua a ser destacada como a principal característica da arbitragem, seguida por evitar sistemas jurídicos e tribunais nacionais de um local específico, além da flexibilidade e possibilidade das partes de escolher os árbitros.

¹⁶⁹ CNJ, 2020.

¹⁷⁰ FOURCHARD, Philippe. *L'Arbitrage Commercial International*. Paris: Dalloz, 1965.

¹⁷¹ STRENGER, 1996, p. 25.

¹⁷² A referência que aqui se faz é em nível global, uma vez que não é o objeto do presente trabalho o direito comunitário.

¹⁷³ BAPTISTA, Luiz Olavo. Sistemas para Solução de Divergências nas Instituições de Integração do Mercosul. In: MERCANDANTE, Araminta de Azevedo; MAGALHÃES, José Carlos de (coord.). **Solução e Prevenção de Litígios Internacionais**. Porto Alegre: Editora Livraria do Advogado, 1999. p. 435-468

¹⁷⁴ QUEEN MARY. **International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration**. Londres, 2018.

Os custos continuam sendo considerados como a maior desvantagem da arbitragem, em harmonia com a tendência observada pelas pesquisas anteriores. Mas não são suficientes para o abandono dessa via de resolução, uma vez que a mesma pesquisa demonstra que 99% dos entrevistados recomendariam a arbitragem para resolver pendências internacionais no futuro.

A escola inglesa revelou ainda em sua pesquisa quais são os locais preferidos pelas empresas para a realização da arbitragem. Os entrevistados poderiam selecionar até 5 locais de sua preferência, juntamente com a fundamentação das razões pela localidade escolhida.

Londres recebeu a preferência de 64% dos entrevistados, seguida de Paris com 53%, Cingapura vem em terceiro lugar, revelando a escolha por parte de 39% dos opinantes, Hong Kong aparece logo após com 28%, seguida de Genebra, bem próxima, com 26%, Nova York logo atrás com 22% de intenção e Estocolmo, ao final, como escolha de 12% dos pesquisados.

Dentre as razões mais importantes para a escolha de cada sítio estão no topo: a “reputação e reconhecimento geral” da localidade; seguidas pela percepção dos entrevistados da neutralidade e imparcialidade de seu sistema jurídico; em terceiro lugar, a legislação nacional sobre arbitragem e seu histórico na aplicação de acordos de arbitragem e sentenças arbitrais; e a disponibilidade de árbitros de qualidade que estejam familiarizados com o local.

Confirmando a tendência de anos anteriores, as cinco instituições preferidas para a resolução de disputas internacionais, em ordem de preferência, são: *International Chamber of Commerce (ICC)*, *The London Court of International Arbitration (LCIA)*, *Singapore International Arbitration Centre (SIAC)*, *Hong Kong International Arbitration Centre (HKIAC)* e *Stockholm Chamber of Commerce (SCC)*.

Os dados obtidos pela *Queen Mary* revelam ainda que durante o processo de escolha e determinação da arbitragem, a lei que rege o conteúdo da disputa geralmente é selecionada primeiro, em seguida há a escolha pela sede para, posteriormente, ser decidida a instituição e as regras correspondentes.

Isso porque a decisão sobre a legislação aplicável e a sede da arbitragem se demonstrou uma questão bem complexa para a maioria dos entrevistados, 68% acreditam que as escolhas relativas a esses fatores influenciam umas às outras.

Ainda de acordo com a pesquisa, a escolha da instituição pelas empresas leva em consideração, principalmente, a neutralidade e “internacionalismo” na

resolução de disputas, além de uma reputação forte e amplo reconhecimento pelos agentes do mercado.

Um dado relevante para este estudo diz respeito à percepção quanto à confidencialidade. As respostas dos entrevistados indicam que é um importante recurso para os usuários da arbitragem, mas não é a razão essencial para o seu uso. Apesar disso, a confidencialidade é tida como “muito importante” para 62% dos entrevistados¹⁷⁵.

Essas são as principais vantagens que fazem com que a arbitragem seja atrativa no mundo dos negócios, presente de forma cada vez mais comum no mercado.

3.6 A NATUREZA INTERNACIONAL DA ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS

Quando uma arbitragem é realizada com partes, local de assinatura, sede, causas e efeitos que refletem dentro de um mesmo Estado, não há muito problema quanto ao pertencimento daquele ato a uma esfera jurídica única. O problema nasce quando há algum elemento de estraneidade, seja ele qual for, e esse será o interesse maior deste estudo, uma vez que é assim que comumente ocorrem as relações do mercado de valores mobiliários.

O reconhecimento global da arbitragem há muito tempo interessa à comunidade internacional, que elaborou três importantes documentos a respeito do tema: a Convenção de Nova York, de 1958, que trata sobre o Reconhecimento e a Execução de Sentenças Arbitrais Estrangeiras, a Convenção Interamericana sobre Arbitragem Comercial Internacional, assinada em 1975, e a Convenção Interamericana sobre Eficácia Extraterritorial das Sentenças e Laudos Arbitrais Estrangeiros, concluída em Montevideú, em 1979.

Apesar dos esforços, a adoção de parâmetros para definição da nacionalidade de uma arbitragem não obedece a critérios uniformes no direito comparado.

Mas antes de seguir em busca da definição de critérios de nacionalidade, há uma indispensável pergunta que deve ser feita: qual o sentido de atribuir nacionalidade a um procedimento arbitral? Qual a necessidade de uma ordem

¹⁷⁵ QUEEN MARY. **International Arbitration Survey**: Choices in International Arbitration. 2010. Disponível em: <http://www.arbitration.qmul.ac.uk/docs/123290.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2017.

jurídica capturar um procedimento arbitral enquanto algo próprio mesmo quando estiverem presentes elementos transnacionais?

Philippe Fouchard cuidava em distinguir a *arbitragem comercial internacional* da *arbitragem no comércio internacional*¹⁷⁶ segundo critérios econômicos, de forma que a internacionalidade pudesse ser aferida pela substância da relação jurídica.

Na visão de Fouchard, é suficiente que um elemento material ou jurídico do litígio, ou da própria arbitragem, alcance um país diferente daquele ao qual se vincula o restante do negócio jurídico¹⁷⁷, para que se configure uma *arbitragem no comércio internacional*.

A *arbitragem comercial internacional* carrega significado mais denso, é concebida enquanto ferramenta pertencente, e a serviço, da comunidade formada pelos diversos agentes do comércio internacional que atuam enquanto sociedade global, ou em grau de equivalência¹⁷⁸.

Para melhor diferenciação dos dois fenômenos observados por Fouchard, este estudo adotará as nomenclaturas que vêm sendo utilizadas de forma mais recorrente na literatura atual, ao diferenciar a arbitragem internacional da arbitragem estrangeira.

O conceito de arbitragem estrangeira pode ser identificado naquilo que se chamou de arbitragem no comércio internacional. A presença de um elemento qualquer de estraneidade no procedimento é suficiente para sua caracterização.

A Convenção de Nova York, ao regular o assunto, prevê que sua aplicação ocorrerá em “sentenças arbitrais estrangeiras proferidas no território de um Estado que não o Estado em que se tencione o reconhecimento e a execução de tais sentenças”, e em “sentenças arbitrais não consideradas como sentenças domésticas no Estado onde se tencione o seu reconhecimento e a sua execução”.

A arbitragem comercial internacional, ou transnacional, ainda na esteira do que identificou Fouchard, envolverá sempre mais de uma nação, desenrola-se por entre as fronteiras dos Estados, a produzir efeitos para além do direito interno. Mas não só. Atua autonomamente segundo princípios, fontes e formas próprias da comunidade global do comércio.

¹⁷⁶ FOUCHARD, Philippe. Quand um arbitragem est-il international? **Revue de l'arbitrage**, 1970.

¹⁷⁷ *Ibid.*, p. 59.

¹⁷⁸ FOUCHARD, *loc. cit.*

No sistema dualista francês e suíço a determinação da nacionalidade se justifica perante o ordenamento, pois os critérios de exigência para a execução de uma sentença arbitral, nacional ou internacional, são diferentes quanto ao procedimento.

No sistema normativo monista adotado pelo Brasil não há diferença de tratamento da arbitragem quando a internacionalidade, simplesmente, estiver presente no procedimento.

No ordenamento brasileiro, em conformidade com as convenções internacionais, o legislador cuidou em separar a arbitragem enquanto nacional ou estrangeira, sendo nacional quando a sentença for proferida em território brasileiro e estrangeira, as demais. A necessidade de homologação da sentença arbitral estrangeira é o que justifica a diferenciação.

Mas responder à pergunta que se propôs, do porquê de determinar a nacionalidade de uma arbitragem internacional, requer recurso à filosofia antes do pragmatismo.

Para estruturar o pensamento aqui exposto, primeiro será dedicada análise do conceito de arbitragem internacional para, em seguida, tratar da questão da diferenciação entre arbitragens nacionais e estrangeiras, de forma a demonstrar porque uma diferenciação entre arbitragem nacional e internacional é importante enquanto não se justifica diferenciar arbitragem nacional e estrangeira em matéria negocial, para fins regulamentares.

3.6.1 Da necessidade de reconhecimento da arbitragem nacional x internacional

Uma das questões primeiras quando se fala sobre arbitragem comercial internacional é buscar a fonte de juridicidade do poder do árbitro de julgar demandas de natureza transnacional.

Gaillard diz haver três representações estruturantes da arbitragem comercial global: a primeira reduz a arbitragem ao pertencimento de um ordenamento jurídico específico, a segunda legitima a arbitragem a partir de uma pluralidade de ordens nacionais, enquanto a terceira, defendida pelo autor, advoga pela existência de uma ordem jurídica arbitral global¹⁷⁹.

¹⁷⁹ GAILLARD, 2014, p. 12.

Na primeira corrente a fonte de juridicidade da arbitragem internacional reside exclusivamente na ordem jurídica daquele país no qual a arbitragem ocorreu, a partir da definição de uma “sede” ou “foro”. A segunda corrente é ancorada na ideia de que a fonte da juridicidade desse tipo de arbitragem está no “conjunto de ordens jurídicas postas”. A defesa, que parte de perspectiva multilocalizadora, enquanto a outra é monolocalizadora, finda por ter por base o mesmo critério de vinculação ao Estado nacional, embora agora múltiplo¹⁸⁰.

A terceira representação da arbitragem internacional rompe com as concepções anteriores ao defender a existência de uma ordem jurídica arbitral autônoma de caráter transnacional.

Essa compreensão se alicerça na crença de que os árbitros que atuam no comércio internacional o fazem, não administrando a justiça em nome de algum – ou de um conjunto de – Estados, e sim exerce função jurisdicional a serviço da comunidade jurídica internacional¹⁸¹.

Para Gaillard a fonte transnacional do poder jurisdicional do árbitro e da presença de uma ordem jurídica arbitral se revela quando o árbitro, ao se deparar com uma situação concreta em que há conflito entre normas de Estados nacionais sobre a existência da arbitragem, por exemplo, detém o poder de decidir conforme critérios próprios da comunidade internacional para a solução da disputa.

A arbitragem seguirá conforme critérios definidos pelos árbitros com base na ordem jurídica arbitral, de natureza transnacional, e não de acordo com a ordem jurídica de um ou de um conjunto de Estados determinados.

“Toda busca de um sistema de conexão correspondente à natureza da arbitragem internacional resultará na inelutável necessidade de um sistema autônomo e não nacional”¹⁸².

Por óbvio que para que essa decisão ingresse, e produza efeitos, em um sistema jurídico específico, haverá de se apurar, em momento próprio e de acordo com os requisitos nacionais, a compatibilidade daquela disposição com a norma jurídica vigente. No entanto, observe que essa situação não é suficiente para retirar a fonte do poder do árbitro de julgar conforme critérios que não pertencem aos Estados nacionais, isolados ou em conjunto.

¹⁸⁰ GAILLARD, 2014, p. 22.

¹⁸¹ *Ibid.*, p. 31.

¹⁸² GOLDMAN. Tradução em: GAILLARD, *op. cit.*, p. 14.

É essa uma das grandes contribuições do pensamento francês à arbitragem, formulada ao longo das décadas por, além de Emmanuel Gaillard, autores como Loquin, Daniel Cohen, Thomas Clay, Jean-Baptiste Racine.

Nesse sentido, a aferição da nacionalidade no dualismo francês tem por função alocar adequadamente a subsunção de um procedimento arbitral às normas internas, mais restritivas, ou transnacionais, obedecendo aos princípios gerais da comunidade global.

Diversamente, a distinção da Convenção de Nova York, e dos Estados que internalizaram norma semelhante, tem como finalidade criar regras para o reconhecimento recíproco entre Estados, uma vez que não tratam a sentença do comércio internacional enquanto autônoma e deslocalizada. Distinção essa que não cabe na sociedade globalizada de mercados unificados, conforme se verá.

O direito francês, ao reconhecer uma ordem jurídica arbitral autônoma, produz resultados jurídicos de fortalecimento da arbitragem que vão além daqueles obtidos com o pactuado na Convenção de Nova York.

Ao deslocalizar a sentença arbitral internacional, desvinculá-la de uma “sede” ou “foro”, reduz-se a importância e os efeitos do tratamento oferecido à sentença arbitral em um país diverso. O ganho para a comunidade internacional com esse tratamento oferecido é imenso, pois, além de garantir maior efetividade às decisões arbitrais, minoram a influência dos Estados nacionais naquilo que será o produto daquela arbitragem.

3.6.2 Da desnecessidade de tratamento diferente entre nacional e estrangeira

A posição adotada na Convenção de Nova York, de vinculação da arbitragem a uma sede tem, em geral, duas consequências práticas inerentes: a necessidade de homologação da sentença arbitral estrangeira e a possibilidade de inexecutabilidade de uma sentença anulada em seu país de origem.

Embora idealizada enquanto um processo de fortalecimento da arbitragem, essa diferenciação entre sentenças nacionais e estrangeiras representa hoje um retrocesso à arbitragem do comércio internacional, e de forma mais específica, às arbitragens no mercado de capitais.

O artigo V, 1, e, da convenção prescreve que a sentença pode ser indeferida em um Estado se houver sido anulada ou suspensa por autoridade competente do país em que, ou conforme a lei do qual a sentença tenha sido proferida.

A vinculação da eficácia de uma sentença arbitral ao local de uma sede, tal qual se extrai de uma interpretação sistemática da Convenção de Nova York, além de ineficiente é dispensável, diante da existência de uma ordem jurídica arbitral autônoma da qual se extraem os poderes do árbitro e a força de sua decisão.

Não é necessário vincular a decisão arbitral a um Estado nacional, tanto porque o poder do árbitro não decorre dele, quanto porque a decisão arbitral internacional em matéria negocial não reflete o exercício de jurisdição de uma nação.

Os Estados nacionais atuam, no geral, motivados por uma série de intenções políticas que, nem sempre, correspondem ao melhor interesse das partes em uma transação privada internacional. E é natural que seja assim. Uma sentença pública provinda de Estado estrangeiro é dotada de caráter oficial, representa um *ersatz*. Quando uma decisão dessa natureza vai ingressar em um sistema jurídico diverso, há necessidade de homologação com o fito de assegurar que há compatibilidade entre os ordenamentos.

A sentença arbitral, de caráter privado, representa os interesses particulares do microssistema no qual ela estiver inserida, desprovida de autoridade pública que possa amparar a necessidade de homologação.

O caminho da arbitragem negocial internacional deve ser o de afastamento de uma política de aprisionamento do instituto por uma ordem jurídica nacional, e não o inverso.

Jan Paulsson, em relevante obra sobre o tema, chega a defender que a arbitragem internacional sequer pode ser comparada à arbitragem interna, em razão do monopólio de jurisdição que exerce no cenário transnacional. “No ambiente transnacional, a arbitragem internacional é o único jogo”¹⁸³. E isso ocorre porque apenas o árbitro internacional pode oferecer às partes um critério essencial para a satisfação da justiça nas negociações transacionais: a neutralidade, daí seu monopólio¹⁸⁴.

¹⁸³ Tradução do autor. PAULSSON, 2008, p. 4.

¹⁸⁴ PAULSSON, *loc. cit.*

A intenção demonstrada na Convenção de Nova York de fortalecer a arbitragem através da equiparação a uma sentença pública nacional, apesar de louvável e ter produzido frutos positivos à época, precisa ser repensada em razão das mudanças constantes do processo de globalização econômica.

Ademais, nas relações do mercado financeiro unificado, produto da globalização, não subsistem peculiaridades regionais aptas a ensejar tratamento diferenciado conforme as necessidades locais. A linguagem do capitalismo é o dinheiro¹⁸⁵, e ela é universal.

O campo mais propício para a verificação do sucesso do processo de internacionalização é o dos negócios,¹⁸⁶ justamente porque a unificação da linguagem do mercado é uma necessidade dos agentes econômicos¹⁸⁷.

Para além das questões levantadas, acrescenta-se que a máquina pública não tem, estruturalmente, preparo para lidar com as questões privadas internacionais com os mesmos predicados da arbitragem, razão pela qual esse método de resolução de conflitos alcançou o *status* de essencial para as relações negociais internacionais.

Sobrepunhando todas as dificuldades de fazer com que os Estados nacionais se submetam a uma decisão compulsória acima de sua soberania, a arbitragem se firma enquanto realidade porque não nasce da imposição, mas de um acordo livre de vontade entre as partes.

É justamente essa vontade livre que se mitiga quando não se admite o caráter autônomo da arbitragem, porque se retira a potencialidade das partes de alcançarem as vantagens vislumbradas na arbitragem que motivaram a escolha.

Na tradicional pesquisa realizada pela *Queen Mary University of London*, em que 99% dos entrevistados recomendariam a arbitragem como forma ideal de resolução de conflitos internacionais, a principal vantagem enumerada pelos entrevistados é a “*enforceability of awards*”¹⁸⁸.

É a confiança dos envolvidos de que a sentença arbitral, regularmente produzida, irá dirimir definitivamente o conflito que faz com que este tipo de solução

¹⁸⁵ HABERMAS, 2001, p. 100.

¹⁸⁶ AUBY, Jean-Bernard. **La globalization, le droit et l'État**. Paris: LGDJ, 2010, p. 73.

¹⁸⁷ FAZIO, Silvia. **The harmonization of international commercial law**. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2007, p. 16.

¹⁸⁸ Tradução do autor: “A aplicabilidade das sentenças”.

alternativa de litígios se torne tão atraente no campo dinâmico dos negócios internacionais¹⁸⁹.

A pesquisa revela que a grande maioria das sentenças arbitrais é cumprida voluntariamente. Os dados mostram que 84% dos advogados participantes indicaram que, em mais de 76% dos procedimentos de arbitragem, a parte não vencedora cumpriu voluntariamente com a sentença arbitral.

Esse é um dado que certamente contribui para a eficácia e integridade do sistema de arbitragem internacional como um todo. Mas o que acontece nos casos em que a execução é resistida?

Os maiores problemas enfrentados, a partir do uso da arbitragem comercial pela comunidade transnacional, surgem quando uma sentença arbitral precisa entrar em um ordenamento jurídico nacional para fazer uso de seu poder de força.

Os sujeitos que assumem um compromisso arbitral o fazem, justamente, por não terem a intenção de se submeter à jurisdição de um Estado nacional qualquer. Se essa fosse a vontade das partes teriam feito, e não recorrido à arbitragem que, em geral, não é compulsória.

Dentre o conjunto de vantagens já enumeradas na pesquisa como responsáveis pelo sucesso da arbitragem, os principais são: evitar sistemas jurídicos e tribunais nacionais de um local específico, além da flexibilidade e possibilidade das partes de escolher os árbitros.

Quando há a vinculação da arbitragem a uma sede ou foro, no qual a influência dos Estados nacionais será determinante para a execução da sentença, a especialidade do árbitro, enquanto importante elemento para sua alocação enquanto julgador num procedimento, é substituída pela generalidade das decisões públicas.

A celeridade que se sobrepõe à burocracia estatal, buscada quando se faz recurso a um procedimento arbitral, é perdida. Há aqui uma evidente limitação injustificada ao exercício da autonomia de vontade privada.

É preciso que se faça a seguinte distinção: o papel do judiciário dos Estados nacionais não é fiscalizar as decisões tomadas em sede de jurisdição arbitral, o papel do judiciário é coibir ilícitos, ocorram eles na arbitragem ou fora dela.

¹⁸⁹ NORTHFLEET, Ellen Gracie. Homologação de sentença estrangeira contestada 5.782 – Legal Opinion. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 35, p. 279–295, out./dez. 2012.

Embora possa parecer semelhante, enxergar o problema a partir da perspectiva proposta traz uma substancial mudança de enfrentamento da questão da autonomia da arbitragem.

Enquanto os ordenamentos dualistas, a exemplo do modelo francês, oferecem tratamento distinto à arbitragem internacional por entender que é necessário ser mais permissivo em respeito à ordem jurídica transnacional, os sistemas monistas, além de não fazerem tal distinção, tendem a produzir dificuldades às arbitragens estrangeiras ao exigir burocracia não imposta aos procedimentos internos.

É primordial que os Estados nacionais confirmem às sentenças arbitrais estrangeiras o mesmo tratamento dispensado às decisões arbitrais tomadas dentro do seu território, de modo que não se possa recusar ou dificultar a execução de uma sentença somente por um critério territorial¹⁹⁰.

Não se justifica tratamento diferenciado à arbitragem simplesmente pela adoção de um critério territorial de sentença, mas é imperativo que se reconheça a necessidade de se respeitar a ordem jurídica transnacional arbitral. Refletem o preconceito, ainda existente, dos Estados nacionais com o exercício da jurisdição por alguém que não os juízes togados, ao mesmo passo em que mitiga a autonomia de vontade de quem, livremente, optou pela arbitragem.

Uma construção sólida da arbitragem perante a comunidade internacional parte da aceitação de sua autonomia. A necessidade de homologação e a possibilidade de inexecutabilidade de uma sentença anulada no país de origem da decisão arbitral, enquanto medida de vinculação ao foro previstas tanto em ordenamentos internos, como o do Brasil, quanto na produção internacional, portanto, não merecem estímulo.

3.6.3 Arbitrabilidade da arbitragem no mercado de capitais e delimitação do objeto

Logo no primeiro artigo do texto que normatiza a arbitragem no Brasil está a disposição através da qual se entende que a arbitragem é ferramenta que pode ser utilizada para dirimir conflitos que envolvam direitos patrimoniais disponíveis.

¹⁹⁰ ARAUJO, Nádia; SPITZ, Lídia. A Convenção de Nova Iorque sobre o reconhecimento e a execução de sentenças arbitrais estrangeiras: Análise sobre seu Âmbito de Aplicação. In: WALD, Arnoldo; LEMES, Selma Ferreira. **Arbitragem comercial internacional** - A Convenção de Nova Iorque e o direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 53-82.

Essa mesma regra se verifica em outros diplomas legais, como na legislação portuguesa por análise conjunta do número 1 do artigo 1º da Lei 31/86, e dos números 1 e 2 do artigo 1º da Nova Lei da Arbitragem Voluntária, a Lei 63/2011, ao dizer que pode ser objeto de decisão arbitral qualquer litígio respeitante a interesses de natureza patrimonial que não respeite a direitos indisponíveis.

O direito francês contempla regra semelhante, ao vincular a atuação do árbitro àqueles conflitos que possuam, duplamente: a natureza privada e o caráter patrimonial¹⁹¹.

Parte do capítulo antecessor teve como finalidade trazer para esta pesquisa um retrato da variedade das relações que podem ser estabelecidas dentro do mercado de capitais. Sociedades, corretoras, bolsas, agências reguladoras, todas compõem essa complexa rede de relacionamento que dá forma ao jogo diário de um mercado tão intricado.

A propositura de analisar a arbitrabilidade de todas essas relações, com suas infinitas possibilidades de combinações e objetos não poderia ser, decerto, a intenção deste trabalho. O campo de desígnio deste estudo se limita às relações litigiosas que se originam, ou podem se originar, no interior das sociedades anônimas de capital aberto.

Dentro de uma companhia aberta, por sua vez, é estabelecida igualmente uma gama muito diversa de relações, entre os vários atores que a compõem, das mais diversas nacionalidades. De igual forma, seria inimaginável limitar o escopo desta pesquisa a um estudo que se dispusesse a pensar em cada uma, em sua singularidade.

Diariamente surgem litígios societários com base em decisões tomadas em assembleia, acerca de oferta pública de ações, violações de acordos parassociais, responsabilidade de administradores e diretores. A lista é colossal.

A disciplina da arbitragem, do direito societário, dos contratos, ou do próprio mercado de capitais enquanto evento econômico, não são suficientes para, isoladamente, oferecer resposta satisfatória a todos os problemas que surgem da utilização da via arbitral pelas companhias abertas.

¹⁹¹ A disciplina é encontrada no Código Civil francês, Título XVI do Livro III, artigos 2059 a 2061.

Como se disse, esse assunto contempla, obrigatoriamente, análise de dois temas tradicionalmente distintos em regulação: a do mercado de capitais e da arbitragem, que já possuem, cada um, as suas dificuldades próprias.

Em relação à regulação específica da arbitragem em âmbito internacional, Irineu Strenger identifica os quatro principais problemas jurídicos, que se desdobram em dificuldades práticas, que são: a validade do pacto arbitral, a exequibilidade da cláusula compromissória, a definição da sede da arbitragem, e a definição da lei aplicável¹⁹².

Na visão do autor, existem dois caminhos para a superação das dificuldades postas: a uniformização, ou, ao menos, a harmonização das normas em matéria de comércio e transações internacionais; ou a criação de convenções, em âmbito mundial ou regional, de normas básicas em matéria de arbitragem comercial internacional¹⁹³.

Conforme já se advertiu nas linhas pregressas, o movimento de harmonização e unificação normativa internacional em matéria de negócios é fenômeno em expansão que envolve múltiplos agentes, que não só os Estados nacionais, dado o pluralismo jurídico no cenário global.

Para além disso, o papel dos Estados na arbitragem do comércio internacional deve ser o de garantir a segurança jurídica para que as sentenças arbitrais promovam sua função institucional e cumpram o efeito desejado. Na esteira do que defende Strenger, a solução adequada e, aparentemente, preferida pela maioria dos países, nesse caso, é a criação de convenções, em âmbito global, de normas básicas.

Um documento dessa natureza é, no entanto, ainda inexistente. A sedimentação dessas divergências basilares para o funcionamento da arbitragem é o ponto de partida para que se alcance a segurança jurídica global almejada.

O objeto que este trabalho se propõe a analisar, portanto, são as relações societárias: (i) estabelecidas dentro das sociedades anônimas de capital aberto; (ii) que versam sobre direito patrimonial disponível; (iii) sobre as quais recaem interesses metaindividuais transnacionais.

Essa limitação é essencial porque exclui do campo de interesse aquelas relações que acontecem e interessam, estritamente, a um número reduzido de

¹⁹² STRENGER, 1996, p. 42-43.

¹⁹³ STRENGER, *loc. cit.*

sócios e que diz respeito a questões eminentemente privadas – por exemplo, a não adimplência de um acordo parassocial, ou a disputa envolvendo a titularidade de ações.

Essas demandas, que muitas vezes são resolvidas através da arbitragem, não interessam ao mercado, enquanto entidade subjetiva a quem se direciona informação, nem interessa aos demais sócios, a quem parte dessa informação deverá ser dirigida.

A régua utilizada para definir o interesse aventado neste estudo é a potencialidade que um procedimento arbitral, motivado por uma relação intrassocial, tem de gerar efeitos diretos àqueles que estão, ainda que potencialmente, patrimonialmente vinculados ao resultado da demanda.

E essas relações podem nascer de conflitos envolvendo sócios, ou sócios e administradores e diretores, até mesmo entre sócios e sociedade, bastando que o interesse metaindividual esteja presente, para que se justifique o tratamento específico e diferente daquele oferecido ao restante das relações societárias privadas.

A escolha para a delimitação do objeto reside, inclusive, exatamente nesse interesse metaindividual envolvido, que se desenvolve em um ambiente globalizado de um mercado unificado e, portanto, possui características próprias, a justificar análise específica e regulação própria.

Os elementos diferenciadores desse tipo de conflito em relação aos demais litígios privados são, justamente: a coletividade da demanda, a transnacionalidade dos agentes interessados e, conseqüentemente, dos efeitos decisórios, a utilização do sigilo frente à exigência de transparência do mercado e a existência de interesses metaindividuais envolvidos.

Não se pode tratar de forma semelhante relações, em essência, tão diferentes, sob pena de produzirmos aberrações, insegurança jurídica e riscos, tanto para a viabilidade da arbitragem enquanto forma de resolução de conflito, quanto para o próprio mercado.

A importante lição oferecida por Jan Paulsson é que por uma questão de orgulho profissional e autopreservação, por parte de quem trabalha no campo da

arbitragem internacional, o *status* de monopólio deve ser motivo de preocupação constante¹⁹⁴.

“Se não fizermos justiça decente, se não fecharmos a porta ao abuso, devemos entender que reações bruscas são prováveis – reações bruscas que podem prejudicar uma ferramenta muito valiosa”¹⁹⁵.

É no intuito de combater os problemas e pensar em soluções que este trabalho acontece. O capítulo seguinte tem por finalidade proceder à exposição das principais dificuldades específicas do mercado de capitais quando do uso da arbitragem.

¹⁹⁴ PAULSSON, 2008, p. 3.

¹⁹⁵ Tradução do autor. PAULSSON, *loc. cit.*

4 O PARADOXO DA ARBITRAGEM ENQUANTO INSTRUMENTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA E A INSEGURANÇA JURÍDICA INTERNACIONAL

Dotado de definição polissêmica, o multidisciplinar¹⁹⁶ instituto da governança corporativa não encontra conceito encerrado entre os estudiosos do direito societário.

Ao contrário disso, encontra-se em estágio bastante dinâmico¹⁹⁷ onde, apesar da maturidade assumida atualmente, em um nível alto de profundidade, sofisticação, rigor e consistência em sua estrutura intelectual,¹⁹⁸ não se pode dizer que há “fronteiras rigidamente estabelecidas e estanques”, o que conduz à afirmação de que “a governança é um campo aberto”¹⁹⁹.

Sem o interesse de restringi-la, para fins deste estudo, entender-se-á por governança, em sua concepção ampla, definida como um conjunto tergêmino de princípios, regras e ações, capazes de favorecer um clima de transparência e confiança das atividades da organização minimizando a assimetria das informações, buscando o tratamento equânime entre acionistas, de modo que contribua para a efetiva diminuição da existência de conflitos.

Na construção da base teórica, utilizam-se as concepções de governança projetadas por Ribeiro²⁰⁰, Bozec²⁰¹, Jesover e Kirkpatrick²⁰², Bauwhede e Willekens²⁰³ e Denis Cormier, Marie-Josée Ledoux, Michel Magnan, Walter Aerts²⁰⁴, Williamson²⁰⁵ e Monks e Minow²⁰⁶.

¹⁹⁶ DURISIN, Boris; PUZONE, Fulvio. Maturation of corporate governance research, 1993–2007: An Assessment. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, p. 266-291, maio 2009.

¹⁹⁷ BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

¹⁹⁸ DURISIN; PUZONE, *op. cit.*

¹⁹⁹ ROSSETTI, André Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo: Atlas, 2004, p. 21.

²⁰⁰ RIBEIRO, Henrique César Melo. Corporate governance versus corporate governance: an international review: **uma análise comparativa da produção acadêmica do tema governança corporativa**, UFSC, Florianópolis, v. 11, n. 23, p. 95-116, maio/ago. 2014.

²⁰¹ BOZEC, R. US Market Integration and Corporate Governance Practices: evidence from Canadian companies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 4, p. 535-545, 2007.

²⁰² JESOVER, Fianna; KIRKPATRICK, Grant. The Revised OECD Principles of corporate governance and their relevance to non-OECD countries. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 2, p. 127-136, 2005.

²⁰³ BAUWHEDE, H. V.; WILLEKENS, M. Disclosure on corporate governance in the European Union. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 2, p. 101-115, 2008.

²⁰⁴ CORMIER, Denis *et al.* Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. **Corporate Governance**, v. 10, n. 5, p. 574-589, 2010.

²⁰⁵ WILLIAMSON, Oliver E. **The Mechanisms of Governance**. Nova York: Oxford University Press, 1996.

A composição conceitual formulada através da tríade princípios-regras-ações guarda melhor relação com a governança corporativa, pois permite a compreensão do instituto sob uma ótica global, não restritiva. Os princípios, representados pelo binômio no qual, ao mesmo tempo em que formulam seu conceito, servem de estrutura para criação das regras, sob as quais deverão ser pautadas as ações.

Dos princípios diversos, quatro são fundamentais, presentes em diversos instrumentos, públicos e privados e servirão de paradigma para as análises propostas por este estudo.

A Sarbanes-Oxley Act fala em “*accountability, fairness, disclosure and compliance*”.²⁰⁷ No mesmo sentido e sob influência americana, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa elenca enquanto princípios básicos a transparência, a equidade no tratamento de acionistas, a prestação de contas confiável e a responsabilidade corporativa²⁰⁸.

A busca pela definição de boas práticas foi motivada pelo crescimento exponencial das sociedades empresárias, entre os anos 30 e 70, quando o acúmulo de capital para o desenvolvimento da empresa nos Estados Unidos e a grande crise de 1929 fez emergir discussões sobre administração e supervisão das companhias abertas, que apenas na década de 90 são tratadas sob a nomenclatura de “*corporate governance*”.

Não é que a discussão envolvendo as relações intrassociais possa ser dita por recente, mas o desenvolvimento e aprofundamento do estudo, sobretudo, em virtude do aumento da complexidade das relações sociais, culmina na forma maturada de se enxergar os papéis dos diversos agentes envolvidos nas relações econômicas das sociedades abertas.

Está em constante progresso a democratização das relações intrassociais, uma vez que “relações societárias equilibradas não se acomodam mais na vetusta fórmula que associa exclusivamente o tamanho do risco do aporte realizado no

²⁰⁶ MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. United States: John Wiley e Sons, 2011.

²⁰⁷ UNITED STATES OF AMERICA. **Sarbanes-Oxley Act**. To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes, 2002.

²⁰⁸ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2015.

capital social”²⁰⁹. Alia-se a isso o movimento da governança corporativa e das reivindicações dos minoritários, a provocar, além do debate doutrinário, mudanças nas legislações.

De certo que, como adverte Fábio Ulhoa Coelho, essa democracia só pode ser responsabilmente mencionada sob o ponto de vista metafórico²¹⁰. Não se pretende conceber à iniciativa privada os mesmos critérios democráticos da atuação pública. No entanto, não se pode mais ignorar a tendência mundial vigente de que investidores têm aportado seus investimentos conforme o nível de governança corporativa.

O grande intuito da governança é, portanto, o de promover um ambiente em que as relações possam se estabelecer de forma confiável para todos os interessados, sem distinção. Diversas regras de condutas foram criadas pautadas na crença da necessidade desse compromisso, primeiramente no próprio EUA, seguido por países europeus até chegar a América Latina.

Embora inicialmente pensada para promover direcionamentos que norteavam a atuação, essencialmente, dos administradores e sócios majoritários, este estudo parte da concepção de que hoje não se pode mais conceber efetividade para governança sem a participação de todos aqueles envolvidos no ambiente mercadológico dos valores mobiliários – acionistas, investidores, entidades reguladoras, bolsa de valores, Estado, assim como também, árbitros e entidades arbitrais.

Muito embora a arbitragem venha alcançando maiores níveis de sofisticação nas últimas décadas, tanto na compreensão e utilização do instituto, quanto na positivação pelos legisladores dentro dos Estados nacionais, a arbitragem no âmbito do mercado de capitais ainda é assunto que carece de investigação profunda pelos operadores do direito em âmbito mundial.

Conforme se discutiu no capítulo antecessor, as companhias de capital aberto – dado seu porte, na grande parte das vezes elevado – talvez sejam o tipo empresarial que mais pode se beneficiar com a escolha arbitral e, como decorrência, com a conquista de suas vantagens inerentes.

²⁰⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre Acionistas. *In*: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; MOURA AZEVEDO, Luís André N. de (org.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 46-55, p. 46.

²¹⁰ COELHO, *loc. cit.*

A celeridade, a especialidade, a confidencialidade, a escolha da norma aplicável e do local do juízo, premissas de significativa valia para a resolução das relações complexas que surgem no ambiente societário vêm justificando o desenvolvimento da arbitragem no ambiente do mercado de capitais.

É imprescindível “prever formas ágeis e eficazes de resolução de controvérsias e divergências entre sócios e administradores e entre estes e a própria organização, para evitar prejuízos ao desempenho ou redução do valor da organização”²¹¹.

Por outro lado, é neste mesmo campo negocial em que a história e a ciência demonstram a necessidade, hoje indubitável, de adoção dos critérios sólidos de governança corporativa.

Não se concebe desenvolvimento econômico sem um mercado de valores mobiliários forte, ao passo que não existe um mercado confiável que não siga regras rígidas de transparência, equidade no tratamento de acionistas, *accountability*, e *compliance*, as bases que sustentam a boa governança.

Muitos diplomas e textos, de origem pública e privada, elencaram como prática de boa governança a adoção da via arbitral. A cartilha de Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa²¹²; o Código de Melhores Práticas de Governança do IBGC²¹³; o documento Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE²¹⁴ são exemplos.

Se a adoção da governança corporativa foi um dos grandes impulsionadores da expansão da arbitragem nas relações entre as sociedades de capital aberto, a adoção da via arbitral, sem parâmetros internacionalmente sólidos e definidos de conduta, pode negligenciar a observância de princípios da própria governança.

Essa suposta dicotomia é o que faz com que a possibilidade e as delimitações da utilização da via arbitral no mercado de capitais ainda seja assunto que receba tratamento diverso, e por vezes conflitante, nos ordenamentos jurídicos de alguns países.

²¹¹ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2015.

²¹² BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa 358**. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Brasília: CVM, 2002.

²¹³ INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, *op. cit.*

²¹⁴ OCDE. Princípios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. Paris: Éditions OCDE, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>. Acesso em: 12 ago. 2021.

Enquanto em alguns a utilização é matéria legitimada pela norma estatal – a exemplo do Brasil e dos Estados Unidos – em outros a norma positivada vem para trazer proibição expressa – como ocorre na Itália.

Para além disso, ainda nos países em que a possibilidade de utilização já não é mais o epicentro da discussão, persevera a necessidade de pacificação quanto à conformação e os limites de aplicação do instituto, ante as peculiaridades do tema, carregado de um interesse coletivo que extrapola as relações nomeadamente privadas.

Nos últimos anos a discussão envolvendo o uso da arbitragem no mercado de capitais ganhou destaque em razão dos desdobramentos jurídicos decorrentes da cláusula compromissória presente no Estatuto Social da Petrobras, demanda em várias esferas e localidades em razão das revelações da Operação Lava Jato.

Passados pouco mais de três anos da deflagração de um dos maiores escândalos mundiais de corrupção, envolvendo setores do governo, várias empresas listadas no mercado de capitais, e uma das mais importantes sociedades anônimas de capital aberto do país, responsável por cerca de 13% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro²¹⁵, a Petrobras ainda sofre com as consequências das condutas criminosas perpetradas.

A submissão da Petrobras à arbitragem através da inserção da cláusula compromissória arbitral ocorreu como medida de governança por iniciativa, e com voto favorável da União Federal, acionista majoritária, após processo administrativo, no qual a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional se manifestou pela legalidade da cláusula.

Ainda assim, apesar da aparente tranquilidade de 2002 até 2014, os imbrólios gerados em decorrência da submissão à via arbitral, após os acontecimentos da Lava Jato, foram muitos. Discussões de várias ordens foram suscitadas, desde a arbitralidade objetiva e subjetiva do litígio, a possibilidade de subsunção da União enquanto ente público, a competência para julgar, a natureza do objeto, a coletividade do conflito, dentre muitas.

Para este estudo interessa demonstrar, através do estudo de caso dos eventos envolvendo a Petrobras, a insegurança jurídica em âmbito internacional

²¹⁵ Segundo relatório da própria companhia em 2014. PETROBRAS. **Participação do setor de petróleo e gás chega a 13% do PIB brasileiro**. Publicado em 18 jun. 2014. Disponível em: http://www.agenciapetrobras.com.br/Materia/xibirMateria?p_materia=976480&p_editoria=11>2014. Acesso em: 30 set. 2017.

acerca do uso da arbitragem por companhias abertas que atuam no mercado de capitais. As discussões de outras naturezas, que não aquelas envolvendo bens jurídicos de regulação própria do mercado acionário, não serão abordadas nesta pesquisa, por razão da delimitação do objeto.

4.1 CASO PETROBRAS

No mês de março do ano de 2014 foi deflagrada no Brasil a Operação Lava Jato, talvez a maior investigação sobre corrupção e lavagem de dinheiro da história recente do país, sobretudo da perspectiva de volume financeiro envolvido.

Na época foi descoberto que quatro organizações criminosas, envolvendo agentes públicos, comerciantes e doleiros, estavam atuando de forma ilegal junto à maior estatal brasileira, a Petróleo Brasileiro S.A., a Petrobras.

As investigações revelaram que altos executivos da companhia, nomeados em razão do aparelhamento político, utilizaram seu poder de gestão para cometer crimes, ao direcionar contratos a empreiteiras envolvidas no esquema de corrupção e cobrar comissões ilegais em razão disso, formando um cartel de desvio de recursos.

Após a deflagração da operação foi instalada Comissão Parlamentar Mista de Inquérito (CPMI), com a finalidade de também investigar as denúncias envolvendo a Petrobras, que resultou em acordos de colaboração premiada, confissão e prisão de vários dos envolvidos.

Atualmente, passados mais de sete anos do início da operação, quase 300 prisões já foram decretadas com os desdobramentos das apurações. Muitas foram as irregularidades perpetradas. Segundo o Ministério Público Federal:

As empresas precisavam garantir que apenas aquelas do cartel fossem convidadas para as licitações. Por isso, era conveniente cooptar agentes públicos. Os funcionários [da Petrobras] não só se omitiam em relação ao cartel, do qual tinham conhecimento, mas o favoreciam, restringindo convidados e incluindo a ganhadora dentre as participantes, em um jogo de cartas marcadas. Segundo levantamentos da Petrobras, eram feitas negociações diretas injustificadas, celebravam-se aditivos desnecessários e com preços excessivos, aceleravam-se contratações com supressão de etapas

relevantes e vazavam informações sigilosas, entre outras irregularidades²¹⁶.

Durante as investigações, e após trâmites processuais, ficou claro que era muito vasta a participação de pessoas ligadas à petrolífera nos crimes perpetrados. Apenas para ilustrar o que se diz, foram presos o ex-diretor de Abastecimento, Paulo Roberto Costa; o ex-diretor da área Internacional, Nestor Cerveró; o também ex-diretor da área Internacional, Jorge Zelada; o ex-gerente executivo, Roberto Gonçalves; dentre muitos outros, o que demonstra que havia um aparelhamento da estatal para o cometimento de ilícitos cíveis e penais.

Sendo a Petrobras uma sociedade anônima de capital aberto, a extensão dos danos atingiu também a seus milhares de acionistas, aos acionistas dos fundos de investimento que detinham ações na companhia, acionistas das sociedades pertencentes ao mesmo grupo econômico.

A reação em cadeia, que ocorre comumente no mercado de capitais, encontrou muitos alvos, que foram direta e indiretamente lesados pelos prejuízos gerados em decorrência da desvalorização dos ativos da companhia, e por todos os desdobramentos do mercado ocorridos após as revelações da Operação Lava Jato.

Como resultado, diversos procedimentos foram ajuizados pelos acionistas na jurisdição arbitral e fora dela, em âmbito nacional e internacional, com resultados diversos em vários países diferentes.

Isso porque, anos antes dos escândalos, ainda em 2002, foi inserido no Estatuto Social da Petrobras, em seu artigo 58, uma cláusula compromissória, através da qual se prevê que deverão ser resolvidas através da arbitragem as disputas ou controvérsias que envolvam a companhia, seus acionistas, os administradores e conselheiros fiscais, obedecidas as regras previstas pela Câmara de Arbitragem do Mercado, a CAM-B3.

No ano de 2001 a alteração legislativa da Lei 6.404 de 1976, através do advento da Lei 10.303 de 2001, acresceu ao artigo 109 o §3º a partir do qual se ratifica que o estatuto de uma sociedade anônima “pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem”.

²¹⁶ MPF. **Caso Lava Jato**. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato/entenda-o-caso>. Acesso em: 09 jul. 2021.

Para entender melhor a discussão que se propõe, passa-se a relatar e analisar a sucessão dos eventos processuais envolvendo a reinvidicação dos acionistas pelos danos decorrentes das revelações oriundas da deflagração da Operação Lava Jato.

A história será contada tendo por base as divulgações ao mercado feitas oficialmente pela companhia, acrescidas, eventualmente, de notícias de jornais e revistas da época. A proposta é que se possa analisar, conjuntamente, além do tratamento jurídico ofertado ao tema pelas diversas cortes às quais a reinvidicação foi submetida pelos vários prejudicados, quanto ao nível informacional proporcionado ao mercado pela companhia acerca do tema.

4.1.1 Linha do tempo processual

4.1.1.1 *Class action*, investidores americanos

Em 09 de dezembro do ano de 2014, a Petrobras divulgou o primeiro fato relevante relacionado à perseguição dos acionistas da reparação de danos oriundos dos esquemas de corrupção revelados pela Operação Lava Jato. Nesta data a companhia foi informada ter sido citada em *class action* movida perante corte federal norte-americana, em Nova York²¹⁷.

A ação, iniciada pelo Sr. Peter Kaltman, logo em seguida foi consolidada com uma série de outras demandas promovidas por acionistas detentores de ADRs, *American Depositary Receipts*, da companhia brasileira naquele país, sob a alegação de terem sofrido prejuízos com a queda do valor de mercado das ações²¹⁸. A unificação das demandas resultou nas *Class Action Petrobras Securities Litigation* No. 14–CV–9662.

A partir da divulgação dessas demandas a Petrobras passa a adotar a estratégia de realizar acordo em diversas ações movidas nos Estados Unidos. Em 21 de outubro de 2016 a Petrobras informa ao mercado que foi autorizada provisão

²¹⁷ PETROBRAS. Fato relevante. **Informações Condensadas do 3º trimestre de 2014**. Publicado em 12 dez. 2014. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/4394f5041acf390f06152b491362125d2d171ba852861014730a9800adc2e4d7/fato_relevante_informacoes_condensadas_do_3_trimestre.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

²¹⁸ *Ibid.*

no montante de US\$ 353 milhões, a serem utilizados em acordos para encerrar quatro ações individuais de alguns dos maiores acionistas da companhia²¹⁹, em seguida, em 23 de novembro do mesmo ano, informa a provisão de mais US\$ 364 milhões para encerramento de mais 11 ações que tramitam na mesma corte²²⁰.

Mais adiante, em 24 de fevereiro de 2017, há a divulgação da realização de mais quatro acordos, o que totalizava dezenove ações individuais encerradas, de um total de vinte e sete, que haviam sido consolidadas com a *class action*²²¹.

Finalmente, em 03 de janeiro do ano de 2018, a Petrobras informou ao mercado que assinou acordo para encerrar todas as *class action* que ainda estavam em curso perante a corte federal nova iorquina, e as que porventura viessem a ser demandadas. No acordo proposto pela companhia para o encerramento das demandas a Petrobras se compromete a pagar o montante de US\$ 2,95 bilhões²²².

No fato relevante divulgado, a companhia diz expressamente que o acordo corresponde aos melhores interesses da Companhia e de seus acionistas, tendo em vista “o risco de um julgamento influenciado por um júri popular, as peculiaridades da legislação processual e de mercado de capitais norte-americana”, assim como também “o estágio processual e as características desse tipo de ação nos Estados Unidos, onde apenas aproximadamente 0,3% das *class actions* relacionadas a valores mobiliários chegam à fase de julgamento”²²³.

Em 06 de setembro de 2019, há o último fato relevante dedicado ao tema, quando a companhia informa que o acordo homologado não está mais sujeito a qualquer recurso, tendo se tornado definitivo, deixando claro, como de praxe nos outros informativos divulgados, que a celebração do acordo não importa em admissão de culpa.

²¹⁹ *Id.* Fato relevante. **Petrobras aprova acordos com investidores para encerrar quatro ações individuais nos EUA.** Publicado em 21 out. 2016. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/5e4ca3ec464f452784541b7de951688090ab391bc6733bcabb0fc6fdfe34c035/fato_relevante_petrobras_aprova_acordos_com_invest.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

²²⁰ PETROBRAS. Publicado em 21 out. 2016.

²²¹ *Ibid.*

²²² *Id.* **Petrobras assina acordo para encerrar Class Action em curso nos Estados Unidos.** Publicado em 03 jan. 2018. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/36ff9656ee8d680bd343dadeb425912f7381d70baa7e335ed27341be4dfb8e7b/petrobras_assina_acordo_para_encerrar_class_action.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

²²³ *Ibid.*

4.1.1.2 CAM da B3, investidores minoritários

Nos dois primeiros anos que se seguiram ao início da deflagração da Operação Lava Jato não houve, por parte da Petrobras, divulgação de demanda iniciada, pública ou privada, por parte de investidores nacionais em busca de ressarcimento de danos, a exemplo de como ocorreu nos Estados Unidos. Apenas em 22 de setembro de 2017 a Petrobras divulgou o primeiro esclarecimento a respeito de suposta arbitragem instaurada por acionistas minoritários no Brasil.

Naquela altura a nota informativa emitida pela companhia tinha por intenção explicar que ainda não havia sido notificada de qualquer procedimento arbitral junto à Câmara de Arbitragem de Mercado, da B3, apesar do que já estava sendo veiculado na mídia à época²²⁴.

Somente em 04 de outubro de 2017 a Petrobras emite novo fato relevante, agora confirmando o noticiado na imprensa, a admitir a existência de procedimento arbitral instaurado pelos acionistas minoritários perante a câmara da B3. Na nota se diz que “se trata de procedimento movido por uma pessoa jurídica e um reduzido grupo de pessoas físicas”²²⁵.

A imprensa especializada, na época, narrava que foram justamente os acordos realizados pela companhia nas cortes novaiorquinas que inspiraram os investidores minoritários brasileiros a fazer o mesmo. Não se tinha, no ambiente brasileiro, uma cultura de organização de investidores locais, nem uma estrutura jurídica que correspondesse aos anseios do acionista, sobretudo em defesa dos minoritários²²⁶.

Mais de um ano depois, em 06 de fevereiro de 2019, em resposta a novas informações divulgadas pela mídia sobre arbitragem coletiva movida por “associação

²²⁴ ALVES, Aluísio. Minoritários pedem arbitragem na B3 contra Petrobras em ação coletiva. **Reuters**, 21 set. 2017. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2017/09/21/minoritarios-pedem-arbitragem-na-b3-contra-petrobras-em-acao-coletiva.htm>. Acesso em: 15 mar. 2021.

²²⁵ PETROBRAS. **Esclarecimento sobre arbitragem instaurada por acionistas minoritários**. Publicado em 04 out. 2017. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/4e9cf99216cf5605cbef59a47801df97ed5d6796ba924621e6526ea385782b6a/esclarecimento_sobre_arbitragem_instaurada_por_aci.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

²²⁶ BOMBANA, Lucas. Após vitória de fundos de pensão, advogado de minoritários se mostra otimista com processos contra Petrobras, Vale e IRB. **Infomoney**, 18 set. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/apos-vitoria-de-fundos-de-pensao-socio-do-modesto-carvalhosa-se-mostra-otimista-com-processos-de-minoritarios-contra-petrobras-vale-e-irb/>. Acesso em: 15 mar. 2021.

de investidores” junto à mesma câmara, a companhia afirma que, mais uma vez, não recebeu notificação sobre instauração de procedimento arbitral.

Em 26 de novembro de 2020, a Petrobras divulga fato relevante onde informa que não é parte nas “arbitragens que tramitam conjuntamente perante a Câmara de Arbitragem do Mercado da B3, instauradas por dois acionistas minoritários, com base no art. 246 da Lei nº 6.404/76, contra a União Federal, na qualidade de acionista controlador”²²⁷.

Já em 01 de dezembro de 2020, a Petrobras informa que tomou ciência de decisão parcial favorável à companhia, em “arbitragens que tramitam perante a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), da B3, iniciada por investidores estrangeiros”, que excluíram definitivamente dezessete partes que não comprovaram sua condição de acionistas.²²⁸

Tanto no fato relevante divulgado em novembro quanto em dezembro de 2020, a Petrobras faz referência a mais de uma demanda, tanto ao usar reiteradamente o termo “arbitragens”, no plural, quanto por se referir, em dado momento, a investidores estrangeiros, especializando-os em relação aos demais.

Não há clareza na informação repassada ao mercado e ao acionista. Detalhes sobre as arbitragens iniciadas por minoritários, como quantidade de demandas, partes envolvidas, valor em disputa, nunca foram divulgados pela Petrobras de maneira oficial, que a cada divulgação de fato relevante reitera que “em respeito às regras da CAM, esta arbitragem é confidencial”²²⁹.

Em 2017 o STJ julgou conflito de competência em que era suscitante um grupo de empresas investidoras estrangeiras em face da CAM da B3, do Juízo Federal da 13ª Vara Cível da Seção Judiciária do Estado de São Paulo e do Tribunal Regional Federal da 3ª Região, para determinar a competência para julgar a União enquanto parte de procedimento que objetivasse a reparação dos danos decorrentes da perda patrimonial dos investidores.

Os suscitantes sustentaram, em síntese, que, de acordo com a jurisprudência já consolidada pelo próprio STJ, não existiria controle apriorístico da atividade

²²⁷ PETROBRAS. **Petrobras sobre notícias veiculadas na imprensa**. Publicado em 22 mar. 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/0c5559a4-0293-2e83-c38a-b4e-d0d20b6b7?origin=1>. Acesso em: 15 mar. 2021.

²²⁸ *Id.* **Petrobras sobre sentença favorável em arbitragem**. Publicado em 01 dez. 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/d1459d85-bf29-192d-7762-373c6c87b392?origin=1>. Acesso em: 15 mar. 2021.

²²⁹ *Ibid.*

arbitral a ser praticada pelo Poder Judiciário. Em suma, é o que se tem no consagrado princípio da *Kompetenz-Kompetenz*, e positivado no art. 8º, parágrafo único, da Lei 9.307/96, em que árbitros ou tribunais arbitrais detêm exclusividade para determinar sua própria competência.

Por oito votos a um, em 11 de fevereiro de 2020, o Superior Tribunal de Justiça, contrariando a jurisprudência consolidada pelo órgão em matéria arbitral, decidiu que a União Federal deveria ser excluída da arbitragem promovida perante a CAM e que a competência para eventual demanda seria da Justiça Federal da 3ª Região.

Nas razões do acórdão é fixado que o ordenamento jurídico brasileiro não deixa dúvidas quanto à possibilidade da utilização da arbitragem pela Administração Pública, direta e indireta, assim como da legalidade da arbitrabilidade nas relações societárias, conforme prescrevem as alterações legislativas promovidas pelas Leis nº 13.129/2015 e 10.303/2001.

Para além da fixação desses pressupostos, no entanto, o STJ decidiu que no caso concreto a União não estaria submetida à arbitragem por ausência de arbitrabilidade objetiva e subjetiva.

Objetiva porque, de acordo com o acórdão, o “conteúdo do pleito indenizatório [...] transcende o objeto indicado na cláusula compromissória em análise”²³⁰. E subjetiva por ausência de “lei autorizativa ou estatutária”²³¹ que autorizasse a utilização e a extensão do procedimento arbitral à União, enquanto acionista majoritária controladora.

Desse modo, a eventual responsabilização civil da União por abuso ou omissão no exercício do poder de controle passou a ser de competência do poder judiciário.

No voto vencido da ministra Nancy Andrigli, relatora do caso, é sustentado que a natureza da demanda é a responsabilização civil a ser suportada por um acionista controlador em face dos minoritários. Há arbitrabilidade objetiva em face da questão controvertida ser direito patrimonial disponível das partes envolvidas. A arbitrabilidade subjetiva, por seu turno, está presente porque há uma declaração de vontade válida presente no Estatuto Social suficiente para vincular a União.

²³⁰ CONFLITO DE COMPETÊNCIA Nº 151.130 - SP (2017/0043173-8)

²³¹ *Ibid.*

Ao final de seu voto, a ministra conclui que o Tribunal Arbitral estabelecido no âmbito da CAM da B3 é o único que detém competência para deliberar sobre o litígio contido nos autos. Apesar de não haver prosperado entre os colegas de julgamento, o voto reflete o pensamento, até então, dominante na corte.

4.1.1.3 Petros e Previ

No dia 14 de novembro de 2017, a Petrobras, após negar a informação no dia anterior²³², informa ao mercado que havia sido notificada de dois pedidos de instauração de arbitragem perante a Câmara de Arbitragem de Mercado da B3, por parte de dois fundos de pensão acionistas da companhia, um da Petros e outro da Previ²³³, além da intenção da Funcef em integrar arbitragem instaurada por um grupo de acionistas.

Em 22 de junho de 2020, a Petrobras recebeu o Ofício nº 206/2020/CVM/SEP/GEA-1 da CVM, que solicitou à companhia esclarecimento sobre notícia que havia sido divulgada na mídia pelo portal Exame. A transcrição da notícia trazida no ofício informava que:

Em caso inédito, Petrobras terá de indenizar investidores por má conduta", [...] Maio vai entrar para a história do mercado de capitais brasileiro. As fundações Petros e Previ ganharam, em disputa na Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM), uma ação de ressarcimento contra a Petrobras em razão da Operação Lava-Jato. Trata-se da primeira indenização a investidores no Brasil por perdas com ações devido à má conduta da companhia definida em arbitragem. A decisão é do dia 27 do mês passado. Disputas na CAM são sigilosas e o assunto está sendo tratado com discrição adicional. [...] A Petrobras, conforme pessoas próximas ao tema, consultou diversos juristas e prepara-se para ir à Justiça para tentar reverter o entendimento da CAM, que pertence à B3. O prazo regulamentar para isso é de 90 dias a contar da decisão. Esse seria o motivo de a companhia não ter informado ao mercado a respeito do assunto, por acreditar na elevada possibilidade de "anulação" do resultado da disputa²³⁴.

²³² PETROBRAS. **Esclarecimento sobre arbitragens instauradas por fundos de pensão**. Publicado em 13 nov. 2017. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/f132672a7d298d01733ab56e_a7751128edbf67595f3fd368e8d703bb3c42ec8e/esclarecimento_sobre_arbitragens_Instauradas_por_fundos_de_pensao.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

²³³ *Ibid.*

²³⁴ *Id.* **Esclarecimento sobre Notícias**. Publicado em 22 set. 2017. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/f19dfccb-4b1f-4e43-9866-a445a8fce02b/2020062223320417186_4_9512_770_769.pdf. Acesso em: 16 mar. 2021.

Após a divulgação do conteúdo da notícia, o ofício expedido pela CVM pede que a Petrobras se manifeste com relação à veracidade da matéria, e, caso venha a confirmar, explicar os motivos pelos quais não divulgou o conteúdo enquanto fato relevante, além do vago pedido para que a companhia “comente outras informações consideradas importantes sobre o tema”²³⁵.

Em resposta, a Petrobras se limita a confirmar que foi proferida sentença arbitral parcial; no entanto, esclarece que não houve encerramento do procedimento, nem a determinação de pagamento de valores pela Companhia.

Ainda no esclarecimento, a Petrobras reitera o caráter sigiloso dos procedimentos existentes perante a corte arbitral e “lamenta a indevida divulgação, ocorrida de maneira contrária ao Regulamento da CAM”²³⁶, a justificar a falta de divulgação do conteúdo, além da “ausência de materialidade do andamento processual”²³⁷.

No dia 21 de julho de 2020, a Petrobras informou que ingressou com demanda judicial com a finalidade de anular a referida sentença arbitral parcial²³⁸, voltando a informar, no dia 29 do mesmo mês, que não havia sido decidido o pedido liminar formulado²³⁹.

Em 26 de agosto de 2020 há a divulgação de decisão liminar proferida no processo judicial, que corre perante à 5ª Vara Empresarial do Rio de Janeiro, em segredo de justiça, a determinar a suspensão da arbitragem em curso até que haja julgamento definitivo da ação anulatória da sentença parcial emitida pelos árbitros²⁴⁰.

Em 09 de outubro de 2020, a companhia comunica que foi proferida decisão judicial a determinar a continuidade da arbitragem perante a CAM da B3²⁴¹. E no dia 11 do mês seguinte há a prolatação de sentença judicial decidindo pela anulação da

²³⁵ *Ibid.*

²³⁶ PETROBRAS, [s.d.].b.

²³⁷ *Ibid.*

²³⁸ *Id.* **Petrobras sobre ação anulatória de sentença parcial em arbitragem**. Publicado em 21 jul. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/503076d4-cd5b-4c3e-b991-3b061920ce1e/20200721205818930566_9512_777490.pdf. Acesso em: 16 mar. 2021.

²³⁹ *Id.* **Petrobras sobre sentença arbitral parcial**. Publicado em 29 jul. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/8da1069b-c830-4ddd-adac-bfc3221ae7be/20200729112007017013_9512_779003.pdf. Acesso em: 16 mar. 2021.

²⁴⁰ *Id.* **Petrobras sobre suspensão de arbitragem**. Publicado em 27 ago. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/94fcfe43-db35-4a8a-94f6-286d1c8ccea9/20200827005529417255_9512_787789.pdf. Acesso em: 16 mar. 2021.

²⁴¹ *Id.* **Petrobras sobre arbitragem**. [s.d.].b. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/17b8c96d-c32a-1ae1-8f5c-364c644a92d4?origin=1>. Acesso em: 16 mar. 2021.

sentença arbitral proferida em razão “de graves falhas e impropriedades”²⁴². Não há informações adicionais sobre os fundamentos da decisão.

O último esclarecimento sobre o assunto, até o presente momento, é no comunicado publicado em 25 de março de 2021, quando a Petrobras informa que a própria CAM acolheu o pedido de impugnação feito pela companhia e dissolveu o Tribunal Arbitral, que proferiu a sentença anulada pela justiça do Rio de Janeiro, cabendo agora às partes o dever de escolher três novos árbitros²⁴³.

4.1.1.4 Corte de Rotterdam, Stichting Petrobras Compensation Foundation

Em 24 de janeiro de 2017 a Petrobras informa que duas de suas subsidiárias, a Petrobras International Braspetro B.V. e a Petrobras Global Finance B.V., ambas com sede na cidade de Rotterdam, foram citadas em ação judicial proposta perante corte local, na Holanda²⁴⁴.

A demanda foi proposta pela *Stichting Petrobras Compensation Foundation*, fundação com sede na Holanda criada por uma coalizão de escritórios de advocacia internacionais e fundações de investidores, dedicada a proteger o interesse dos acionistas que adquiriram ações da Petrobras fora dos Estados Unidos²⁴⁵.

O objeto do pedido é de natureza declaratória. A ação visa que a Corte Distrital de Rotterdam declare que os réus agiram de maneira ilegal perante os investidores, subsidiando pedidos de indenização futuros²⁴⁶.

No dia 19 de setembro de 2018 a Petrobras divulga que a corte holandesa publicou decisão preliminar sobre a ação coletiva proposta pela fundação, a

²⁴² *Id. Petrobras sobre anulação de sentença arbitral parcial*. Publicado em 11 nov. 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/b927500a-c759-4317-9b51-a1d3069df2a3?origin=1>. Acesso em: 16 mar. 2021.

²⁴³ PETROBRAS. [s.d.].b.

²⁴⁴ *Id. Esclarecimento sobre Processo na Holanda*. Publicado em 24 jan. 2017. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/88e2e8ad19af9f4229a0977b2165b1cdb923e09d60fb3d62ac153d539cc456ea/esclarecimento_sobre_processo_na_holanda.pdf. Acesso em: 20 mar. 2021.

²⁴⁵ PBCOMPENSATIONS FOUNDATION. Home. Disponível em: <https://www.pbcompensation.com/>. Acesso em: 20 fev. 2021.

²⁴⁶ PETROBRAS. *Petrobras sobre ação coletiva na Holanda*. Publicado em 27 maio 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/2561a768-7769-75af-57cf-416c47c1d16e?origin=1>. Acesso em: 21 jul. 2021.

determinar a continuidade da demanda, sem que tenha sido analisado, nesse momento, o mérito²⁴⁷.

No dia 29 de janeiro de 2020 a corte holandesa emitiu decisão sobre a continuidade da demanda, a despeito da cláusula arbitral presente no Estatuto da companhia:

acionistas que entendem português e/ou que compraram ações por meio de intermediários ou outros agentes que entendem tal idioma, dentre outros acionistas, estão sujeitos à cláusula de arbitragem prevista no Estatuto Social da companhia, ficando de fora da ação coletiva proposta pela Fundação²⁴⁸.

O critério utilizado para a submissão à cláusula de arbitragem, portanto, de acordo com a corte holandesa, deverá ser o do domínio dos envolvidos da língua portuguesa.

4.1.1.5 Ação Civil Pública

Em outubro de 2017, mesmo com arbitragens em andamento, foi protocolizada em sede judicial demanda reparatoria por uma associação de investidores perante o Poder Judiciário paulista, a Ação Civil Pública 1106499–89.2017.8.26.0100, proposta junto à 6ª Vara Cível do Foro Central de São Paulo, capital, tendo a Petrobras como ré.

As peças processuais que compõem esse processo são algumas das poucas documentações a que se tem acesso, em razão da rara publicidade à qual está submetida.

Na primeira decisão sobre o caso, em 04 de julho de 2018, a juíza de Direito Lúcia Caninéo Campanhã prolatou sentença extinguindo o processo, sem resolução de mérito, em respeito à cláusula arbitral prevista no capítulo da companhia.

Em sede de defesa, a associação dos investidores alegou a existência de vício de convocação quando da deliberação sobre a cláusula compromissória, por

²⁴⁷ *Id.* **Petrobras sobre ação coletiva na Holanda**. Publicado em 27 maio 2021. Disponível em: https://mz-filemanager.s3amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/a08cb0e1f926c30a8756b2aa8edb208716c77d25a688864609106ae3f1b8074a/petrobras_sobre_acao_coletiva_na_holanda.pdf. Acesso em: 20 mar. 2021.

²⁴⁸ PETROBRAS. Publicado em 27 maio 2021.

não ter havido menção expressa e específica da votação a respeito da inclusão da cláusula arbitral quando da convocação.

O argumento foi rechaçado na sentença uma vez que havia no edital de convocação a indicação da deliberação a respeito dos “requisitos exigidos para o ingresso no Nível 2, criado pela Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA”²⁴⁹, dentre os quais a arbitragem se encontra como medida obrigatória.

Para além disso, a Justiça Estadual de São Paulo entendeu que, pela lei interna, estava prescrita a ação para anular deliberações tomadas em assembleia, por inteligência do artigo 286 da Lei 6.404/76, restando válida a cláusula constante no estatuto social.

Na decisão é mencionado, ainda, que uma quantidade considerável de acionistas já havia requerido a instauração de arbitragem, até mesmo alguns dos associados que estavam incluídos na lista de representados da ação em questão. A magistrada declara, inclusive, que “a arbitragem reporta-se aos mesmos fatos tratados na ação civil pública”²⁵⁰.

Após a decisão, em dezembro de 2018, a associação de minoritários protocolizou pedido de desistência da demanda judicial, dando fim à persecução pela estatal.²⁵¹

4.2 A INSEGURANÇA JURÍDICA EM RAZÃO DA UTILIZAÇÃO DA ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS

Os problemas oriundos do uso da arbitragem no ambiente do mercado de capitais não se restringem aos eventos envolvendo a Petrobras nem à experiência brasileira. O caso paradigmático utilizado, dada sua dimensão, escancara algumas das fragilidades da utilização do instituto arbitral no mercado de valores mobiliários como um todo.

No cenário internacional não há concordância quanto à possibilidade de uso e do conteúdo da cláusula compromissória, nem sobre a utilização e os limites do

²⁴⁹ Sentença 1106499-89.2017.8.26.0100

²⁵⁰ Sentença 1106499-89.2017.8.26.0100

²⁵¹ Houve ainda uma rápida investida de investidores argentinos quando, em setembro de 2018 propuseram demanda arbitral, iniciada pela associação *Consumidores Financieros Asociación Civil para su Defensa* contra a Petrobras e outras pessoas físicas e jurídicas, perante o Tribunal Arbitral da Bolsa de Valores de Buenos Aires. Alguns meses depois, porém, “o Tribunal Arbitral entendeu que a Associação desistiu da arbitragem por não ter pago a taxa de arbitragem no prazo estabelecido”.

sigilo, não há proteção em nível global dos interesses metaindividuais envolvidos, regras para demandas arbitrais coletivas, dentre outros problemas de caráter processual e estrutural.

O tema contempla a simbiose entre regulação de mercado de capitais e arbitragem. É essencial que o conectado e interdependente mercado de valores mobiliários respeite os três imperativos regulatórios: proteção ao investidor, integridade do mercado e risco sistêmico. A arbitragem não pode sucumbir ao seu risco maior: o não garantir o acesso à justiça e criar um ambiente de insegurança jurídica, a ameaçar a sua própria existência.

A partir desse momento, passa-se a evidenciar as maiores fragilidades da utilização da arbitragem no mercado de capitais observadas através da pesquisa, sempre que possível recorrendo ao caso paradigmático da Petrobras para ilustrar o que se pretende, além do tratamento oferecido a cada um dos temas na perspectiva comparada²⁵².

Pretende-se, ao final, demonstrar que o problema não está na utilização da arbitragem para resolver litígios metaindividuais no ambiente do mercado de capitais, mas sim da ausência de coordenação global sobre o tema, a gerar insegurança jurídica.

4.2.1 A aceitação da arbitragem no mercado de capitais: o problema da coletividade do litígio

O primeiro grande problema atual do recurso à arbitragem no ambiente do mercado de capitais é substancial: reside na aceitação da utilização do instituto pelas estruturas de poder dos ordenamentos jurídicos internos dos Estados nacionais.

A demonstração dessa aceitação, ou rejeição, pode ocorrer em muitos níveis. Não é suficiente recorrer individualmente às estruturas legislativas internas postas, do direito positivado ou da jurisprudência para encontrar a resposta. É preciso observar o comportamento desse país quando essa suposta aceitação é colocada em prova.

²⁵² O campo amostral utilizado abrange nove países, a saber: Brasil, França, Alemanha, Israel, Itália, Portugal, Cingapura, Espanha, Estados Unidos e Reino Unido, analisados no Relatório sobre Execução Privada dos Direitos dos Acionistas emitido pela OCDE em novembro de 2020 (OECD. **Private enforcement of shareholder rights**: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil, 2020).

A ausência na comunidade global de consenso sobre a possibilidade de utilização da arbitragem para resolver conflitos de acionistas e demais agentes do mercado reside numa qualidade intrínseca aos conflitos que surgem no ambiente acionário: a multiplicidade de partes envolvidas²⁵³.

A arbitragem, enquanto instrumento de resolução privada de conflitos, foi pensada originalmente para resolver litígios de um dado número de pessoas que, via de regra, não seriam substituídas ao longo do contrato e teriam, pessoalmente, assumido os ônus e bônus da via arbitral através de uma deliberação livre de vontade.

Esse cenário não é compatível com a realidade de uma sociedade anônima de capital aberto cuja titularidade acionária está, constantemente, sendo modificada através das negociações de um mercado globalmente conectado.

O Estatuto social que prevê uma cláusula compromissória, enquanto obrigação que vincula a totalidade dos acionistas, é documento que se aplica ao sócio votante, ao que não vota, ao que ingressou posteriormente à deliberação da cláusula, a todos indistintamente, uma vez que no direito societário prevalece o princípio majoritário. “O estatuto social (...) é um e único para todos os sócios”²⁵⁴.

Para além disso, os efeitos decorrentes da inauguração de um procedimento arbitral que verse sobre um assunto de interesse societário atingem essa coletividade de pessoas que, apesar de diretamente interessadas, nem sempre estão processualmente vinculadas à demanda.

Como consequência, a realidade evidencia a existência da necessidade de se “coordenar centenas de arbitragem em paralelo com (quase) o mesmo pedido ou objeto”²⁵⁵.

Os diplomas restritivos, que impedem a utilização da arbitragem no mercado de capitais para litígios metaindividuais, geralmente o fazem em defesa do descabimento da utilização da via arbitral por, dentre outras razões, ofensa aos direitos da multiplicidade de acionistas, geralmente existentes nas sociedades abertas.

²⁵³ Apesar de este estudo estar atento à possibilidade de realização de arbitragem para tutelar interesses privados de sócios sem que tenha repercussão no patrimônio da sociedade e dos demais acionistas, não é essa a regra nem o ponto focal do presente estudo.

²⁵⁴ CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo** – Um Comentário à Lei n. 9.307/1996. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo, Atlas, 2004.

²⁵⁵ SESTER, Peter Christian. Desafios da arbitragem societária: do efeito erga omnes extra partes até a arbitragem coletiva. **Revista de Arbitragem e Mediação**, Revista dos Tribunais, São Paulo, v. 16, n. 62, p. 28, jul./set. 2019.

Na Itália o legislador expressamente não admitiu no ordenamento jurídico a adoção da via arbitral na solução de conflitos envolvendo a sociedade *che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*²⁵⁶, segundo dispositivo elencado no art. 34, 1 do Decreto Legislativo 5/2003, que recebe apoio e críticas de vários estudiosos do tema²⁵⁷.

Muito embora o artigo 12, 3, do *Legge n. 366/2001*, que reformou ambiciosamente a Lei das Sociedades por Ações na Itália, tenha delegado ao Governo o poder de decidir sobre a autorização dos estatutos das sociedades a conter cláusulas de arbitragem, o Decreto Legislativo 5/2003 exclui expressamente as empresas de capital aberto da aplicação do previsto na *Legge n. 366/2001*.

Na Alemanha disputas envolvendo direitos de acionistas minoritários de empresas de capital aberto, a *Aktiengesellschaften*, também não são arbitráveis, apenas podem ser julgados coletivamente por tribunais nacionais.

Na França apesar da permissão da estipulação de cláusula compromissória nos estatutos das sociedades abertas, os direitos coletivos dos acionistas minoritários são comumente julgados pelos tribunais estaduais²⁵⁸.

Países como Portugal²⁵⁹, Inglaterra e Cingapura²⁶⁰ não tratam especificamente de arbitragens envolvendo acionistas e companhia aberta, apesar de contarem com legislações abrangentes que não excluem diretamente essa possibilidade.

Brasil e Espanha são os únicos países, dentre os pesquisados, que positivaram a opção da arbitragem como meio de resolver disputas societárias e de valores mobiliários envolvendo companhias abertas, sendo o Brasil ainda mais permissivo.

No cenário brasileiro não há apenas o reconhecimento de que o estatuto social pode incluir cláusulas de arbitragem obrigatórias, mas a previsão, através do Regulamento da B3, que a adoção de tal cláusula também é condição para que as

²⁵⁶ Tradução livre do autor: “Que fazem uso do mercado do capital de risco”. São as sociedades abertas que recorrem ao mercado de capitais, bolsas de valores, como a sociedade anônima de capital aberto, no Brasil.

²⁵⁷ DALMOTTO, Eugenio. **L’arbitrato nelle società**. Bologna: Zanichelli Editore, 2013.

²⁵⁸ OECD, 2020.

²⁵⁹ A Lei de Arbitragem Portuguesa, Lei n. 63/2011 fala que “qualquer litígio respeitante a interesses de natureza patrimonial pode ser cometido pelas partes, mediante convenção de arbitragem, à decisão de árbitros”.

²⁶⁰ OECD, *op. cit.*

empresas sejam listadas no segmento de listagem da B3 com os mais altos padrões de governança corporativa, o Novo Mercado.

Os dados analisados mostram que o Brasil tem uma posição atual única, pelo fato de que uma proporção significativa das companhias abertas optou por submeter à arbitragem suas disputas societárias e de mercado de capitais, o que recentemente resultou em muitos casos de arbitragens coletivas²⁶¹.

O Brasil, ao adotar a posição vanguardista motivada por interesses estratégicos e ignorar discussões importantes, como já se colocou no capítulo anterior, expressamente permitiu a adoção de cláusula compromissória nos estatutos sociais da companhia, a partir da modificação da Lei das Sociedades Anônimas, em 2001, com a inclusão do parágrafo §3º do artigo 109, posteriormente declarado constitucional pelo Supremo Tribunal Federal no julgamento do Agravo Regimental em sentença estrangeira número 5.206–7.

Apesar de não haver no direito pátrio alusão normativa à arbitragem coletiva, de forma específica, o desenvolvimento desse tipo de demanda vem acontecendo por iniciativa e alocação de regras pelas próprias instituições arbitrais em paralelo com o desenvolvimento doutrinário nacional sobre o assunto.

No entanto, apesar da dupla permissão legislativa, repetidamente confirmada pelo judiciário – ao permitir a arbitragem multipartes envolvendo a sociedade anônima de capital aberto e os seus sócios; e permitir que os entes públicos possam recorrer à arbitragem –, o que aconteceu no caso envolvendo a participação da União nas demandas dos minoritários pelas decisões tomadas enquanto controladora da Petrobras foi a de negar o direito posto, por razões que se pode dizer metajurídicas.

A decisão do Superior Tribunal de Justiça promove uma negativa de toda a normativa consolidada até então sobre o tema. Em seu voto vencido a ministra Nancy Andrighi, em defesa da arbitragem, chega a dizer:

Quanto ao julgamento a ocorrer fora do âmbito do Poder Judiciário, também devemos despir qualquer preconceito ou apreensão com relação a uma questão delicada como a contida nos autos ser submetida a árbitros privados, pois, como instituição, a arbitragem se reveste dos mesmos deveres de imparcialidade e independência, que são atributos característicos do Poder Judiciário. Inclusive, a alegação parcialidade do Tribunal Arbitral é causa de anulação da sentença que eventualmente

²⁶¹ Idem.

prolatar, ao final da instrução e julgamento, nos termos do art. 32, VIII, da Lei 9.307/96.

O voto da ministra traz uma fala sobre um tema sensível, mas que precisa ser debatido. Apesar das expressas manifestações permissivas, o poder judiciário brasileiro demonstrou nessa decisão que a cultura de respeito à arbitragem ainda não está em estágio de plena consolidação

O pensamento em muito se assemelha ao que alguns comentaristas de Israel utilizam para explicar a incomum utilização da arbitragem para direitos societários no mercado de risco, apesar da permissão legislativa no país: “Os tribunais consideraram que, em vista da importância pública do processo de ação coletiva, não é apropriado conduzi-lo por meio de arbitragem”²⁶².

Talvez a maior experiência de sucesso venha do Direito norte-americano, que conta, não apenas com uma legislação robusta, mas com todo um sistema tradicionalmente posto de fortalecimento das demandas coletivas através das *class action*, que foram organicamente transferidos para o procedimento arbitral, e que encontram suporte no conjunto normativo e na cultura que envolve o mercado de capitais.

Apesar de não haver previsão legislativa permitindo o uso da arbitragem em demandas coletivas de acionistas, no ano de 2003 a Suprema Corte norte-americana, ao julgar o caso *Green Tree v. Bazzle*²⁶³, ratificou o princípio da *Kompetenz-Kompetenz* ao decidir que, em demanda precedida por convenção de arbitragem, é dos árbitros a competência para decidir sobre o cabimento de julgamento do litígio.

Ainda que essa decisão não tenha trazido uma permissão expressa de julgamento de demandas envolvendo os agentes do mercado de capitais pela via arbitral, ela acarretou uma série de reações em cadeia que levaram ao fortalecimento desse recurso no país.

Inicialmente as organizações *American Arbitration Association* (AAA), importante fundação sem finalidade lucrativa voltada para o promoção do desenvolvimento das soluções alternativas de conflitos²⁶⁴ e a *Judicial Arbitration and Mediation Service* (JAMS), uma das maiores instituições de resolução de conflitos do

²⁶² OECD, 2020.

²⁶³ *Green Tree Financial Corp. v. Bazzle*, 539 US 444 (2003).

²⁶⁴ AAA. **Innovating Conflict Resolution**. 2021. Disponível em: <https://www.aaaicdrfoundation.org/>. Acesso em: 10 maio 2021.

mundo²⁶⁵, criaram regras específicas que regulamentam as arbitragens, fazendo com que a aplicação do instituto ocorresse de maneira ordenada.

Para além disso, é pertinente ressaltar que o nível de amadurecimento do mercado norte-americano não é o mesmo encontrado no restante do globo. A separação entre patrimônio e controle, em razão da dispersão acionária do capital, comumente pulverizado das companhias abertas, fez com que os instrumentos de proteção aos minoritários tenham se fortalecido de maneira acelerada no país.

4.2.2 A influência e interferência dos Estados nacionais em razão da ausência de uniformização

A ausência de coordenação global sobre a utilização da arbitragem no mercado de capitais para resolução de conflitos coletivos faz surgir um outro problema: o da submissão de demandas complexas ao alvedrio dos Estados nacionais.

Parte-se da premissa, discutida nos capítulos que a este antecederam, que a existência do pluralismo normativo, enquanto fenômeno da pós-modernidade, retira a exclusividade da produção do Direito às formulações nacionais soberanas, e admite a existência de um Direito global no qual o mercado de valores mobiliários está inserido.

O mundo interconectado de hoje exige a atuação dos diversos atores envolvidos, sejam governamentais, privados ou multilaterais a estabelecer e difundir regras sobre a vasta gama de condutas e transações que diariamente são produzidas pelos agentes de negócio.

Nessa construção de realidade a arbitragem surge como uma importante ferramenta a serviço dos mercados, atuando enquanto jurisdição apta para resolver os problemas complexos do ambiente negocial, sobretudo em razão da celeridade e especialidade do julgador, escolhidos por liberdade das partes envolvidas.

Na medida em que não há uma cultura de fortalecimento da arbitragem no mercado de capitais em âmbito, conforme já se demonstrou, abre-se espaço para a interferência dos Estados nacionais nesse processo de tomada de decisões, fazendo com que as vantagens competitivas da arbitragem frente ao poder judiciário nacional sejam perdidas por aqueles que a elegeram.

²⁶⁵ JAMS. **JAMS Mediation, Arbitration and ADR Services**. 2021. Disponível em: <https://www.jamsadr.com/about/>. Acesso em: 10 maio 2021.

A inexistência de regras bem definidas globalmente coordenadas para tutelar os bens jurídicos e econômicos que estão em risco, “acabam ampliando a função judiciária do Estado em relação ao direito contratual”²⁶⁶, ferindo, em última análise, a própria autonomia de vontade.

O problema dessa sujeição reside no fato de que os processos de tomada de decisões no Estado burocrático respeitam uma série de estruturas de poder e interesses que, pela lógica, não compõem a vontade livre daqueles que optaram pela via arbitral, já que renunciaram à submissão ao poder judiciário.

A tríade segurança jurídica, eficácia e definitividade das sentenças arbitrais depende, em grande medida, do tratamento oferecido ao instituto pelos Estados nacionais, o que só é obtido através do respeito a essa via jurisdicional. No entanto, para que a arbitragem esteja apta para exercer sua função pública, é preciso muni-la de substrato jurídico que respalde suas decisões e a proteja da insegurança dos aplicadores do direito.

Para ilustrar o que se diz e fazendo recurso, novamente, ao caso paradigmático da Petrobras, a ausência de coordenação normativa em nível global fez com que em três países, Estados Unidos, Brasil e Holanda, a cláusula compromissória tenha tido a validade admitida de maneiras tão diferentes.

Enquanto o sistema norte-americano admitiu a existência e submissão dos litígios reparatórios à via arbitral (o que, entretanto, não excluiu a Petrobras da persecução administrativa própria), o sistema Brasileiro admitiu a cláusula compromissória, mas retirou a União, enquanto sócia, de seus efeitos, e o sistema holandês adotou o entendimento do idioma português como critério para sujeição.

Para além dos problemas processuais e econômicos decorrentes dessa situação, que serão abordados mais à frente, essa situação demonstra uma nítida intervenção dos Estados nacionais a depositar interesses próprios na conformação do instituto privado.

Essa questão se torna ainda mais relevante a partir do momento em que existe a possibilidade de vinculação, através de regulamento das bolsas de valores, a uma câmara arbitral específica.

²⁶⁶ WEBERBAUER, Paul Hugo. **Manifesto por um Direito comprometido internacionalmente**: um estudo crítico acerca da autonomia da vontade, a reformulação do estado nas relações contratuais privadas e suas repercussões no plano internacional. 2011. Tese (Doutorado em Direito) - Universidade Federal do Pernambuco, Recife, 2011.

Essa vinculação aprisiona um procedimento que tem, na maior das vezes, características transnacionais, a um Estado específico, que, conforme se demonstrou, pode não ser receptivo à arbitragem de forma a prejudicar e interferir no procedimento.

De fato, como adverte Gaillard, há uma aceitação crescente da ordem jurídica arbitral tanto pela própria jurisprudência arbitral quanto pelas ordens jurídicas nacionais²⁶⁷. Essa aceitação, no entanto, ainda não alcança a arbitragem no mercado de capitais que precisa, inicialmente, resolver suas questões próprias.

4.2.3 O problema do sigilo: tutela de interesses de acionistas e do mercado

A arbitragem carrega consigo a possibilidade de impor à resolução de disputa um componente que pode ser muito atrativo: o sigilo. O caráter público do processo estatal é substituído pelo sigilo arbitral, que muito embora não seja obrigatório pela lei, é a praxe em sede de tribunais arbitrais.

A tradicional pesquisa realizada pela Queen Mary University of London²⁶⁸ demonstrou que a confidencialidade é indicada como “muito importante” para 62% dos negociadores entrevistados.

De fato, a possibilidade de sigilo é uma das razões pelas quais comerciantes tradicionalmente optam pela arbitragem.²⁶⁹ O cerne do problema não está na escolha pelo sigilo arbitral, que substancialmente pode ser utilizado para resguardar interesses legítimos.

O imbróglio se põe à medida que esse direito vai de encontro aos, também legítimos, direitos à informação e à fiscalização, e dever de transparência, institutos que compõem a essência da governança corporativa, aplicados num ambiente carregado de interesse social, sobretudo quanto ao desenvolvimento econômico, tutelado pela própria Constituição Federativa da República do Brasil como fundamento da ordem econômica.

O caso paradigmático da Petrobras demonstrou que na grande parte das publicações de fatos relevantes que versavam sobre procedimento arbitral havia a limitação do conteúdo em razão da cláusula de confidencialidade.

²⁶⁷ GAILLARD, Emmanuel. **Teoria jurídica da arbitragem internacional**. Tradução: Natália Mizrahi Lamas. São Paulo: Atlas, 2014, p. 47.

²⁶⁸ QUEEN MARY, 2010.

²⁶⁹ FOUCHARD, Philippe; GAILLARD, Emmanuel; GOLDMAN, Berthold. **Traité de l'arbitrage commercial international**. Paris: Litec, 1996.

Em um dos fatos relevantes divulgados pela companhia, em resposta ao Requerimento da CVM, que pedia esclarecimentos de matéria de jornal na qual havia revelação da existência de sentença arbitral parcial na arbitragem movida pela Petros e Previ, no âmbito da CAM da B3, a Petrobras chegou a lamentar “a indevida divulgação, ocorrida de maneira contrária ao Regulamento da CAM”, para justificar a falta de divulgação do conteúdo.

No Regulamento do Novo Mercado da B3, na Seção XII, Arbitragem, em seu artigo 39, há a previsão de que “a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento”, quaisquer controvérsias que surjam oriundas da sua condição no mercado.

Indo ao Regimento Interno da Câmara de Arbitragem do Mercado da B3 há o item 6, denominado “Sigilo”, e no 6.1 a previsão expressa “Os procedimentos que tramitarem perante essa Câmara de Arbitragem deverão correr em sigilo”.

No item 6.2 está previsto que “a participação e o acesso a documentos relativos aos procedimentos arbitrais são restritos ao Tribunal Arbitral, ao Secretário-Geral, funcionários desta Câmara de Arbitragem, bem como às partes do litígio e seus advogados ou procuradores”.

A única mitigação dessa confidencialidade está definida no item 6.3, que define que “na publicação da sentença arbitral, a tese e os fundamentos jurídicos definidos pela sentença poderão ser objeto de divulgação, independentemente do consentimento das partes, desde que suas identidades não sejam reveladas”.

Há, portanto, uma possibilidade de divulgação do conteúdo das sentenças, tão-somente, mas sem a vinculação das partes envolvidas, ao contrário do sigilo que não é tratado como um poder, mas como um dever das companhias listadas nesse segmento.

Na análise comparada, a possibilidade de sigilo não é unânime dentre as instituições arbitrais. A *Corte de Arbitraje de Madrid* é uma das poucas instituições que, assim como na CAM da B3 Brasil, admite o sigilo²⁷⁰.

No conjunto de regras do *Deutsche Institution für Schiedsgerichtsbarkeit*, alemão, no anexo 5, intitulado *Ergänzende Regeln für gesellschaftsrechtliche*

²⁷⁰ CAM. **Reglamento**. Madrid, 2021. Disponível em: <https://www.arbitramadrid.com/>. Acesso em: 10 jun. 2021.

*Streitigkeiten*²⁷¹, há a descrição de uma série de procedimentos com intuito de garantir a informação dos diversos acionistas acerca da existência e dos termos de uma arbitragem em curso.

Na Associação Portuguesa de Arbitragem (APA), há a indicação de que a “ação arbitral societária deve ser registada e publicitada nos mesmos termos da ação judicial societária”²⁷².

Saindo da esfera privada, a Instrução Normativa 358 da CVM, ao tratar sobre o dever de transparência, prescreve que fato relevante é “[...] 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” na tomada de decisões por parte dos *stakeholders*.

De forma ainda mais específica, a instrução determina que a informação deve ser divulgada se vier a influenciar: (i) na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados; (ii) na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários, ou; (iii) na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

Em seu turno, a Instrução Normativa nº 480 da CVM determina a obrigação da companhia em emitir informações²⁷³ sobre os processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que figurem como parte, discriminando as informações “que não estejam sob sigilo”.

Em ambas as instruções há uma imposição, de natureza subjetiva, direcionada às companhias abertas, cuja divulgação pode ser evitada sob o argumento do sigilo, que é eleito a cargo das próprias companhias. Nos processos sob o manto da confidencialidade a IN 480 resume a obrigação de “analisar o impacto em caso de perda e informar os valores envolvidos”.

No caso em estudo fica claro que tampouco essas informações foram passadas ao mercado nos diversos procedimentos arbitrais nos quais a Petrobras esteve ou está envolvida.

²⁷¹ Tradução livre do autor: Regras suplementares para disputas corporativas.

²⁷² APA. **Conselho de arbitragem societária**. Lisboa, 2021. Disponível em: <https://www.arbitragem.pt/pt/conselhos/Conselho-de-Arbitragem-Societaria/146/>. Acesso em: 10 jun. 2021.

²⁷³ As informações requeridas pela instrução normativa são: a) juízo; b) instância; c) a data de instauração; d) partes no processo; e) valores, bens ou direitos envolvidos; f) principais fatos; g) se a chance de perda é: provável, possível ou remota; h) análise do impacto em caso de perda do processo e; i) indicar o valor total provisionado, se houver.

Essa situação é prejudicial por diversas razões, pode-se dizer que o sigilo aplicado na arbitragem envolvendo companhias abertas é um problema em si, e o sigilo é a causa de outros problemas.

O sigilo é um problema em si porque ele impõe a falta de informações a um mercado que se alimenta da transparência. A afirmação de que “a informação tem valor” tem implicações econômicas. “A informação se assemelha a quaisquer outros bens para os quais há um mercado, preços, fornecedores e compradores, bons produtos, maus produtos e custos de transação”²⁷⁴.

Foi em meados do século XX que teve início, no direito anglo-saxão e posteriormente nos países da Europa Ocidental, a discussão envolvendo os deveres de informação nas companhias, motivados pela celeridade com que se desenvolviam os mercados financeiros e pela necessidade de proteção dos investidores, sobretudo os minoritários.

Considerado enquanto um direito de primeira geração²⁷⁵, o direito à informação, em seu sentido amplo, já estava previsto na Declaração Francesa de 1789, ao afirmar que a liberdade de opinião, livre comunicação de ideias e conceitos se consideram enquanto bens pertencentes aos mais preciosos direitos do homem.

Numa perspectiva pública, a liberdade de informação está abrangida no âmbito dos direitos fundamentais, configura-se como um dos alicerces do Estado Democrático de Direito, garantidora da transparência e da fiscalização dos poderes públicos, a salvaguarda de todos os outros direitos fundamentais.

Embora não se possa fazer uma transferência exata entre as esferas pública e privada, as justificativas utilizadas para garantir o direito à informação de um acionista dentro da estrutura de uma companhia, aproveita-se das justificativas pensadas para aquela.

O processo de difusão interna que marca o início das discussões acerca do direito à informação nas sociedades anônimas, tinha como intuito limitar os poderes dos grupos de controle das companhias, a assegurar os direitos das minorias, a partir da tutela dos direitos individuais dos acionistas.

²⁷⁴ DIAS, Luciana Pires. **Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários**: um estudo empírico das transações com partes relacionadas”. 2014. Tese (Doutorado em Direito) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

²⁷⁵ LAFER, Celso. **A reconstrução dos direitos humanos**: um diálogo com a contribuição de Hannah Arendt. São Paulo: Companhia das Letras, 1998, p. 241.

O advento da *Securities and Exchange Act*, no ano de 1934, vem como uma resposta ao mercado, a partir da prescrição da transparência enquanto remédio para uma crise ocasionada pela falta de prestação de informação adequada pelas companhias.

É fato que as definições de onde, quando, quanto e de que forma vai se investir passa, evidentemente, pela informação que se detém de uma companhia, dentre elas, a avaliação de litígios nos quais ela está envolvida. Mas o dever de informar vai além da tutela do direito do sócio.

Muito embora o dever de informação destinado aos acionistas tenha sido concebido a partir da necessidade de garantir direitos aos minoritários, logo em seguida se mostrou enquanto essencial para o bom desenvolvimento dos mercados financeiros, ao passo que, ao informar o acionista da companhia, garantia a tutela do interesse público de transparência nas negociações do mercado.

As literaturas jurídica e econômica buscam hoje evoluir de forma a encontrar mecanismos que diminuam as assimetrias informacionais entre sócios, como forma de garantir um ambiente econômico equilibrado, mitigar os riscos do mercado e evitar crises.

Quando a arbitragem nesse ambiente negocial ocorre de maneira confidencial, tem-se uma série de informações que ficam restritas ao grupo de pessoas participantes do procedimento, dando-lhes vantagens impróprias em relação aos outros agentes do mercado.

Uma das principais características da informação, enquanto bem público do mercado de capitais, é o seu caráter perecível. É possível, e bem provável, que em muito pouco tempo após produzida essa informação se torne obsoleta ou inútil²⁷⁶.

O objetivo dos agentes de mercado, acionistas, controladores, bolsas de valores, instituições arbitrais e Estado deve ser, portanto, o de garantir o mais rápido e amplo acesso à informação e não criar obstáculos ao seu acontecimento.

O sigilo imposto ao procedimento arbitral obsta, em última análise, o próprio processo de formação e evolução do Direito, enquanto organismo vivo e autopoietico que se origina e se reinventa em si mesmo através de seus mecanismos e processos de decisão.

²⁷⁶ DIAS, 2014.

Para além da confidencialidade enquanto um problema em si, o sigilo é a causa de outros problemas porque, ao impedir o acesso de diversos interessados ao conteúdo dos autos de um procedimento arbitral, cria-se em cadeia uma série de prejuízos processuais e sistêmicos, a partir, dentre outros, do risco de decisões conflitantes, da possibilidade de prejuízo material a acionistas, de tratamento diferente entre acionistas, de não conhecimento das decisões em matéria societária, a obstar a própria formação e evolução do direito.

4.2.4 Problemas processuais e tratamento diferente entre acionistas

Completando a lista dos riscos existentes a partir da não uniformização das regras aplicadas ao uso da arbitragem no ambiente do mercado de capitais, estão os riscos processuais que podem oferecer a acionistas, numa mesma posição, tratamentos diferentes.

Conforme já se advertiu, um dos pilares nos quais se sustenta a governança corporativa é o tratamento equânime entre acionistas, independentemente da posição relativa que ele ocupa frente ao capital social.

Para que a arbitragem possa ser considerada um mecanismo “eficaz, consistente e capaz” de assegurar segurança jurídica, a arbitragem no mercado de capitais “depende do efeito erga omnes da sentença arbitral” e “precisa evitar sentenças divergentes sobre disputas praticamente idênticas ou reembolso cobrado na mesma situação por diferentes acionistas”²⁷⁷.

Os problemas processuais derivados do sigilo e da falta de respaldo jurídico das instituições para o tratamento de demandas coletivas, vão desde o surgimento do conflito até depois de prolatada a sentença.

Inicialmente, aquele acionista que não teve contemplado o seu acesso à informação, e a ele não foi dada a oportunidade de participar enquanto parte num procedimento arbitral tem, nesse momento, o seu direito de acesso à justiça prejudicado. “O efeito erga omnes da sentença arbitral depende da efetiva possibilidade de todos os sócios participarem do processo arbitral”²⁷⁸.

Além disso, dada a natureza coletiva dos litígios e a sua complexidade, a maneira mais viável de buscar salvaguardar direitos coletivos no âmbito do mercado e acionário é, de fato, através da persecução conjunta de acionistas minoritários,

²⁷⁷ SESTER, 2019, p. 36.

²⁷⁸ SESTER, *loc. cit.*

que sozinhos dificilmente conseguiriam suportar todos os custos atrelados ao processo.

Há também os riscos relativos à sentença e seus efeitos, nomeadamente, o risco de haver decisões contraditórias e, ou, decisões fundamentadas em razões diversas.

Todos esses riscos põem em ameaça a eficácia da própria decisão arbitral e da celeridade do procedimento, uma vez que podem gerar nulidade ou tornar demasiadamente longo um processo que, deliberadamente, foi pensado para ser curto e efetivo através da via arbitral.

O caso paradigmático da Petrobras demonstra que, no direito interno brasileiro, não há garantia de tratamento uniforme entre os acionistas que demandaram contra a companhia, seja judicialmente, seja perante a CAM da B3.

Essa realidade se torna ainda mais evidente na perspectiva transnacional. Atualmente, nos três países em que se documenta demanda coletiva contra a companhia pelos mesmos fatos – danos decorrentes dos atos evidenciados na operação Lava Jato – a saber: Brasil, Estados Unidos e Holanda, há três tratamentos absolutamente diferentes.

Enquanto no continente norte-americano a companhia informou o valor provisionado, resultado do cálculo de expectativa da transação econômica com os acionistas, garantindo-lhes acesso à informação e expectativa de direito, aqui no Brasil a companhia, passados mais de quatro anos do início das demandas junto à B3, os minoritários seguem sem informação e segurança jurídica quanto à reparação dos danos alegados. A demanda que ocorre na Holanda, por sua vez, segue critérios próprios e distintos daqueles utilizados nos outros dois países.

A ausência de parâmetros uniformes para garantia de eficácia da cláusula compromissória, em âmbito transnacional, retirou da arbitragem a competência para julgamento da demanda, nos termos do Estatuto da companhia brasileira, gerando como uma de suas consequências o tratamento desigual entre acionistas a manifestar a atual insegurança quanto às consequências de todos os atos até aqui praticados.

É preciso que haja previsibilidade e segurança jurídica, quanto à eficácia do método adotado para a solução de conflitos, desde a composição do tribunal arbitral, durante o curso do processo, até o cumprimento, eventualmente, forçado da

sentença arbitral. Esses atributos são essenciais para a garantia dos interesses do mercado, que a arbitragem, enquanto instituição, tem de promover²⁷⁹.

O grande desafio é regulamentar a arbitragem para torná-la mais segura sem, no entanto, transformá-la em instituição extremamente burocrática.

²⁷⁹ ALMEIDA, Ricardo Ramalho. A hipótese de uma ordem jurídica arbitral autônoma. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 50, jul./set. 2016.

5 NECESSIDADE DE UNIFORMIZAÇÃO GLOBAL PARA PRESERVAÇÃO DA ARBITRAGEM ENQUANTO MÉTODO INDICADO PARA RESOLUÇÃO DE CONFLITOS SOCIETÁRIOS NO MERCADO DE CAPITAIS

5.1 A DEMONSTRAÇÃO DA NECESSIDADE DE REGULAÇÃO SOBRE O TEMA

Algumas premissas foram construídas até aqui com o intuito de evidenciar parte das fragilidades existentes na utilização da via arbitral por acionistas, administradores e diretores de companhias que operam no mercado de valores mobiliários.

Demonstrou-se que no interdependente mercado de capitais não há coordenação entre Estados, quanto às regulamentações internas acerca da possibilidade de adoção da cláusula compromissória em estatutos de companhias abertas, e, mesmo quando se é permitida, há diferenças significativas quanto ao local em que estão inseridas as linhas que devem delimitar o seu conteúdo.

Evidenciou-se, também, os problemas de ordem material e processual decorrentes da possibilidade de se adotar a confidencialidade em procedimentos arbitrais, sobretudo nos conflitos que são intrínsecos a esse ambiente, em que há interesses metaindividuais envolvidos.

Para além disso, ainda com a finalidade de ilustrar e não de encerrar a problemática posta, percebeu-se que os Estados não estão, via de regra, internamente preparados para demandas arbitrais coletivas, seja por ausência de regulamentação própria, seja pela natural heterogeneidade e multinacionalidade das partes, a desencadear diversos outros problemas de caráter estrutural, especialmente quanto ao reconhecimento e eficácia das decisões.

Poder-se-ia, então, questionar a adequação da utilização da arbitragem no mercado de capitais, que tem se justificado diante das suas vantagens comparativas, sobretudo em relação à jurisdição estatal, conforme já demonstrado neste mesmo estudo, em capítulos anteriores. A solução que parece mais adequada, no entanto, parece ser a de não abandonar a possibilidade de adoção da resolução de conflitos através da arbitragem, mas promover alguns ajustes urgentes.

Historicamente, desde o reconhecimento da existência das chamadas falhas de mercado e do amadurecimento da análise econômica, a discussão sobre a necessidade, ou desnecessidade, de regular o mercado de capitais tem dado lugar a

um debate mais profundo onde se discute a estruturação de um sistema regulatório realmente efetivo e eficiente²⁸⁰.

Na simbiótica relação entre a regulação do mercado de capitais e do instituto arbitral, necessária para o enfrentamento adequado do tema, é fundamental estar atento às necessidades regulatórias que surgem dos dois institutos.

Se por um lado, os três imperativos regulatórios do ambiente negocial, que há muito estão presentes nas discussões empíricas e científicas, são a proteção do investidor, a integridade do mercado e a prevenção quanto ao risco sistêmico²⁸¹, por outro, é preciso garantir que a arbitragem alcance sua finalidade máxima: proporcionar acesso à justiça ao passo em que promove segurança jurídica.

É dever de todos os agentes que transitam e atuam no mercado de capitais a manutenção da integridade do mercado²⁸². O objetivo da regulação da arbitragem no mercado de valores mobiliários deve ser, portanto, o de buscar, tanto quanto possível, minimizar os riscos existentes e proporcionar estabilidade, ao tempo em que garante o acesso à justiça, em seu sentido mais amplo.

A regulação em sentido amplo, aqui compreendidas heterorregulação e autorregulação, que acontece no âmbito do mercado de valores mobiliários, tem um propósito indispensável: resolver os problemas decorrentes da assimetria informacional e buscar alcançar a eficiência do sistema econômico.

A missão, no entanto, não é simples, uma vez que o objeto de estudo é um local naturalmente oscilante. Há uma instabilidade própria dos mercados, que não decorre da incompetência dos agentes reguladores, da ignorância ou de qualquer outro fator externo. A fragilidade do sistema financeiro é, naquela visão defendida por Minsky, natural e endógena ao sistema em si.²⁸³

Para além disso, os tratamentos nacionais dedicados ao tema têm se mostrado insuficientes, especialmente porque os resultados gerados pela adoção da via arbitral, envolvendo agentes das companhias abertas, não costumam limitar-se às fronteiras dos Estados.

²⁸⁰ STIGLITZ, Joseph. Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation. In: BALLEISEN, E.; MOSS, D. (ed.). **Government and Markets: Toward a New Theory of Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010, p. 13-51.

²⁸¹ IOSCO, [s.d.].a.

²⁸² GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida. **Arbitragem na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) e de Madrid (BME)**. São Paulo: Casa do Direito, 2019.

²⁸³ MINSKY, P. Hyman. **Stabilizing na unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

Conforme se viu nos capítulos que antecederam, um dos efeitos da globalização econômica e do pluralismo jurídico é a ascensão de diferentes atores econômicos na formação das regras aplicadas aos mercados transfronteiriços, em detrimento da centralidade de sistemas jurídicos estatais isolados e desconexos.

Esse pluralismo se materializa na concepção da coexistência de ordens jurídicas distintas, autônomas, que habitam num mesmo espaço sociopolítico, inter cruzando-se e penetrando-se de maneira contínua.²⁸⁴

De fato, no atual cenário de variedade de fonte jurídica e regulatória, as relações negociais estão a ser normatizadas por instâncias diversas tanto em forma quanto em conteúdo, a demonstrar que os locais de realização do Direito se encontram, agora, difusamente distribuídos.

Pode-se resumir a existência de um direito global, enquanto produto da realidade econômica posta, marcado por características próprias: conjunto de regras que se refere às relações de justiça que afetam a humanidade; atravessando as fronteiras territoriais criadas pela modernidade; desenvolvendo-se de maneira interdependente, através da atuação mútua de agentes públicos e privados plurais, a partir da edição de normas gerais e abstratas.

É nessa concepção pluralista, que parte de uma relação de troca e complementaridade entre agentes, entidades, organizações e pessoas, nacionais e internacionais, públicas e privadas, que deve se situar a fonte jurídica da qual surge a solução para os problemas envolvendo a utilização da arbitragem no mercado acionário.

Não existirá tratamento eficaz e eficiente sobre o assunto fora do ambiente global onde as relações são, em sua origem e efeitos, essencialmente, transfronteiriças, com grande aptidão para impactar o mercado através de uma reação em cadeia, própria deste ambiente negocial.

Problemas globais exigem soluções igualmente globais, sob pena de se reduzir, de forma errônea, o nível de complexidade que é próprio das questões que envolvem a multiplicidade de partes e Estados, apenas para que se adequem ao modo positivista estatal de resolver conflitos.

²⁸⁴ FARIA, 2002, p. 15.

O que se pode depreender disso tudo é que há riscos na utilização da arbitragem no ambiente do mercado de capitais se não houver alterações significativas na realidade posta, através de uma coordenação global.

A partir do cenário acima descrito, a pergunta que surge imediatamente é: qual seria a forma ideal de se alcançar os objetivos pretendidos, de segurança jurídica e econômica, através da regulação do uso da arbitragem no mercado de capitais? Esta é uma das perguntas que este capítulo se propõe a responder.

5.2 ENFRENTAMENTO DAS QUESTÕES MATERIAIS E PROCESSUAIS

Muitos são os problemas que envolvem a eleição da via arbitral como forma de resolução dos conflitos que surgem no mercado de valores mobiliários. Não se pretende aqui encerrar a identificação de questões que demandam estudo e atenção por parte da comunidade jurídica global, mas contribuir com a demonstração daqueles que, na visão deste estudo, correspondem às necessidades mais prementes.

Conforme já se esclareceu anteriormente, um dos objetivos desta tese é o de contribuir para a discussão acerca da necessidade de uma regulação adequada à utilização da arbitragem entre agentes das companhias abertas.

Não se pretende, no entanto, propor um bloco de soluções encaixáveis aos problemas demonstrados de modo único, justo, completo e suficiente, para suprir as questões problemáticas levantadas e resolvê-las, sob pena de este estudo estar fadado, em intuito, ao insucesso.

Os problemas que envolvem o objeto aqui estudado são complexos e, além disso, são vivos, orgânicos, surgem e se apresentam diuturnamente, em forma de teoria ou prática, e sobre eles cabe o se debruçar da comunidade jurídica, apontando suas contribuições e enfrentamento.

A partir do levantamento realizado com a pesquisa, elencou-se o que a necessidade urgente de discussão faz merecer uma análise cuidadosa neste momento: a coletividade do litígio; a multilocalização das partes e o potencial de globalidade de seus efeitos; a necessidade de tutela dos interesses metaindividuais envolvidos; e a compatibilização da utilização do sigilo diante das regras de transparência do mercado.

Cada um desses problemas, merecem e requerem análise sob uma perspectiva individual, aprofundada e exigente, dada sua complexidade, o que não seria realizável aqui. O que se trará nas linhas seguintes será um apanhado do que já foi proposto enquanto contribuição pelos estudiosos do tema, comunidade acadêmica e entidades e organizações nacionais e supranacionais dedicadas ao assunto.

5.2.1 A multilocalização das partes, o potencial de globalidade de seus efeitos e a insuficiência da regulação atual existente no âmbito global

A necessidade de regulação é ainda mais evidente quando se analisa, além dos demais problemas já levantados neste estudo, a ausência de uma coordenação específica que traga regras coordenadas sobre o assunto em âmbito global, onde se situam as relações que ocorrem no mercado de capitais.

Que é urgente e necessária a regulação da utilização da arbitragem no mercado de capitais, é uma das principais conclusões a que este estudo chega após a pesquisa realizada. No entanto, é preciso que esta criação de regras da atividade jurídica e econômica seja coerente com o desenho de tendências, necessidades e possibilidades de um mercado de valores mobiliários globalizado e interdependente.

A propositura de soluções precisa ser compatível com o pluralismo jurídico atual, que subverteu a antiga lógica da exclusividade estatal na regulação do mercado e abriu espaço para que a heterorregulação e a autorregulação se complementem, a partir da edição de normas novas e diversas, advindas de fontes jurídicas multilocalizadas.

Por tudo o que já foi até aqui construído, em caráter empírico ou abstrato, sobre a falta de aptidão dos Estados nacionais para resolver problemas que são, em origem e efeitos, globais, restou evidenciado também que as legislações próprias dos países, quando analisadas individualmente, disciplinam muito pouco sobre o tema, sendo incapazes, ainda que do ponto de vista do Direito interno, de resolver os problemas até então propostos.

Utilizando como exemplo a experiência brasileira, não há norma, de qualquer natureza, apta para dar solução às demandas expostas, resume-se a poucas menções ao instituto, sem adentrar em qualquer profundidade.

Em outros países como a Itália, não é internamente permitida a utilização da via arbitral na solução de controvérsias que envolvam sociedades de capital aberto,

por proibição expressa do ordenamento jurídico local, expressado no artigo 34, 1, do Decreto Legislativo 5/2003.

Do ponto de vista do direito internacional, algumas normas, diplomas, tratados, leis modelos, tratam sobre assuntos que conversam com a regulação da arbitragem no mercado de capitais, mas nenhum capaz de satisfazer as necessidades próprias desse ambiente negocial. Apesar de versarem sobre temas correlatos, não respondem adequadamente aos problemas existentes, conforme será demonstrado.

Alguns documentos foram editados, por pessoas de direito público e privado, com o intuito de tratar sobre a utilização da arbitragem que envolve negócios no cenário supranacional.

Com o objetivo de proporcionar maior uniformidade em matérias comerciais no âmbito internacional, a *United Nations on International Trade Law* (UNCITRAL), em português, a Comissão das Nações Unidas para o Direito do Comércio Internacional, tem por prática a edição de Leis Modelos, consistentes num conjunto de regras, a disciplinar relações negociais entre agentes internacionais do comércio, servir de modelo para os Estados nacionais, e que podem ser aplicadas contratualmente através de um acordo de vontades, de natureza voluntária.

Não há qualquer obrigatoriedade ou subordinação dos agentes do comércio quanto à submissão às regras editadas pela UNCITRAL. O objetivo do órgão das Nações Unidas é trazer segurança jurídica ao ambiente internacional, através do estudo, pesquisa, análise que dão origem a um conjunto de regras que cooperam para um melhor e mais adequado tratamento dedicado ao tema.

A Lei Modelo da UNCITRAL sobre Arbitragem Comercial Internacional, editada no ano de 1985, e com as alterações promovidas em 2006, inclui regras de conduta nos procedimentos arbitrais e de conciliação, sugestões sobre organização e condução de procedimentos de arbitragem, e guias jurídicos sobre contratos de construção industrial e de trocas comerciais.

A Lei Modelo versa sobre pontos bem relevantes para a arbitragem em geral, pois adentra em pontos importantes para o fortalecimento do instituto no âmbito global, tais como: a forma adequada da convenção de arbitragem, para que supra as condições necessárias de validade; matérias de jurisdição, do local e idioma da arbitragem; sobre como deve ser a composição do tribunal arbitral; dentre outros dispositivos.

O documento tem um papel super relevante no amadurecimento da discussão sobre o reconhecimento e execução das sentenças arbitrais nos países diversos, nos moldes e em afinidade com a Convenção de Nova York, de 1958.

A Convenção de Nova York, que foi integrada ao ordenamento jurídico brasileiro no ano de 2002, através do Decreto 4.311, talvez seja um dos mais importantes diplomas a tratar sobre a arbitragem. Trata, especificamente, sobre a homologação e execução da sentença estrangeira, e tem uma ampla aceitação, uma vez que foi assinada por todos os países de relevância econômica à época da sua promulgação.

O texto traz as condições necessárias para que uma sentença arbitral que tenha sido proferida em um determinado país possa ser executada em um país diverso, com respeito à autoridade arbitral e ao conteúdo decisório, desde que a matéria possa ser arbitrável no país de destino e que os dispositivos não sejam contrários à ordem pública.

Ainda sobre o assunto, mas com menos relevo no ambiente global, foram editados dois diplomas: a Convenção Interamericana sobre Arbitragem Comercial Internacional, de 1975, e a Convenção Interamericana sobre Eficácia Extraterritorial das Sentenças e Laudos Arbitrais Estrangeiros²⁸⁵, documentos editados no âmbito da Organização dos Estados Americanos (OEA).

A primeira convenção foi internalizada pelo Brasil pela edição do Decreto nº 1.902 de 1996, e num texto enxuto, traz algumas poucas regras sobre procedimento, reconhecimento e execução de sentenças arbitrais.

A segunda, introduzida no ordenamento pátrio pelo Decreto Legislativo nº 90 de 1995, cria algumas referências para determinação na nacionalidade da sentença arbitral, além de especificar que tipo de litígios seriam arbitráveis pelo critério da patrimonialidade.

Apesar do reconhecimento da importância dessas Convenções para o fortalecimento do instituto arbitral, sobretudo em relação à aceitação da sentença *estrangeira* (termo utilizado no texto do diploma), cabe registrar as críticas realizadas no capítulo anterior ante a necessidade de superação da classificação das sentenças enquanto nacionais ou estrangeiras, para dar lugar à aceitação da arbitragem internacional enquanto jurisdição autônoma, na qual homologações para

²⁸⁵ Também conhecida como Convenção do Panamá.

execuções não são necessárias, e o controle da exequibilidade da decisão acontece quando há dúvidas sobre a sua compatibilidade com o ordenamento do local de execução, desde que motivado o juízo Estatal para tanto.

Ocorre que, apesar da grande contribuição que todas estas iniciativas regulatórias trouxeram para a maturação da arbitragem no ambiente negocial internacional, em relação à arbitragem que ocorre no mercado de capitais são absolutamente insuficientes.

Isso porque não abarcam as já postas características intrínsecas da utilização da arbitragem pelos agentes do mercado acionário, como a coletividade do litígio, a necessidade de proteção aos interesses metaindividuais e os problemas decorrentes do sigilo, apenas para utilizar exemplos.

O enfrentamento dessas questões, apesar de ter ganhado mais espaço nas discussões científicas e acadêmicas, assim como no interior das instituições dedicadas ao tema, ainda não resultou em uma efetiva coordenação global, dedicada a criar diretrizes sólidas, que ponham fim à insegurança jurídica e econômica já instalada.

5.2.2 A coletividade do litígio

Há um evidente aumento da preocupação da comunidade internacional nos últimos anos sobre o assunto. A prova disso é que o Comitê de Governança Corporativa da OCDE publicou, em novembro de 2020, um relatório sobre Execução Privada dos Direitos dos Acionistas, onde faz uma comparação de nove jurisdições selecionadas e aponta alternativas de políticas voltadas para o Brasil.

O documento elaborado pela OCDE em parceria com a Comissão de Valores Mobiliários e o Ministério da Economia contou com a participação de partes interessadas brasileiras e uma seleção de especialistas do Brasil, Alemanha, Israel, Reino Unido, Estados Unidos, além do secretariado da OCDE, e priorizou duas áreas específicas: o uso de ações derivadas e a arbitragem coletiva.

Segundo o relatório, o objetivo subjacente do estudo é fortalecer a estrutura do Brasil para a aplicação dos direitos dos acionistas em alinhamento com o Princípios de Governança Corporativa do G20 / OCDE e, em particular, com o

Princípio que afirma que “todos os acionistas devem ter a oportunidade de obter reparação efetiva por violação de seus direitos”²⁸⁶.

É compreensível que, estando o Brasil atualmente no epicentro das discussões envolvendo a reparação do acionista através da jurisdição arbitral, sobretudo pelo desdobramento das demandas envolvendo a Operação Lava Jato, o país esteja na zona de interesse das discussões e aprofundamentos sobre o tema, que, saliente-se, é atualmente um problema em escala global. Alinhar, portanto, a utilização da arbitragem com os princípios da boa governança é a maior dificuldade que se impõe.

Um dos grandes problemas enfrentados em disputas envolvendo o mercado de capitais é que os danos sofridos pelos investidores, quando analisados do ponto de vista individual, geralmente não envolvem montantes significativos. Não é incomum que o único meio economicamente viável de recuperação seja o contencioso por meio de mecanismos coletivos²⁸⁷.

Por esta razão, as demandas coletivas ocupam lugar de destaque nos mecanismos para a aplicação privada das regulamentações do mercado de capitais de diversos países, assim como no modelo norte-americano.

Conforme já se demonstrou, muitos Estados não preveem a arbitragem coletiva no mercado de capitais e alguns daqueles que o fazem, a exemplo do Brasil, sequer tem norma interna regulando a utilização do instituto, fazendo com que muitos estudiosos se perguntem se essa opção foi, de fato, a mais acertada.

O relatório da OCDE traz algumas recomendações para a utilização da via arbitral para demandas coletivas de forma segura, de modo que traga estabilidade às partes e evite decisões conflitantes, que envolvem uma série de medidas urgentes e necessárias.

Inicialmente, para que se parta do mínimo, a solução mais urgente que se impõe, e que vai ser melhor discutida adiante, é que é preciso estabelecer regras sobre divulgação de informações adequadas sobre arbitragem ao mercado, desde o seu início e durante todo o seu desenvolvimento. Esse tema, diante da sua importância, será analisado em tópico próprio.

Instrumento essencial em demandas coletivas, a intervenção de terceiros deve ser objeto de regulação também, uma vez que essa possibilidade é essencial

²⁸⁶ OECD, 2020.

²⁸⁷ OECD, 2020.

tanto para a validação da sentença quanto para a produção de seus efeitos *erga omnes*, pois permite que os interessados se expressem e participem do processo que resultará em uma sentença que os afeta também²⁸⁸.

A Associação Portuguesa de Arbitragem elaborou, no ano de 2016, dois anteprojetos que trazem inovações interessantes sobre o assunto: um intitulado Regime Jurídico da Arbitragem Societária²⁸⁹ e o outro Regulamento da Arbitragem Societária²⁹⁰.

Nesses documentos há a previsão de que o requerente do procedimento deve listar todas as partes potencialmente afetadas pela arbitragem, que deverão ser notificadas imediatamente do caso e terão o direito de intervir.

Conjuntamente, é preciso estabelecer regras sobre a constituição do tribunal arbitral. Na arbitragem multipartes podem surgir problemas quanto à nomeação de árbitros, uma vez que a regra de que cada parte deve nomear um árbitro só funciona adequadamente em arbitragens envolvendo dois lados opostos.

Se as partes não chegarem a um consenso após um prazo específico sobre quem será o árbitro único ou aquele apto a estabelecer a necessidade de se manter em número ímpar, este deverá ser estabelecido pelo próprio centro de arbitragem, que deverá indicar o árbitro único ou os coárbitros. Em última análise, caso a primeira opção não seja possível, deverá o presidente do tribunal ser nomeado pelos coárbitros anteriormente escolhidos²⁹¹.

Outros pontos de relevância merecem ser dissecados, como a necessidade de: determinar regras específicas sobre alocação de custos em arbitragem coletiva; discutir o estabelecimento de regras sobre a adequação da representação; criar normas prescrevendo termos e condições para financiamento de terceiros; além de determinar que os órgãos estatais de controle do mercado de capitais devam intervir no procedimento arbitral coletivo²⁹².

²⁸⁸ Idem.

²⁸⁹ ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE ARBITRAGEM. **Regime Jurídico da Arbitragem Societária**. Publicado em: 06 mai. 2016. Disponível em: https://www.arbitragem.pt/xms/files/PROJETOS_APA/Microsoft_Word_-_Regime_Juridico_Arbitragem_Societaria_V_Discussao.docx.pdf. Acesso em: 16 fev. 2022.

²⁹⁰ ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE ARBITRAGEM. **Regulamento da Arbitragem Societária**. Publicado em: 06 mai. 2016. Disponível em: https://www.arbitragem.pt/xms/files/PROJETOS_APA/Microsoft_Word_-_Regulamento_Arbitragem_Societaria_V_Discussao.docx.pdf. Acesso em: 16 fev. 2022.

²⁹¹ OECD, 2020.

²⁹² Idem.

O único país a regular especificamente as regras relativas à arbitragem coletiva são os Estados Unidos. No entanto, essas regras não estão previstas em lei, mas nos regulamentos de instituições arbitrais, como exemplo da *American Arbitration Association* e do *Judicial Arbitration and Mediation Service* (JAMS).

Sobre isso, conforme já se fixou, a criação de normas sobre a atividade jurídica e econômica deve ser desenhada de acordo com as tendências, necessidades e possibilidades de um mercado de valores mobiliários globalizado e interdependente, em compatibilidade com o pluralismo, garantindo que a heterorregulação e a autorregulação se complementem.

Este estudo defende a posição de que é necessário equalizar o conteúdo normativo de modo que a regulação não se torne rígida demais para acompanhar as mudanças e necessidades do mercado, e não tão incerta a ponto de permitir intervenção excessiva dos Estados-nação.

O relatório da OCDE sobre Execução Privada dos Direitos dos Acionistas contribui para o tema ao sugerir que caberia ao Estado admitir expressamente a arbitragem coletiva, o que esclareceria qualquer dúvida sobre sua utilização, e prever diretrizes genéricas quanto às salvaguardas processuais que devem ser respeitadas pelos centros de arbitragem. A partir daí, permitir que a autorregulação, através da atuação das câmaras e instituições arbitrais, delimitem e especifiquem essas regras²⁹³.

Aqui, defende-se que esta medida regulatória só se torna eficaz se fruto de um processo de uniformização global que preveja a aceitação recíproca da arbitragem coletiva, sob pena de risco de execução frustrada, tratamento desigual entre acionistas e quebra da isonomia.

Para além do caráter global, é igualmente essencial que o conteúdo regulatório preveja que os acionistas e o mercado tenham informações adequadas sobre o início e o desenvolvimento da arbitragem envolvendo companhias listadas, que deve ocorrer de forma pública, não confidencial²⁹⁴, conforme se detalhará a seguir.

5.2.3 A verificação da possibilidade de compatibilização da utilização do sigilo diante das regras de transparência do mercado

²⁹³ OECD, 2020.

²⁹⁴ Idem.

Já foi demonstrado que a assimetria informacional é um dos principais problemas com potencial de prejudicar o bom funcionamento do mercado de capitais. As informações formam um “ativo valioso e fundamental para as negociações no mercado e podem não ser as mesmas para todos os participantes (agentes econômicos) do mercado”²⁹⁵.

A desigualdade provocada pela dificuldade imposta no acesso a informações leva investidores a, naturalmente, tomarem decisões equivocadas, o que tem aptidão para gerar perdas e desequilíbrios no sistema como um todo.

Por outro lado, conforme se viu ao longo desse estudo, o sigilo do procedimento tanto está presente nos regulamentos de várias das principais câmaras de arbitragem, quanto foi elencado em pesquisas de mercado enquanto um dos principais atrativos da via arbitral.

A dificuldade que se impôs, portanto, foi a de analisar a possibilidade de compatibilização da utilização do sigilo da arbitragem diante das regras de transparência que são impostas ao mercado.

As desvantagens de lidar com litígios societários e de mercado de capitais sob o manto da confidencialidade são muitas. Além da assimetria de informações, impossibilita o desenvolvimento de um conjunto público de precedentes em questões que envolvam litígios corporativos, especialmente aqueles envolvendo empresas listadas²⁹⁶.

A confidencialidade também representa uma barreira relevante para a propositura de ação coletiva, ao passo em que permite que acionistas fiquem numa situação de total falta de informação adequada sobre a condução do procedimento arbitral, de modo a prejudicar, inclusive, a possibilidade de ingressar em ações coletivas ajuizadas por terceiros.

Proeminente na garantia do direito à informação, o ordenamento norte-americano é destaque na tutela da publicidade informativa, a quem é atribuída, inclusive, a criação do sistema de disponibilização pública de informações bastantes pormenorizadas sobre as sociedades de capital aberto, especialmente aquelas que estão listadas na *NYSE*.

Os *Securities Exchange Acts* de 1933 e 1934 já traziam a transparência enquanto imperativo regulatório do mercado de capitais. É relevante apontar que a

²⁹⁵ ASSAF, 2014, p. 39.

²⁹⁶ OECD, 2020.

regulação da informação no mercado norte-americano não tem, tradicionalmente, como alvo o acionista e sim o público em geral, enquanto titular do interesse no bom funcionamento do próprio mercado.

Tanto no ordenamento norte-americano como no Direito inglês, impera o princípio da *full disclosure*, pelo qual a regulação do conteúdo informativo destinado ao público em geral é demasiadamente intensa, de tal forma que pouco se fala sobre o direito à informação do acionista enquanto tal.

“Quando a arbitragem gira em torno de um assunto corporativo ou envolve o segmento de mercado de capitais, sua divulgação é do interesse de todos os acionistas na empresa em questão e, em última análise, do mercado como um todo”²⁹⁷.

A utilização da arbitragem no mercado de capitais, porém, têm dificultado que a transparência do mercado alcance sua maior amplitude já que, por regulamentação das câmaras ou por decisão das partes, a grande parte das demandas têm ocorrido sob o manto da confidencialidade, restando ao mercado pouquíssima informação, ou nenhuma.

Utilizando como exemplo o caso paradigmático da Petrobras, esmiuçado no capítulo anterior, o que se viu é que poucos foram os fatos relevantes divulgados ao mercado sobre a condução dos vários procedimentos arbitrais, instruídos com informações pobres, superficiais e limitadas, motivadas, em grande parte das vezes, por notícias que surgiam inicialmente nos veículos de imprensa e eram esclarecidos.

Diferentemente do processo judicial, que por regra é público, se não forem divulgadas ao mercado informações processuais sobre o litígio que se desenvolve na via arbitral, ao acionista, investidor, não restam alternativas para busca de informações sobre o andamento processual e as suas possibilidades de atuação se tornam manifestamente limitadas.

Registre-se haver parte da doutrina, especialmente brasileira, que se manifesta sobre a possibilidade de manutenção do sigilo das demandas arbitrais, sobretudo porque gerar informações importa em custos para a empresa.

Se encontra também na doutrina francesa a defesa de que “uma solução pragmática que se apoie na colaboração entre as partes e autoridade de regulação

²⁹⁷ Tradução do autor. OECD, 2020, p. 131.

parece possível, e muitas vezes suficiente, para tratar o conflito entre o imperativo de transparência e a preocupação com a confidencialidade da arbitragem”²⁹⁸.

Em que pese o respeito às opiniões postas, o fato é que não se pode falar em regulação envolvendo o mercado de capitais sem que se tenha a intenção de mantê-lo transparente. Não há mercado saudável sem informações boas, seguras e confiáveis:

Um dos pilares do mercado de capitais, o regime de *full disclosure* é vulnerado pela confidencialidade da arbitragem envolvendo litígios societários. O sigilo aumenta a assimetria de informações entre os agentes de mercado e até mesmo entre sócios de uma mesma sociedade e, conseqüentemente, diminui a eficiência do mercado de capitais²⁹⁹

No Brasil, o próprio órgão regulador, a CVM, em manifestação recente diz acreditar que “os deveres de comunicação hoje existentes não são suficientes para dar aos investidores das companhias abertas visibilidade adequada acerca de demandas envolvendo a companhia investida”³⁰⁰.

Mais uma vez, esse não é um problema que se limita à realidade brasileira. Em grande parte dos Estados-Membros da União Europeia, o ônus de verificar o cumprimento das obrigações de publicação é deixado para os investidores, que tendem a fazer muito pouco dependendo da cultura e tradições de seus estados³⁰¹.

Como as autoridades do mercado financeiro, das bolsas de valores e outros agentes reguladores atuam dentro de diferentes quadros legislativos e financeiros acabam por desenvolver diferentes práticas. Na grande parte das situações, essas funções desempenhadas funcionam apenas como um papel de verificação formal e uma declaração vazia de governança corporativa³⁰².

²⁹⁸ Tradução do autor. FAGES, Fabrice. “La confidentialité de l’arbitrage à l’épreuve de la transparence financière”. In: **Revue de l’Arbitrage**, Comité Français de l’Arbitrage, n. 1, p. 5-39, 2003, p. 37.

²⁹⁹ PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Temos que Repensar a Confidencialidade das Arbitragens Societárias. In.: YARSHELL, Flávio Luiz e PEREIRA, Guilherme Setoguti J (coord.). **Processo Societário**, Vol III. São Paulo: Quartier Latin, 2018, p. 227-228.

³⁰⁰ CVM. **Edital De Audiência Pública SDM nº 01/21**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/SDM0121Edital.pdf. Acesso em: 16 fev. 2022.

³⁰¹ COM. **Livro Verde**: O quadro da UE do governo das sociedades. Bruxelas: Comissão Europeia, 2011. Disponível em: <https://eurlex.europa.eu/legalcontent/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0164&from=EN>. Acesso em: 05 jan. 2020.

³⁰² Idem.

Poucos são os Estados-Membros da União Europeia que dispõem de autoridades públicas ou especializadas que tenham por competência a verificação, de forma exaustiva, das informações prestadas ao mercado³⁰³.

Além do papel estatal, a autorregulação sobre o assunto é essencial, através da prática colaborativa das pessoas jurídicas de direito privado que atuam no mercado de capitais.

No documento O Papel das Bolsas de Valores na Promoção do Crescimento Econômico e do Desenvolvimento Sustentável, resultado de estudos promovidos no âmbito da UNCTAD e da WFE, é demonstrado que o estímulo a uma maior transparência e divulgação de informações foram incorporadas às regras de listagem em 12 bolsas a partir de meados de 2017, como por exemplo, Hong Kong Stock Exchange, Singapore Stock Exchange, dentre outras³⁰⁴.

A pesquisa demonstra que embora os governos continuem sendo os mais atuantes na regulação de instrumentos de política voltados para divulgação de informações, os casos de sucesso da B3, bolsa brasileira, da *Bursa Malaysia*, *Johannesburg Stock Bolsa* e da Bolsa de Valores da Tailândia representam instâncias onde as bolsas de valores, através sua capacidade de influenciar o comportamento de suas companhias listadas, estão gerando com sucesso uma rápida absorção na divulgação de informações ao mercado³⁰⁵.

As Regras Suplementares para Arbitragens de Classe publicadas no âmbito da *American Arbitration Association*, trazem importante contributo para a regulamentação do assunto.

No texto da câmara norte-americana há a previsão de que a presunção de privacidade e confidencialidade, utilizada em procedimentos arbitrais, não se aplica a arbitragens coletivas, como é o caso aqui estudado. Para além disso, todas as audiências e documentações provenientes de demandas coletivas deverão ser publicizadas³⁰⁶.

³⁰³ Ibid.

³⁰⁴ UNCTAD. **The Role of Stock Exchanges in Fostering Economic Growth and Sustainable Development**. United Nations Publications, September 2017.

³⁰⁵ Idem.

³⁰⁶ Art. 9 da *American Arbitration Association Supplementary Rules for Class Arbitrations*: “Confidentiality; Class Arbitration Docket (a) The presumption of privacy and confidentiality in arbitration proceedings shall not apply in class arbitrations. All class arbitration hearings and filings may be made public, subject to the authority of the arbitrator to provide otherwise in special circumstances. However, in no event shall class members, or their individual counsel, if any, be excluded from the arbitration hearings. (b) The AAA shall maintain on its website a Class Arbitration Docket of arbitrations filed as class arbitrations. The Class Arbitration Docket will

A divulgação integral da arbitragem é aspecto fundamental para legitimar o próprio procedimento. O já mencionado relatório da OCDE sugere que as informações possam ser prestadas aos acionistas e investidores nas mais diversas formas: através de notificação pessoal, da protocolização do pedido de arbitragem nas juntas comerciais e da veiculação na internet³⁰⁷.

O atual estágio tecnológico da comunicação faz com que essas medidas sejam, além de desejáveis, possíveis. Preocupa-se não somente com a necessidade de tornar obrigatória a divulgação de informação, mas da promoção de um sistema que garanta a qualidade dessa informação e a acessibilidade do conteúdo aos interessados, sob pena de se promover a segregação informacional entre acionistas e, mais uma vez, tornar esse tratamento desigual.

A ausência de transparência pode ser, inclusive, dimensionada como um denegatório do direito fundamental de acesso à justiça, por aqueles que acreditam que a confidencialidade é uma das principais razões para os altos custos da via arbitral.³⁰⁸

5.2.4 A necessidade de tutela dos interesses metaindividuais envolvidos no mercado de capitais

Já foi dito aqui que há a possibilidade de que uma relação estabelecida entre pessoas que atuam no mercado de capitais seja de natureza, interesse e, em consequência, tratamento, estritamente privados, cujo conteúdo do objeto e a correspondente solução dos conflitos que surjam interessem, exclusivamente, às partes envolvidas.

É o caso, por exemplo, de uma disputa envolvendo um acordo celebrado entre acionistas sobre a compra e venda de um determinado valor mobiliário, de baixa representatividade do capital e sem nenhuma outra repercussão adicional à companhia.

*provide certain information about the arbitration to the extent known to the AAA, including: (1) a copy of the demand for arbitration; (2) the identities of the parties; (3) the names and contact information of counsel for each party; (4) a list of awards made in the arbitration by the arbitrator; and (5) the date, time and place of any scheduled hearings". AAA. **Supplementary Rules for Class Arbitrations**, 2010. Disponível em: https://www.adr.org/sites/default/files/document_repository/Supplementary%20Rules%20for%20Class%20Arbitrations.pdf. Acesso em: 15 fev. 2022.*

³⁰⁷ OCDE, 2020.

³⁰⁸ SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves notas sobre transparência e publicidade na arbitragem societária. **Revista de arbitragem e mediação**. v. 14, n. 52, pp. 63-69, jan./mar, 2017.

O cumprimento desse contrato diz respeito, exclusivamente, a essas partes envolvidas na negociação, razão pela qual eventual arbitragem que venha a discutir os seus termos não interessa à coletividade, nem representa o objeto de estudo desta tese.

Conforme já foi oportunamente delimitado, a regulação que se propõe a discutir sobre a utilização da arbitragem no mercado de capitais diz respeito àquelas demandas cujo objeto pertence aos acionistas individualmente e à sociedade como um todo, enquanto detentora do interesse do bom funcionamento do mercado de capitais.

Quando a instituição de um procedimento arbitral versa sobre assuntos corporativos envolvendo o mercado de capitais, o interesse sobre o litígio passa a ser de todos os acionistas na companhia em questão e, em última análise, do mercado como um todo³⁰⁹.

A partir de uma análise estrutural da sociedade anônima de capital aberto conclui-se que é imensurável a quantidade de possibilidades associativas, através da união de capital vindo de pessoa natural ou jurídica, sem qualquer espécie de relacionamento pessoal anterior que a justifique.

Neste mesmo sentido, a variedade de razões e motivos pessoais através dos quais as pessoas se tornam acionistas é, igualmente, imensa. Comporta-se numa mesma sociedade perfis inteiramente opostos, de pequenos a grandes acionistas, atraídos por motivações difusas, que vão desde o entusiasmo pela atividade desenvolvida, aposta na gestão empresarial ou, como comumente ocorre, objetivo de ver o investimento revertido em lucro.

Não existe *affectio* a unir os sócios de uma companhia aberta formada por sujeitos que, via de regra, sequer se conhecem, dada a multiplicidade de acionistas que comumente compõem esse tipo social.

Tanto o direito das sociedades quanto a posição que o acionista assume em relação à companhia são, fundamentalmente, influenciados pelo emprego que em determinado momento aquela sociedade desempenha no sistema econômico³¹⁰.

Os acionistas são os elementos constitutivos mais importantes de uma sociedade empresária, a falta de sócios leva à falta da própria essência social. É também dos acionistas, ou seja, da sua participação na sociedade, que decorrem os

³⁰⁹ OECD, 2020.

³¹⁰ SANTOS, 2006.

seus direitos e obrigações, dentre os quais se destaca o direito a ser informado e a ter sua participação protegida.

O direito à informação corporativa, que inicialmente foi estimulado e regulado pela necessidade de proteção dos sócios, é imediatamente entendido como um fator importante na manutenção do bom desenvolvimento dos mercados financeiros, pois não só protege os acionistas, mas também afeta os interesses públicos de transparência das transações do mercado.

Tanto é que é regulado por diversos Estados o dever de divulgar informações diretas e indiretas, compreendidas como indiretas aquelas informações que são destinadas ao público em geral e que pode reflexamente atingir o sócio, mas não lhe foi pessoalmente dirigida.

Tutela-se aqui, portanto, o direito a receber informações como obrigação que é dirigida ao próprio mercado financeiro, enquanto conjunto indeterminado de sujeitos sem participação social na companhia.

O ordenamento jurídico brasileiro, a título de exemplo, prevê instrumentos de tutela de direitos metaindividuais no mercado de capitais. A Lei 7.913 de 1989 preconiza que o Ministério Público tem legitimidade para propor ação civil pública com objetivo de evitar danos a investidores do mercado ou obter ressarcimento de danos já causados.

A lei brasileira fala que serão tutelados os interesses dos titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado, considerando aqui enquanto legitimados aqueles que não detêm nenhuma participação societária específica. Não há uma limitação aos acionistas, o conceito é mais amplo.

Embora possa ser dito que, na base, os interesses ou direitos aqui considerados sejam, em origem, individuais, sua ampla reprodução faz com que haja um interesse difuso na responsabilização daquele causador dos danos. Assim se apresenta justamente por estarem presentes os atributos de indeterminação e indivisibilidade, a autorizar a utilização da tutela coletiva³¹¹.

Essa realidade é resultado jurídico da própria evolução tanto do regime capitalista quanto da economia de massa. Quando se transpassa os estudos da ciência econômica, se reconhece a tutela jurídica de massa, ou seja, dos interesses

³¹¹ ZACLIS, Lionel. **Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.

metaindividuais voltados ao mercado de capitais³¹², que podem ser definidos enquanto intenção no acesso à transparência, à manutenção da credibilidade e da segurança jurídica do mercado de valores mobiliários³¹³.

Aqui já foi falado sobre a necessidade da transparência enquanto característica do mercado a partir da divulgação de informações claras, precisas e suficientes a respeito das companhias de capital aberto.

A credibilidade do mercado pode ser mensurada através da verificação a eficácia do sistema de fiscalização do mercado, a ser realizado pelos órgãos reguladores, através de um sistema preventivo e punitivo dos eventuais ilícitos, a ser executado pelos Estados nacionais³¹⁴.

Há também o direito a segurança jurídica, presente quando há previsibilidade nas regulações voltadas ao mercado, de forma a salvaguardar os interesses envolvidos.

Sendo o procedimento arbitral palco onde a jurisdição é exercida, é essencial que a utilização dessa via de resolução de litígios pelas sociedades anônimas de capital aberto esteja apta a garantir a tutela dos interesses metaindividuais aqui mencionados, sobretudo o de acesso à justiça.

Preocupa-se, aqui, não com o acesso à justiça na arbitragem em sentido estritamente formal, equivalente ao mero ingresso em juízo de uma parte. É preciso que a arbitragem seja palco de disputa societária que ofereça resposta adequada aos litigantes e à coletividade, e no mercado de capitais isso só é possível com dois elementos essenciais: transparência e oportunidade de intervenção.

Não é apenas uma companhia aberta no procedimento arbitral, mas uma coletividade de interesses, diretamente afetada pela decisão do Tribunal, sendo indispensável um esforço conjunto das partes, dos árbitros [...] e dos órgãos de regulação³¹⁵.

As relações estabelecidas no âmbito do mercado de valores mobiliários carregam consigo, para além das questões puramente privadas daqueles que submetem seu litígio a resolução arbitral, o interesse direto dos demais sócios e

³¹² MARTIN, Antônio; MACIEL, Karina Teresa da Silva. Mercado de capitais como sede dos direitos fundamentais difusos à igualdade informacional e de oportunidades. In: **Direitos especiais e tutela das minorias na atividade empresarial**. São Paulo: Editora Clássica, 2014, p. 212-239.

³¹³ *Idem*.

³¹⁴ MARTIN; MACIEL, 2014.

³¹⁵ LÉVY, Daniel de Andrade. Estudo comparado da arbitragem no mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil**, v. 49, n. 155/156, p. 275–300, ago./dez., 2010, p. 279.

investidores, e numa dimensão social o interesse da coletividade consubstanciado no desenvolvimento e na ordem econômica.

5.3 GOVERNANÇA CORPORATIVA, ARBITRAGEM E MERCADO DE CAPITAIS: COMPATIBILIDADE ATRAVÉS DA UNIFORMIZAÇÃO

O principal objetivo a que esta tese se propôs foi o de promover a análise da utilização da arbitragem no mercado de valores mobiliários frente aos princípios da governança corporativa.

Alguns questionamentos foram postos, sendo um de cunho eminentemente teórico, presente na indagação da possibilidade de coexistência de ambos os institutos – governança e arbitragem – no âmbito do mercado de capitais, verificada a amplitude conceitual de cada um.

A intenção era avaliar se há como conceber aplicabilidade para os dois conceitos de maneira plena, a partir da indagação de se a adoção da arbitragem pelas companhias abertas está apta para contemplar os princípios da governança corporativa, e em que medida a aplicação de um implica na necessidade de mitigação da abrangência do outro.

Estas inquirições precederam a busca pela resposta acerca da legitimidade da utilização da arbitragem no âmbito das sociedades anônimas de capital aberto, e quais os limites necessários para que se efetive o direito dos particulares de resolução de conflitos através da arbitragem, no âmbito do mercado de capitais, sem que sejam violados os princípios da governança corporativa.

Foi realizada análise crítica do conjunto regulatório – de ordem nacional e internacional, de natureza pública e privada – aplicável ao mercado de valores mobiliários, com intuito de verificar a existência de tutela normativa que resguarde os princípios próprios da governança ante a utilização da arbitragem, de modo a garantir a segurança jurídica necessária à utilização da arbitragem pelas companhias abertas na comunidade internacional.

Após tudo o que foi colocado aqui anteriormente a este capítulo, tanto da análise teórica, compreendendo a consulta a regulamentos de entidades privadas, a legislação de países diversos, acordos internacionais, quanto do estudo de caso dos desdobramentos envolvendo a Petrobrás e a Operação Lava Jato, percebeu-se que

a utilização da arbitragem no mercado de capitais, hoje, põe em risco a segurança do mercado e a garantia de acesso à justiça.

A partir dessa primeira verificação poder-se-ia concluir, de forma simplista e limitada, no entanto, que não se deveria recomendar a utilização da arbitragem no âmbito do mercado de capitais, de modo que o correto seria desmotivar o estímulo dessa via de resolução de conflitos para sociedades anônimas de capital aberto.

Adotar solução restritiva que impeça a utilização da arbitragem no mercado de capitais reflete o entendimento teórico fortemente presente no direito italiano, que optou pela proibição da utilização da via arbitral no mercado acionário, por, dentre outras razões, ofender aos direitos da multiplicidade de acionistas, geralmente existentes, nas *società per azione aperte*³¹⁶.

Por muitas razões essa via não pareceu a mais adequada. Ao analisar as vantagens inerentes à opção arbitral, viu-se que a especialidade, a celeridade, a aptidão para operar no cenário transnacional, a autonomia das partes, a flexibilidade e a escolha da norma aplicável, apenas para servir de exemplo, fazem com que a arbitragem seja não só atrativa, mas indicada para resolver os conflitos complexos que surgem no meio.

Ocorre que sem uma regulação adequada a arbitragem prejudica a segurança do próprio mercado de capitais. A análise teórica dos instrumentos normativos demonstra a insegurança mencionada, quando não garante previsibilidade para efeitos do uso do instituto. Não há, nem do ponto de vista interno dos países, nem na perspectiva transnacional, previsão regulatória apta a resolver os problemas que foram postos.

Caso não se considere suficiente para essa conclusão a análise abstrata, quando do estudo de caso envolvendo a Petrobrás percebeu-se que há uma multiplicidade de demandas judiciais e arbitrais sendo conduzidas paralelamente, em uma variedade de Estados, algumas de forma confidencial, de modo que o tratamento igualitário entre acionistas, o direito à informação e à prestação de contas confiáveis, pilares da governança corporativa, estão sendo constantemente violados.

Para ilustrar o que se diz, a falta de regras uniformes sobre a vinculação dos acionistas à cláusula compromissória e regras de transparência sobre o procedimento arbitral, fez surgir decisões esdrúxulas, como aquela proferida em solo

³¹⁶ Sociedades de capital aberto.

holandês, através da qual a Corte de Rotterdam utilizou o critério de entendimento da língua portuguesa para definir quem estaria submetido à arbitragem perante a CAM da B3, a demonstrar uma desconformidade de tratamento inadmissível.

As “relações societárias equilibradas não se acomodam mais na vetusta fórmula que associa exclusivamente o tamanho do risco do aporte realizado no capital social”³¹⁷, associado ao movimento da governança corporativa e das reivindicações dos minoritários, provocando, além do debate doutrinário, mudanças nas legislações, com viés de democratizar as relações intrassociais.

De certo que, como apontado pelo próprio autor, essa democracia só pode ser responsabilmente mencionada sob o ponto de vista metafórico. Não se pretende conceber à iniciativa privada os mesmos critérios democráticos da atuação pública. No entanto, não se pode mais ignorar a tendência mundial vigente de que investidores têm aportado seus investimentos conforme o nível de governança corporativa.

O maior objetivo da governança é promover um ambiente em que as relações possam se estabelecer de forma confiável para todos os interessados, e diversas regras de condutas foram criadas pautadas na crença da necessidade desse compromisso.

Para que seja possível a utilização da arbitragem no mercado de capitais é necessário que haja um fortalecimento do instituto arbitral e sejam fixadas premissas para coibir a ocorrência de abusos, pois, de acordo com o disciplinamento normativo que a arbitragem no mercado de capitais recebe hoje, a prevenção e o combate a práticas abusivas não são suficientemente discutidos.

O primeiro passo para o fortalecimento passa pela superação da dicotomia “arbitragem nacional x estrangeira”, a partir do reconhecimento da arbitragem internacional enquanto instituto autônomo, desvinculado de qualquer Estado em sua origem e sendo compreendida enquanto jurisdição privada de resolução de conflitos, como se admite no pensamento jurídico francês.

O procedimento corrente, previsto em diversos países através da Convenção de Nova York de 1958, que preconiza pela necessidade de homologação da sentença arbitral estrangeira torna, para a companhia, o processo mais demorado e custoso, a mitigar duas das principais vantagens da arbitragem, e ainda colabora

³¹⁷ COELHO, 2010, p. 46.

para a já demonstrada lentidão do poder judiciário, que acomete um grande número de países.

Ademais, conforme restou evidenciado, a pesquisa Arbitragem em Números e Valores³¹⁸ demonstra que no Brasil a quantidade de sentenças arbitrais estrangeiras que não são homologadas pelo STJ representa um percentual ínfimo em relação aquelas que têm sua validade confirmada, a colaborar com o entendimento de que se trata de procedimento desnecessário, a provocar danos evitáveis.

Note-se, também, que a mesma exigência de homologação não é despendida em caso de arbitragens que são realizadas em solos nacionais, segundo esse critério arcaico de se atribuir nacionalidade segundo fronteiras geográficas.

Sendo a arbitragem instância privada de resolução de conflitos autorizada, inclusive, a utilizar qualquer fonte normativa na solução da lide, não há o que justifique essa diferença de tratamento.

Qualquer controle que se pretenda tem de ocorrer de forma motivada, por aquele que se entender prejudicado, tanto para arbitragens internas quanto internacionais.

Essa mudança de posicionamento em âmbito global é o primeiro grande passo para o fortalecimento e reconhecimento do instituto arbitral de forma recíproca pelos Estados Nacionais.

Para além disso, o único caminho para o estabelecimento das premissas necessárias para a promoção de segurança jurídica é partir do reconhecimento da necessidade de coexistência harmônica da arbitragem com os princípios da governança corporativa.

As relações estabelecidas no mercado de capitais envolvem, para além dos interesses privados daqueles que estão litigando, direitos diretos dos demais sócios e investidores, e indiretos, numa dimensão social, da coletividade no desenvolvimento social e ordem econômica.

Sendo o mercado de capitais um ambiente, por essência, fruto da globalização econômica, no qual se verifica de forma muito nítida a completa supressão das barreiras estatais, os danos gerados pelas constantes violações de direitos são, naturalmente, globais. Problemas globais exigem, portanto, soluções igualmente globais.

³¹⁸ LEMES, 2021.

Qualquer saída que se proponha e se limite à aplicação de normas exclusivamente no interior dos Estados Nacionais, de forma não coordenada globalmente, estará fadada ao insucesso.

Isso porque as relações estabelecidas no mercado de capitais estão hiper conectadas a tal ponto que a repercussão transnacional, seja econômica ou processual, é um desdobramento natural e esperado.

No caso Petrobras, os esforços do Direito brasileiro em encontrar solução jurídica adequada para as reivindicações dos acionistas serão sempre insuficientes para garantir a tutela dos investidores quando outros países, como Estados Unidos e Holanda, tomam decisões diversas e conflitantes, baseadas em interpretações próprias, que privilegiam grupos de acionistas em detrimento de outros.

E não é que cada país esteja tutelando interesses restritos a seu povo ou seus limites geográficos. A decisão holandesa, por exemplo, admite ter competência para julgar demandas de qualquer pessoa que não esteja na arbitragem coletiva movida perante à CAM da B3, independente da nacionalidade.

Num outro giro, a permissão da confidencialidade aplicada ao procedimento arbitral em demandas envolvendo o mercado de capitais, admitida no ordenamento brasileiro e rechaçada em alguns outros países, funciona como uma verdadeira ameaça com potencial de gerar diversos danos à segurança e previsibilidade do mercado.

Não é difícil imaginar a determinação, através de decisões internas de Estados nacionais exercendo sua jurisdição, de nulidade de sentenças arbitrais com base na utilização dessa medida.

Apenas através de uma coordenação global, com a participação pública e privada, dos diversos agentes que atuam no mercado, através de medidas heterorregulatórias e autorregulatórias, organizadas harmonicamente no melhor interesse do mercado, pode-se ter uma resolução satisfatória para os problemas que até aqui foram colocados.

A partir dessa ação coordenada sobre o tema, consegue-se, em certa medida, afastar a influência política dos Estados nacionais, que costumam disciplinar suas leis próprias a partir de interesses dos mais diversos que não correspondem, necessariamente, aquilo que seria aconselhado para o mercado.

O papel da heterorregulação, portanto, deve ser o de estabelecer diretrizes e promover previsibilidade e segurança, a partir de uma coordenação global que vise à

uniformização de premissas basilares, na busca de promoção de tratamento idêntico pelos Estados.

O excesso de regulação pública não é desejado nem recomendado, uma vez que pode promover ao enrijecimento das relações negociais, o que não é compatível com um mercado que diuturnamente está exposto a mudanças e inovações fruto do desenvolvimento tecnológico e do aumento da complexidade das negociações.

É preciso que se deixe espaço seguro para que a autorregulação, através das bolsas de valores e entidades especializadas, promova a adequação e preencha as lacunas deixadas dentro de um planejamento de atribuição de responsabilidades.

Por tudo isso, entende-se que haverá compatibilidade na utilização da arbitragem para resolução de conflitos coletivos no mercado de capitais, quando os princípios da governança corporativa forem resguardados, a partir de uma coordenação global em que haja a fixação de diretrizes para sua utilização.

Espera-se que os dados aqui demonstrados contribuam para a discussão na comunidade internacional da necessidade de uma heterorregulação uniforme e uma autorregulação harmônica, que possa garantir a segurança jurídica necessária para um bom desenvolvimento das relações negociais no âmbito do mercado de valores mobiliários.

6 CONCLUSÃO

A arbitragem, quando utilizada como ferramenta de resolução de controvérsias por agentes que atuam no mercado de capitais, apesar de suas vantagens intrínsecas, representa um risco ao bom e seguro funcionamento do mercado, conforme pode ser demonstrado ao longo deste estudo.

Enquanto local de fragilidades endógenas, o que se busca com a regulação é o melhoramento do funcionamento do mercado, nos mais diversos aspectos, mas nunca uma plenitude utópica de garantias de segurança.

O que se pretendeu nas linhas que antecedem a esta conclusão não foi propor um conjunto de soluções aplicáveis aos problemas demonstrados, com a intenção de que eles se amoldassem à realidade posta e se apresentassem enquanto ferramentas únicas, justas, completas e suficientes. Ao contrário disso, o que se fez aqui foi contribuir para o debate urgente sobre a necessidade de regulação da utilização do instituto arbitral pelos agentes do mercado.

A urgência foi demonstrada tanto do ponto de vista teórico quanto pragmático. Enquanto esta pesquisa estava a ser realizada foram verificados diversos movimentos, no âmbito global que, antagonicamente, credibilizavam e desestimulavam o uso da arbitragem para resolver os multilocalizados conflitos envolvendo acionistas de companhia aberta.

A proposta de contribuição à necessária atuação regulatória aqui trazida está apoiada nas tendências, necessidades e possibilidades de um mercado de capitais globalizado e interdependente, inseridos numa realidade de pluralismo jurídico onde a heterorregulação e a autorregulação se complementam e dão origem a novas fontes jurídicas diversas da antiga exclusividade estatal.

Neste mercado profundamente interconectado a proposta regulatória que se sugeriu deve ser, antes de tudo, fruto de uma discussão global, resultado da desterritorialização das relações sociais e comerciais, e que envolve, necessariamente, Estados nacionais, agentes públicos e privados, que tem em sua atuação o estudo e o intuito de estimular o desenvolvimento tanto do mercado de capitais, quanto da arbitragem.

Chegou-se à conclusão de que a tarefa primordial a ser empenhada é a de fortalecer a arbitragem internacional, através do reconhecimento da sua autonomia, e equalizar o conteúdo normativo de modo que não se torne rígido demais a ponto

de não acompanhar as mudanças e necessidades efêmeras do mercado, nem indeterminado ao ponto de permitir que caiba um excesso de intervenção dos Estados nacionais no desenvolvimento da atividade hermenêutica.

Os princípios e valores estandardizados pela governança corporativa, e a sua aplicação pelos agentes financeiros, funcionam enquanto importante instrumento que busca trazer a segurança jurídica e econômica desejada ao mercado.

Garantir a transparência, a equidade no tratamento entre acionistas, manter um sistema de prestação de contas confiável e preservar a responsabilidade corporativa são os pilares dessa construção teórica que têm, historicamente, servido como resposta às sucessivas crises que atravessaram os mercados financeiros e se têm posicionado enquanto ferramentas importantes que devem, obrigatoriamente, compor a boa regulação jurídica e econômica do mercado.

REFERÊNCIAS

- AAA. **Innovating Conflict Resolution**, 2021. Disponível em: <https://www.aaaicdrfoundation.org/>. Acesso em: 10 maio 2021.
- AAA. **Supplementary Rules for Class Arbitrations**, 2010. Disponível em: https://www.adr.org/sites/default/files/document_repository/Supplementary%20Rules%20for%20Class%20Arbitrations.pdf. Acesso em: 15 fev. 2022.
- ALMEIDA, António Pereira de. **Sociedades comerciais e valores mobiliários**. Coimbra: Coimbra Editora, 2008.
- ALMEIDA, Ricardo Ramalho. A hipótese de uma ordem jurídica arbitral autônoma. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 50, jul./set. 2016.
- ALVES, Aluísio. Minoritários pedem arbitragem na B3 contra Petrobras em ação coletiva. **Reuters**, 21 set. 2017. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/reuters/2017/09/21/minoritarios-pedem-arbitragem-na-b3-contra-petrobras-em-acao-coletiva.htm>. Acesso em: 15 mar. 2021.
- ANBIMA. **Cadastro ANBIMA de Instituições e Profissionais de Investimento**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/cadastro-anbima-de-instituicoes-e-profissionais-de-investimento.htm. Acesso em: 27 fev. 2021.
- ANBIMA. **Compromissos**. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/compromissos.htm. Acesso em: 27 fev. 2021.
- APA. **Conselho de arbitragem societária**. Lisboa, 2021. Disponível em: <https://www.arbitragem.pt/pt/conselhos/Conselho-de-Arbitragem-Societaria/146/>. Acesso em: 10 jun. 2021.
- ARAUJO, Nádia; SPITZ, Lídia. A Convenção de Nova Iorque sobre o reconhecimento e a execução de sentenças arbitrais estrangeiras: Análise sobre seu Âmbito de Aplicação. In: WALD, Arnoldo; LEMES, Selma Ferreira. **Arbitragem comercial internacional – A Convenção de Nova Iorque e o direito brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 53–82.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12. ed. São Paulo: Atlas, 2014.
- ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE ARBITRAGEM. **Regime Jurídico da Arbitragem Societária**. Publicado em: 06 mai. 2016. Disponível em: https://www.arbitragem.pt/xms/files/PROJETOS_APA/Microsoft_Word_-_Regime_Juridico_Arbitragem_Societaria_V_Discussao.docx.pdf. Acesso em: 16 fev. 2022.
- ASSOCIAÇÃO PORTUGUESA DE ARBITRAGEM. **Regulamento da Arbitragem Societária**. Publicado em: 06 mai. 2016. Disponível em: https://www.arbitragem.pt/xms/files/PROJETOS_APA/Microsoft_Word_-_

_Regulamento_Arbitragem_Societaria_V_Discussao.docx.pdf. Acesso em: 16 fev. 2022.

AUBY, Jean-Bernard. **La globalization, le droit et l'État**. Paris: LGDJ, 2010.

BALDWIN, Richard. Global supply chains: Why they emerged, why they matter, and where they are going, CEPR Discussion Papers 9103, C. E. P. R. **Discussion Papers**, 2012.

BANCO MUNDIAL. **Relatório sobre o Desenvolvimento Mundial**. Washington, 1995.

BAPTISTA, Luiz Olavo. **Arbitragem Comercial e Internacional**. São Paulo: Lex Magister, 2011.

BAPTISTA, Luiz Olavo. Sistemas para Solução de Divergências nas Instituições de Integração e o Mercosul. *In*: MERCANDANTE, Araminta de Azevedo; MAGALHÃES, José Carlos de (coord.). **Solução e Prevenção de Litígios Internacionais**. Porto Alegre: Editora Livraria do Advogado, 1999. p. 435–468.

BARRANTES, Sergio Artavia. Autonomia científica da arbitragem. **Revista Iberoamericana de Derecho Procesal**, v. 2, p. 259–285, jul./dez. 2015.

BARRETO FILHO, Oscar. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores, no Direito Brasileiro. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 12, 2001.

BARRETT, Jerome T.; BARRETT, Joseph. **A History of Alternative Dispute Resolution: The Story of a Political, Cultural, and Social Movement**. San Francisco: San Francisco, 2004.

BARZA, Eugênia Cristina Nilsen Ribeiro. A ideia de Comércio Internacional e suas implicações para o Direito Internacional. **Caderno de Relações Internacionais, Faculdade Damas**, v. 4, n. 6, 2013. Disponível em: <http://www.faculdedamas.edu.br/revista/index.php/relacoesinternacionais>. Acesso em: 30 jan. 2020.

BASÍLIO, Ana Tereza Palhares; FONTES, André R. C. A teoria autonomista da arbitragem. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 17, p. 49–53, abr./jun. 2008.

BAUWHEDE, H. V.; WILLEKENS, M. Disclosure on corporate governance in the European Union. **Corporate Governance: An International Review**, v. 16, n. 2, p. 101–115, 2008.

BAYER, Alex Kalinski. Arbitragem e jurisdição. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, v. 19, p. 296–312, jan./mar. 2003.

BERTOLDI, Marcelo M.; RIBEIRO, Marcia Carla Pereira. **Curso Avançado de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2008.

BETTARELLO, Flávio Campestrin. **Governança Corporativa: Fundamentos Jurídicos e Regulação**. São Paulo: Quartier Latin, 2008.

BOMBANA, Lucas. Após vitória de fundos de pensão, advogado de minoritários se mostra otimista com processos contra Petrobras, Vale e IRB. **Infomoney**, 18 set. 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/apos-vitoria-de-fundos-de-pensao-socio-do-modesto-carvalhosa-se-mostra-otimista-com-processos-de-minoritarios-contra-petrobras-vale-e-irb/>. Acesso em: 15 mar. 2021.

BORN, B. Gary. International Commercial Arbitration. **Kluwer Law International**, p. 7–250, 2021.

BOZEC, R. US Market Integration and Corporate Governance Practices: evidence from Canadian companies. **Corporate Governance: An International Review**, v. 15, n. 4, p. 535–545, 2007.

BRANCO, Sofia Ribeiro. **O Direito dos Accionistas à Informação**. Coimbra: Edições Almedina, 2008.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução Normativa 358**. Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Dispõe sobre a divulgação e uso de informações sobre ato ou fato relevante relativo às companhias abertas. Brasília: CVM, 2002.

BUILDING INSTITUTIONS FOR MARKET. **World Development Report**, 2002. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/5984/WDR9%202002%20-%20English.pdf?sequence=1&is>. Acesso em: 12 mar. 2021.

CAHALI, Francisco José. **Curso de arbitragem: mediação: conciliação**: Tribunal Multiportas CNJ 125/2010. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2018.

CAM. **Reglamento**. Madrid, 2021. Disponível em: <https://www.arbitramadrid.com/>. Acesso em: 10 jun. 2021.

CARMONA, Carlos Alberto. **Arbitragem e Processo** – Um Comentário à Lei n. 9.307/1996. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo, Atlas, 2004.

CASSESSE, Sabino. **A crise do Estado**. Tradução de Ilse Pachol Moreira e Fernanda Landucci Ortales. Campinas: Saberes, 2010.

CASTELAR, Armando. **Judiciário e economia no Brasil**. Rio de Janeiro: Centro Edelstein de Pesquisas Sociais, 2009.

CBAr. IPSOS. **Arbitragem no Brasil**, 2007. Disponível em: https://www.cbar.org.br/PDF/Pesquisa_CBAr-Ipsos-final.pdf. Acesso em: 05 nov. 2021.

CHITTY, Joseph. **A Collection of Statutes of Practical Utility**: With Notes Thereon. Londres: Littlewood and Co., 1828.

CNJ – Conselho Nacional de Justiça. **Justiça em números**. Brasília: CNJ, 2020.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**, v. 2: direito de empresa. 22. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2019.

COELHO, Fábio Ulhoa. “Democratização” das Relações entre Acionistas. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (org.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 46–55.

COM. **Livro Verde**: O quadro da UE do governo das sociedades. Bruxelas: Comissão Europeia, 2011. Disponível em: <https://eurlex.europa.eu/legalcontent/PT/XT/PDF/?uri=CELEX:52011DC0164&from=EN>. Acesso em: 05 jan. 2020

COMPARATO, Fábio Konder. Natureza Jurídica das Bolsas de Valores e Delimitação do seu Objeto. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, v. 60, Editora Revista dos Tribunais, out./dez. 1985.

CORDEIRO, António Menezes. **Manual de Direito das Sociedades**, I, Coimbra: Edições Almedina, 2007.

CORMIER, Denis *et al.* Corporate governance and information asymmetry between managers and investors. **Corporate Governance**, v. 10, n. 5, p. 574–589, 2010.

CORTEZ, Francisco. A arbitragem voluntária em Portugal: Dos «ricos homens» aos tribunais privados. **O Direito**, ano 124, Lisboa, 1992.

CVM. **Direito do Mercado de Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2017.

CVM. **Edital De Audiência Pública SDM nº 01/21**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2021. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/SDM0121Edital.pdf. Acesso em: 16 fev. 2022.

DALMOTTO, Eugenio. **L’arbitrato nelle società**. Bologna: Zanichelli Editore, 2013.

DIAS, Luciana Pires. **Transparência como estratégia regulatória no mercado de valores mobiliários**: um estudo empírico das transações com partes relacionada. 2014. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

DOMINGO, Rafael. La pirâmide del derecho global. **Revista Persona y Derecho**, v. 60, 2009.

DURISIN, Boris; PUZONE, Fulvio. Maturation of corporate governance research, 1993–2007: An Assessment. **Corporate Governance: An International Review**, v. 17, p. 266–291, maio 2009.

FAGES, Fabrice. “La confidentialité de l’arbitrage à l’épreuve de la transparence financière”. In: **Revue de l’Arbitrage**, Comité Français de l’Arbitrage, n. 1, p. 5-39, 2003.

FARIA, José Eduardo. **Direito e globalização econômica**. São Paulo: Malheiros Editores, 2015.

FARIA, José Eduardo. **O Direito na economia globalizada**. São Paulo: Malheiros Editores, 2002.

FARIA, José Eduardo. **Sociologia jurídica: direito e conjuntura**. São Paulo: Saraiva, 2010.

FAZIO, Silvia. **The harmonization of international commercial law**. Alphen aan den Rijn: Kluwer Law International, 2007.

FERRAJOLI, J. Luigi. **A soberania no mundo moderno: nascimento e crise do Estado nacional**. Revisão e tradução: Karina Jannini. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

FERREIRA, Waldemar. **O direito público colonial do Estado do Brasil sob o signo pombalino**. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1960.

FOURCHARD, Philippe. **L'Arbitrage Commercial International**. Paris: Dalloz, 1965.

FOUCHARD, Philippe; GAILLARD, Emmanuel; GOLDMAN, Berthold. **Traité de l'arbitrage commercial international**. Paris: Litec, 1996.

FOUCHARD, Philippe. Quand um arbitragem est-il international? **Revue de l'arbitrage**, 1970.

FRIEDMANN, John; WOLFF, Goetz. World City Formation: an Agenda for Research and Action. **International journal of Urban and Regional Research**, Nova York, v. 6, n. 3, p. 309–344, set. 1982.

GAILLARD, Emmanuel. **Teoria jurídica da arbitragem internacional**. Tradução: Natália Mizrahi Lamas. São Paulo: Atlas, 2014.

GAIO JUNIOR, Antonio Pereira. **Teoria da Arbitragem**. São Paulo: Ed. Rideel, 2012.

GALGANO, Francesco. **Lex Mercatoria**. Tradução de Erasmo Valladão A. e N. França. São Paulo: Malheiros Editores, 2003.

GLOBAL JUSTICE NOW. **69 of the richest 100 entities on the planet are corporations, not governments, figures show**. Disponível em: <https://www.globaljustice.org.uk/news/2018/oct/17/69-richest-100-entities-planet-are-corporations-not-governments-figures-show>. Acesso em: 09 mar. 2020.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. **Fundamentos da arbitragem do comércio internacional**. São Paulo: Saraiva, 1993.

GUILHERME, Luiz Fernando do Vale de Almeida. **Arbitragem na Bolsa de Valores de São Paulo (B3) e de Madrid (BME)**. São Paulo: Casa do Direito, 2019.

HABERMAS, Jüigen. **A constelação pós-nacional**: ensaios políticos. Tradução de Márcio Seligmann Silva. São Paulo: Littera Mundi, 2001.

IANNI, Octavio. **A era do globalismo**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1999.

IANNI, Octavio. Globalização: novo paradigma das ciências. **Estudos avançados**, São Paulo, v. 8, n. 21, p. 147–163, ago. 1994. Disponível em: http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40141994000200009&lng=en&nrm=iso. Acesso em: 07 out. 2020.

IANNI, Octavio. **Teorias da globalização**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2001.

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. São Paulo: IBGC, 2015.

IBGC. **O IBGC**. São Paulo: 2020. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/quemsomos>. Acesso em: 03 mar. 2020.

ICC. **History**. Disponível em: <https://iccwbo.org/about-us/who-we-are/history/>. Acesso em: 03 mar. 2020.

IOSCO. **About IOSCO**. [s.d.]a. Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco. Acesso em: 03 fev. 2020.

IOSCO. **Key Regulatory Standards**. [s.d.]b. Disponível em: https://www.iosco.org/about/?subsection=key_regulatory_standards. Acesso em: 03 fev. 2020.

JAMS. **JAMS Mediation, Arbitration and ADR Services**. 2021. Disponível em: <https://www.jamsadr.com/about/>. Acesso em: 10 maio 2021.

JESOVER, Fianna; KIRKPATRICK, Grant. The Revised OECD Principles of corporate governance and their relevance to non-OECD countries. **Corporate Governance: An International Review**, v. 13, n. 2, p. 127–136, 2005.

JESSUP, Philip C. **Direito transnacional**. Tradução de Carlos Ramires Pinheiro da Silva. São Paulo: Fundo de Cultura, 1965.

KRUGMAN, Paul R. **A crise de 2008 e a economia da depressão**. Tradução: Afonso Celso da Cunha Serra. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

LAFER, Celso. **A reconstrução dos direitos humanos**: um diálogo com a contribuição de Hannah Arendt. São Paulo: Companhia das Letras, 1998.

LEE, Ruben. **What is an Exchange?** The automation, management, and regulation of financial markets. London: Oxford University Press, 1998.

LEMES, Selma Ferreira. **Arbitragem comercial internacional** – A Convenção de Nova Iorque e o direito brasileiro. São Paulo: Saraiva, 2011.

LEMES, Selma Ferreira. **Arbitragem em Números e Valores**. 2020. Disponível em: <http://selmalemes.adv.br/artigos/Analise-Pesquisa-ArbitragensNseValores-2020.pdf>. Acesso em: 09 mar. 2021.

LEMES, Selma Maria Ferreira. **Arbitragem na administração pública**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

LÉVY, Daniel de Andrade. Estudo comparado da arbitragem no mercado de capitais. **Revista de Direito Mercantil**, v. 49, n. 155/156, p. 275–300, ago./dez., 2010.

LOBO, Paulo. **Direito Civil**: contratos. São Paulo: Saraiva, 2020.

MAIA, Pedro; RAMOS, Maria Elisabete; MARTINS, Alexandre Soveral; DOMINGUES, Paulo de Tarso. Coordenação: ABREU, J. M. Coutinho. **Estudos de Direitos das Sociedades**. Coimbra: Almedina, 2007.

MARCOS, Rui Manuel de Figueiredo. **As Companhias Pombalinas** – Contributo para a história das sociedades por acções em Portugal. Coimbra: Livraria Almedina, 1997.

MARTIN, Antonio; MACIEL, Karina Teresa da Silva. Mercado de capitais como sede dos direitos fundamentais difusos à igualdade informacional e de oportunidades. In: **Direitos especiais e tutela das minorias na atividade empresarial**. São Paulo: Editora Clássica, 2014, p. 212-239.

MARTINS, Pedro A. Batista. Arbitragem através dos tempos: obstáculos e preconceitos à sua implementação no Brasil. In: GARCEZ, José Maria Rossani. **A arbitragem na era da globalização**: coletânea de artigos de autores brasileiros e estrangeiros. Rio de Janeiro: Forense, 1997. p. 35–67.

MATTOS FILHO, Ary Osvaldo. Natureza Jurídica das atividades das Bolsas de Valores. **Revista dos Tribunais**, ano 75, v. 3, jan. 1986.

MICHAELS, Ralf. **Globalization and Law**: Law Beyond the State. Banakar and Travers eds., forthcoming 2013. Disponível em: https://scholarship.law.duke.edu/faculty_scholarship/2862. Acesso em: 30 jan. 2020.

MILL, John Stuart. **Princípios de economia política**. São Paulo: Editora Nova Cultural, 1996. v. 1.

MINSKY, P. Hyman. **Stabilizing na unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.

MONKS, Robert A. G.; MINOW, Nell. **Corporate Governance**. United States: John Wiley e Sons, 2011.

MPF. **Caso Lava Jato**. Disponível em: <http://www.mpf.mp.br/grandes-casos/lava-jato/entenda-o-caso>. Acesso em: 09 jul. 2021.

NORTHFLEET, Ellen Gracie. Homologação de sentença estrangeira contestada 5.782 – Legal Opinion. **Revista de Arbitragem e Mediação**, v. 35, p. 279–295, out./dez. 2012.

OCDE. Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20. Paris: Éditions OCDE, 2016. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>. Acesso em: 12 ago. 2021.

OECD. **Private enforcement of shareholder rights**: A comparison of selected jurisdictions and policy alternatives for Brazil, 2020.

OECD; WTO; UNCTAD. **Implications of Global Value Chains for Trade, Investment, Development and Jobs**, 2013.

OLIVEIRA, Susan Elizabeth Martins Cesar de. **Cadeias globais de valor e os novos padrões de comércio internacional**: estratégias de inserção de Brasil e Canadá. Brasília: FUNAG, 2015.

PAULSSON, Jan. **International arbitration is not arbitration**. Stockholm International Arbitration Review. Arbitration Institute of the Stockholm Chamber of Commerce, 2008.

PBCOMPENSATIONS FOUNDATION. **Home**. Disponível em: <https://www.pbcompensation.com/>. Acesso em: 20 fev. 2021.

PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Temos que Repensar a Confidencialidade das Arbitragens Societárias. In.: YARSHELL, Flávio Luiz e PEREIRA, Guilherme Setoguti J (coord.). **Processo Societário**, Vol III. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

PETROBRAS. **Composição Acionária**. [s.d.]a. Disponível em: <https://www.investidorpetrobras.com.br/visao-geral/composicao-acionaria/>. Acesso em: 31 jul. 2021.

PETROBRAS. **Esclarecimento sobre arbitragem instaurada por acionistas minoritários**. Publicado em 04 out. 2017. Disponível em: [https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunica dos-ao-merca docentral-de-downloads/4e9cf99216cf5605cbef59a47801df97ed5d6796ba924621e6526ea385782b6a/esclarecimento_sobre_arbitragem_instaurada_por_aci.pdf](https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunica%20dos%20ao%20mercado%20central%20de%20downloads/4e9cf99216cf5605cbef59a47801df97ed5d6796ba924621e6526ea385782b6a/esclarecimento_sobre_arbitragem_instaurada_por_aci.pdf). Acesso em: 15 mar. 2021.

PETROBRAS. **Esclarecimento sobre arbitragens instauradas por fundos de pensão**. Publicado em 13 nov. 2017. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado%20central-de-downloads/f132672a7d298d01733ab56ea7751128edbf67595f3fd368e8d703bb3c42ec8e/esclarecimento_sobre_arbitragens_instauradas_por_fundos_de_pensao.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

PETROBRAS. **Esclarecimento sobre Notícias**. Publicado em 22 set. 2017. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/f19dfccb-4b1f-4e43-9866-a445a8fce02b/20200622233204171864_9512_770_769.pdf. Acesso em: 16 mar. 2021.

PETROBRAS. **Esclarecimento sobre Processo na Holanda**. Publicado em 24 jan. 2017. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/88e2e8ad19af9f4229a0977b2165b1cdb923e09d60fb3d62ac153d539cc456ea/esclarecimento_sobre_processo_na_holanda.pdf. Acesso em: 20 mar. 2021.

PETROBRAS. Fato relevante. **Informações Condensadas do 3º trimestre de 2014**. Publicado em 12 dez. 2014. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/4394f5041acf390f06152b491362125d2d171ba852861014730a9800adc2e4d7/fato_relevante_informacoes_condensadas_do_3_trimes.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

PETROBRAS. **Participação do setor de petróleo e gás chega a 13% do PIB brasileiro**. Publicado em 18 jun. 2014. Disponível em: http://www.agenciapetrobras.com.br/Materia/xibirMateria?p_materia=976480&p_editoria=11. 2014. Acesso em: 30 set. 2017.

PETROBRAS. Fato relevante. **Petrobras aprova acordos com investidores para encerrar quatro ações individuais nos EUA**. Publicado em 21 out. 2016. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/5e4ca3ec464f452784541b7de951688090ab391bc6733bcabb0fc6fdfe34c035/fato_relevante_petrobras_aprova_acordos_com_invest.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras assina acordo para encerrar Class Action em curso nos Estados Unidos**. Publicado em 03 jan. 2018. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/36ff9656ee8d680bd343dadeb425912f7381d70baa7e335ed27341be4dfb8e7b/petrobras_assina_acordo_para_encerrar_class_action.pdf. Acesso em: 15 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre ação anulatória de sentença parcial em arbitragem**. Publicado em 27 jul. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/503076d4-cd5b-4c3e-b991-3b061920ce1e/202007212058189305669512_777490.pdf. Acesso em: 16 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre ação coletiva na Holanda**. Publicado em 27 maio 2021. Disponível em: https://mz-filemanager.s3.amazonaws.com/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/comunicados-ao-mercado-central-de-downloads/a08cb0e1f926c30a8756b2aa8edb208716c77d25a688864609106ae3f1b8074a/petrobras_sobre_acao_coletiva_na_holanda.pdf. Acesso em: 20 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre ação coletiva na Holanda**. Publicado em 27 maio 2021. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608->

b7fa-17d60b2de47d/ 2561a768-7769-75af-57cf-416c47c1 d16e?origin=1. Acesso em: 21 jul. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre anulação de sentença arbitral parcial**. Publicado em 11 nov. 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/b927500a-c759-4317-9b51-a1d3069df2a3?origin=1>. Acesso em: 16 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre arbitragem**. [s.d.]b. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/17b8c96d-c32a-1ae1-8f5c-364c644a92d4?origin=1>. Acesso em: 16 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre notícias veiculadas na imprensa**. Publicado em 22 mar. 2022. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/0c5559a4-0293-2e83-c38a-b4ed0d20b6b7?origin=1>. Acesso em: 15 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre sentença arbitral parcial**. Publicado em 29 jul. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/8da1069b-c830-4ddd-adac-bfc3221ae7be/20200729112_007017013_9512_779003.pdf. Acesso em: 16 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre sentença favorável em arbitragem**. Publicado em 01 dez. 2020. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/25fdf098-34f5-4608-b7fa-17d60b2de47d/d1459d85-bf29-192d-7762-373c6c87b392?origin=1>. Acesso em: 15 mar. 2021.

PETROBRAS. **Petrobras sobre suspensão de arbitragem**. Publicado em 27 ago. 2020. Disponível em: https://mz-prod-cvm.s3.amazonaws.com/9512/IPE/2020/94fcfe43-db35-4a8a-94f6-286d1c8ccea9/2020082700552941_7255_9512_787789.pdf. Acesso em: 16 mar. 2021.

PRADO, Maria da Graça Ferraz de Almeida. **A Economia da Arbitragem: Abordagem Contratual e Institucional**. 2016. Tese (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

QUEEN MARY. **International Arbitration Survey: Choices in International Arbitration**. 2010. Disponível em: <http://www.arbitration.qmul.ac.uk/docs/123290.pdf>. Acesso em: 05 nov. 2017.

QUEEN MARY. **International Arbitration Survey: The Evolution of International Arbitration**. Londres, 2018.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito empresarial esquematizado**. 4. ed. São Paulo: Método, 2014.

RIBEIRO, Felipe Aprígio dos Santos Teixeira. **Avaliação do impacto da regulamentação da comissão de valores mobiliários e da U. S. Securities and Exchange Commission sobre o desempenho de papéis de empresas brasileiras**. 2018. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Minas Gerais, 2018.

RIBEIRO, Henrique César Melo. Corporate governance versus corporate governance: an international review: **uma análise comparativa da produção acadêmica do tema governança corporativa**, UFSC, Florianópolis, v. 11, n. 23, p. 95–116, maio/ago. 2014.

RIEDMAN, Lawrence M. Borders: On the Emerging Sociology of Transnational Law. **Stanford Journal of International Law**, v. 32, 1996.

ROBBINS, L. (1932). **Naturaleza y significación de la ciencia económica**. México: Fondo de Cultura Económico, 1944.

RODRIGUES, Ana Carolina. A evolução do mercado de capitais brasileiro e o perfil do acionista minoritário no Brasil. **Revista Scientia Iuris**, Londrina, v. 16, n. 2, p. 107–128, dez. 2012.

ROSSETTI, André Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves notas sobre transparência e publicidade na arbitragem societária. **Revista de arbitragem e mediação**. v. 14, n. 52, pp. 63-69, jan./mar, 2017.

SANTANA, Pablo. Apple é a primeira empresa americana a ultrapassar US\$ 2 trilhões em valor de mercado. **Infomoney**, 2020. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/negocios/apple-e-a-primeira-empresa-americana-a-ultrapassar-us-2-trilhoes-em-valor-de-mercado/>. Acesso em: 13 fev. 2021.

SANTOS, Filipe Cassiano dos. **Estrutura Associativa e Participação Societária Capitalística**. Coimbra: Coimbra Editora, 2006.

SESTER, Peter Christian. Desafios da arbitragem societária: do efeito erga omnes extra partes até a arbitragem coletiva. **Revista de Arbitragem e Mediação**, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 16, n. 62, jul./set. 2019.

SILVA, A. C. M. Comércio internacional, finanças e crescimento: uma nota sobre a contribuição da UNCTAD. **Economia e Sociedade**, [S. l.], v. 8, n. 2, p. 191–201, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643142>. Acesso em: 26 mar. 2022.

SOARES, Guido Fernando Silva. Arbitragem comercial internacional e o projeto da UNCITRAL (lei-modelo). **Revista da Faculdade de Direito**, Universidade de São Paulo, v. 82, p. 28–88, 1987. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/view/67092>. Acesso em: 03 mar. 2020.

STIGLITZ, Joseph. Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation. In: BALLEISEN, E.; MOSS, D. (ed.). **Government and Markets: Toward a New Theory of Regulation**. Cambridge: Cambridge University Press, 2010. p. 13–51.

STRENGER, Irineu. **Arbitragem comercial internacional**. São Paulo: LTr, 1996.

TOMAZETTE, Marlon. **Direito societário e globalização**: rediscussão da lógica público-privada do direito societário diante das exigências de um mercado global. São Paulo: Atlas, 2014.

UNCTAD. Disponível em: https://unctad.org/system/files/official-document/WFE_UNCTAD_2017_en.pdf. Acesso em: 02 fev. 2020.

UNCTAD. **About UNCTAD**. Genebra, 2021 Disponível em: <https://unctad.org/about>. Acesso em: 20 fev. 2021.

UNCTAD. **The Role of Stock Exchanges in Fostering Economic Growth and Sustainable Development**. United Nations Publications, September 2017.

UNCTAD. **World Investment Report 1996**: Investment, Trade and International Policy Agreements. United Nations Publications, August 1996.

UNCTAD. **World Investment Report 2008**: Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge. United Nations Publications, July 2008.

UNIDROIT. **History and Overview**. Roma, 2021. Disponível em: <https://www.unidroit.org/about-unidroit/overview>. Acesso em: 20 fev. 2021.

UNITED STATES OF AMERICA. **Sarbanes-Oxley Act**. To protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes, 2002.

VASCONCELOS, Pedro Pais de. **A participação social nas sociedades comerciais**. Coimbra: Editora Almedina, 2006.

VIDOR, George. **A história da CVM pelo olhar de seus ex-presidentes**. Rio de Janeiro: ANBIMA e BM&FBOVESPA, 2016.

WEBERBAUER, Paul Hugo. Manifesto por um Direito comprometido internacionalmente: um estudo crítico acerca da autonomia da vontade, a reformulação do estado nas relações contratuais privadas e suas repercussões no plano internacional. 2011. Tese (Doutorado em Direito) – Universidade Federal do Pernambuco, Recife, 2011.

WELLISCH, Jula Sotomayor. **Mercado de Capitais**: Fundamentos e Desafios. São Paulo: Quartier Latin, 2018.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Mechanisms of Governance**. Nova York: Oxford University Press, 1996.

YAZBEK, Otávio. A regulamentação das bolsas de valores e das bolsas de mercadorias e futuros e as novas atribuições da Comissão de Valores Mobiliários. **Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, out./dez. 2006.

ZACLIS, Lionel. **Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais**. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2007.