

FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS
ESCOLA DE DIREITO DE SÃO PAULO

FERNANDA FARINA MANSUR

**INFORMAÇÃO E ARBITRAGEM CONFIDENCIAL EM COMPANHIAS ABERTAS
BRASILEIRAS**

SÃO PAULO
2020

FERNANDA FARINA MANSUR

**INFORMAÇÃO E ARBITRAGEM CONFIDENCIAL EM COMPANHIAS ABERTAS
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, como requisito parcial para obtenção de título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito dos Negócios

Orientadora: Prof^a Dr^a Viviane Muller Prado

SÃO PAULO

2020

Mansur, Fernanda Farina.

Informação e arbitragem confidencial em companhias abertas brasileiras / Fernanda Farina Mansur. - 2020.

141 f.

Orientador: Viviane Muller Prado.

Dissertação (mestrado) - Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

1. Mercado de capitais - Brasil. 2. Sociedades por ações - Brasil. 3. Arbitragem comercial. 4. Divulgação de informações. 5. Sigilo (Direito). I. Prado, Viviane Muller. II. Dissertação (mestrado) - Escola de Direito de São Paulo. III. Fundação Getulio Vargas. IV. Título.

CDU 347.725(81)

FERNANDA FARINA MANSUR

**INFORMAÇÃO E ARBITRAGEM CONFIDENCIAL EM COMPANHIAS ABERTAS
BRASILEIRAS**

Dissertação apresentada à Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getulio Vargas, como requisito parcial para obtenção de título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito dos Negócios

Data de aprovação: 16 / 04 / 2020

Banca examinadora:

Prof^ª. Dr^ª Viviane Muller Prado (Orientadora)

FGV - EDESP

Prof^ª Dr^ª Daniela Monteiro Gabbay

FGV - EDESP

Prof^ª Dr^ª Juliana Krueger Pela

USP - FDUSP

O presente trabalho foi realizado com apoio da Fundação Getulio Vargas, por meio da bolsa Mario Henrique Simonsen de Ensino e Pesquisa

RESUMO

A transparência e divulgação de informações relevantes é um dos pilares da regulamentação do mercado de valores mobiliários. A arbitragem, por sua vez, tem como característica a possibilidade do total sigilo por escolha das partes e, ainda assim, é cada vez mais usada por companhias abertas brasileiras. Com isso em mente, este trabalho buscou avaliar a realidade das informações disponibilizadas pelas companhias abertas brasileiras em relação a arbitragens que as envolvam. Para tanto, foram analisados documentos exigidos pela regulamentação da CVM e disponibilizados pelas companhias, quais sejam, os Formulários de Referência e os Fatos Relevantes. O estudo demonstrou que não há padronização nestes documentos na forma de divulgação das arbitragens pelas companhias, bem como que o conteúdo divulgado difere muito entre as companhias, ainda que sob a mesma regulação. Ainda, verificamos que não é possível aferir o significado de relevância para fins de divulgação em relação às arbitragens, uma vez que as companhias diferem muito naquilo que é divulgado.

Palavras-Chave: mercado de capitais; regime informacional; arbitragem; confidencialidade; companhias abertas

ABSTRACT

Transparency and disclosure of material information is one of the pillars of securities regulation. Arbitration, in its turn, is characterized by the possibility of total secrecy by choice of the parties and, even so, it is increasingly being used by Brazilian publicly-traded companies. With this in mind, this dissertation sought to assess the reality of the information made available by Brazilian publicly-traded companies in relation to arbitrations involving them. For this purpose, documents required by CVM regulations and made available by the companies, namely the Reference Forms and Material Facts, were analyzed. The research finding demonstrates that there is no standardization in these documents in the form of disclosure of the arbitration by companies, as well as that the content disclosed differs greatly among companies, even under the same regulation. In addition, we found that it is not possible to assess the meaning of materiality for disclosure purposes in relation to arbitrations, since there is great difference in what the companies disclose.

Key-words: securities market; full disclosure; arbitration; confidentiality; public-traded companies.

LISTA DE FIGURAS

- Figura 1** - Local de menção da existência de procedimentos arbitrais das companhias abertas listadas no Novo Mercado no Formulário de Referência, considerando os anos-base de 2014 a 2018. 85
- Figura 2** - Conteúdo do item do Formulário de Referência destinado a Processos Sigilosos Relevantes (item 4.5) quando houve divulgação de arbitragem somente nos itens 4.3 e/ou 4.4, considerando os Formulários dos anos-base de 2014 a 2018 de companhias listadas no Novo Mercado. 89
- Figura 3** - Diagrama de Venn demonstrando a quantidade de vezes em que (a) há indicação do valor envolvido sem indicação da análise de impacto em caso de perda; (b) há indicação da análise de impacto em caso de perda sem indicação do valor envolvido; e (c) há indicação dos valores envolvidos e análise de impacto em caso de perda, considerando as 249 menções à arbitragem individualmente consideradas com conteúdo apurável nos itens 4.3, 4.4 e 4.5 dos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 de companhias listadas no Novo Mercado. 95
- Figura 4** - Casos em que conteúdo da análise de impacto em caso de perda foi disponibilizado, considerando se realizada de forma específica ou genérica no universo do total de menções individuais a procedimento arbitral nos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias listadas no Novo Mercado. 96
- Figura 5** - Casos em que conteúdo da análise de impacto em caso de perda foi disponibilizado de forma específica ou genérica, considerando somente as oportunidades em que foi também mencionado o valor envolvido considerando o total de menções individuais a procedimentos arbitrais nos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado. 97
- Figura 6** - Relação das informações disponibilizadas pelas companhias, classificadas por quantidade de apontamentos, considerando o total de menções individuais a procedimento arbitral nos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado. 99

Figura 7 - Natureza dos litígios das arbitragens divulgadas, individualmente tratadas, considerando o total de menções individuais a procedimento arbitral nos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado.	100
Figura 8 - Identificação dos polos em que atuam as companhias nas arbitragens divulgadas, individualmente consideradas e levando em conta os Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado.....	101
Figura 9 - Tema do Fato Relevante que continha menção à arbitragem, considerando se o procedimento arbitral era o tema principal do documento ou era tratado de forma incidental, dentro do universo dos Fatos Relevantes divulgados nos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado.....	104
Figura 10 – Temas centrais dos Fatos Relevantes analisados que tiveram como assunto principal arbitragem envolvendo a companhia, considerando os Fatos Relevantes divulgados pelas companhias abertas listadas no Novo Mercado e no período de janeiro de 2014 a dezembro de 2018.	108
Figura 11 - Diagrama de Venn demonstrando a quantidade de vezes em que a arbitragem é indicada no Formulário de Referência e a quantidade de vezes que é divulgada em Fato Relevante, bem como as vezes em que são divulgadas em ambos, considerando os Formulários de Referência e os Fatos Relevantes divulgados entre 2014 e 2018 pelas companhias listadas no Novo Mercado.	115

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Número de Fatos Relevantes cujo o tema principal era arbitragem envolvendo a sociedade divulgado pelas companhias listadas no Novo Mercado e os documentos divulgados entre 2014 e 2018. 107

Tabela 2 - Quadro esquematizando os Fatos Relevantes divulgados pela CCX tratando do procedimento arbitral que lhe era movido pela YCCX 109

LISTA DE ABREVIATURAS

Alper	Alper Consultoria e Corretora de Seguros S.A.
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
B3	B3 – Brasil, Bolsa, Balcão
BR Properties	BR Properties S.A.
BSM/B3	BSM – B3 Supervisão de Mercados
CAM/B3	Câmara de Arbitragem do Mercado da B3
CCI	Câmara de Comércio Internacional
CCX	CCX Carvão da Colômbia S.A.
CFRB	Constituição Federal da República Federativa do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPC	Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 - Código de Processo Civil
CPFL Renováveis	CPFL Energias Renováveis S.A.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCVM 538/2009	Texto integral da Deliberação CVM nº 538, de 05 de março de 2008, com as alterações introduzidas pelas Deliberações CVM nº 552/08, 775/17 e 780/17
DRI	Diretor de Relação com Investidores
Ecorodovias	Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.
Eletropaulo	Eletropaulo Metropolitana Eletricidade de São Paulo S.A.

Enauta	Enauta Participações S.A.
Gafisa	Gafisa S.A.
ICVM 358/2002	Texto integral da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM Nos 369/02, 449/07, 547/14, 552/14, 568/15, 590/17 e 604/18.
ICVM 400/2003	Texto integral da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 429/06, 442/06, 472/08, 482/10, 488/10, 507/11, 525/12, 528/12, 531/13, 533/13, 546/14, 548/14, 551/14, 566/15, 571/15, 583/16, 584/17, 588/17, 595/18, 600/18, 601/18 e 604/18.
ICVM 461/2007	Texto integral da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 468/08, 499/11, 508/11, 544/13, 554/14 E 590/17.
ICVM 476/2009	Texto integral da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, com as alterações introduzidas pelas Instruções CVM nº 482/10, 488/10, 500/11, 551/14, 554/14, 583/16, 585/17, 600/18, 601/18 e 605/19.
ICVM 480/2009	Texto integral da Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009 com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nºº 488/10, 509/11, 511/11, 520/12, 525/12, 547/14, 552/14, 561/15, 567/15, 568/15, 569/15, 583/16, 584/17, 585/17, 586/17, 588/17, 595/18, 596/18, 600/18, 603/18, 604/18 e 609/19.
ICVM 607/2019	Texto integral da Instrução CVM nº 607, de 17 de junho de 2019 com as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 613/19
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i> – Normas Internacionais de Demonstrações Financeiras
IOSCO	<i>International Organization of Securities Comissions</i> – Organização Internacional das Comissão de Valores Mobiliários

JBS	JBS S.A.
LArb	Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996 – Lei da Arbitragem
LCIA	London Court of International Arbitration
Liq	Liq Participações S.A.
LMVM	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 – Lei de Mercado e Valores Mobiliários
Log-In	Log-In Logística Intermodal S.A.
LSA	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – Lei das Sociedades Anônimas
Neoenergia	Neoenergia S.A.
Neoenergia	Neoenergia S.A.
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
OGX	Óleo e Gás Participações S.A.
OSX	OSX Brasil S.A.
Parapanema	Parapanema S.A.
PAS	Processo Administrativo Sancionador
Santos Brasil	Santos Brasil Participações S.A.
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
STF	Supremo Tribunal Federal
Tecnisa	Tecnisa S.A.
Terra Santa	Terra Santa Agro S.A.
Tim	Tim Participações S.A.

YCCX

YCCX Colômbia S.A.S.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	17
1. INFORMAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	20
1.1. Por que regular as informações no mercado de valores mobiliários?.....	20
1.2. Custos da divulgação e da busca por informações.....	23
1.3. O problema de assimetria informacional: justificativa para a regulação	26
<i>1.3.1. Assimetria informacional e a seleção adversa</i>	<i>26</i>
<i>1.3.2. Assimetria informacional, conflito de agência e custos de monitoramento</i>	<i>27</i>
2. REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS.....	31
2.1. Regime informacional do mercado de valores mobiliários.....	31
<i>2.1.1. Regime informacional na LSA e LMVM.....</i>	<i>31</i>
<i>2.1.2. Regime informacional na regulamentação da CVM</i>	<i>34</i>
<i>2.1.3. Regime informacional na autorregulação.....</i>	<i>39</i>
2.2. Estratégias de Regulação: Regras versus Princípios	43
<i>2.2.1. Principais estratégias e seus custos</i>	<i>43</i>
<i>2.2.2. Escolha da estratégia de regulação</i>	<i>47</i>
<i>2.2.3. A estratégia do regime informacional no mercado de valores mobiliários brasileiro.....</i>	<i>50</i>
3. ARBITRAGEM E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS	55
3.1. Predominância da autonomia privada das partes e a confidencialidade	55
3.2. Autonomia privada e sigilo das arbitragens.....	57

3.3.	Cláusula compromissória estatutária nas sociedades anônimas e as exigências do Novo Mercado	59
4.	INFORMAÇÃO SOBRE ARBITRAGENS E MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: EXERCÍCIO DE DIREITOS E PRECIFICAÇÃO DO ATIVO	65
4.1.	Informação sobre arbitragens e exercício de direitos	65
4.2.	Informação sobre arbitragens e a precificação dos ativos e decisão do investidor	69
5.	A REALIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS PELAS COMPANHIAS ABERTAS	73
5.1.	Metodologia e delimitação do campo	74
5.1.1.	<i>Companhias escolhidas como objeto de estudo e período analisado</i>	74
5.1.2.	<i>Documentos objeto de análise</i>	76
5.1.2.1.	<i>Formulário de Referência</i>	76
5.1.2.2.	<i>Fatos Relevantes</i>	79
5.2.	Principais Achados	82
5.2.1.	<i>Análise dos Formulários de Referência</i>	82
5.2.1.1.	<i>Aspectos Gerais</i>	83
5.2.1.2.	<i>Forma de divulgação da arbitragem nos Formulários de Referência</i>	84
5.2.1.3.	<i>Conteúdo da divulgação da arbitragem</i>	91
5.2.2.	<i>Análise dos Fatos Relevantes</i>	102
5.2.2.1.	<i>Forma de divulgação de arbitragens nos Fatos Relevantes</i>	103
5.2.2.2.	<i>Conteúdo dos Fatos Relevantes</i>	107
5.2.3.	<i>Relação entre os Fatos Relevantes e os Formulários de Referência</i> ...	114
5.2.3.1.	<i>Arbitragens divulgadas somente por Fato Relevante</i>	115
5.2.3.2.	<i>Comparando os Fatos Relevantes com os Formulários de Referência</i>	119

6.	ACHADOS EMPÍRICOS VIS-A-VIS TEORIA.....	125
6.1.	Custo da busca pela informação e a falta de padronização	125
6.2.	Estratégia regulatória, custos de divulgação e resultados empíricos	126
	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	128
	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	130
	APÊNDICE	137

INTRODUÇÃO

A presente pesquisa se propõe a compreender como as companhias abertas brasileiras divulgam informações relevantes que derivam de procedimentos sigilosos que as envolvam. Para a realização deste estudo, escolheu-se a divulgação de informações a respeito de arbitragens confidenciais envolvendo companhias abertas no Brasil. O tema vem ganhando destaque nos últimos tempos, em especial considerando o interesse do Brasil em ingressar e participar com maior destaque em organismos internacionais. Em recente documento divulgado por grupo de trabalho envolvendo integrantes da CVM, da OCDE e do Ministério da Economia em 2019¹, questionou-se se o total sigilo da arbitragem não seria prejudicial para o desenvolvimento do mercado de capitais e para a proteção dos acionistas minoritários. Essa não era a tendência brasileira quando o assunto era arbitragem envolvendo as companhias abertas.

A arbitragem vem sendo considerada meio adequado para a resolução de litígios diante do maior grau de especialização dos julgadores, da maior celeridade do procedimento e da maior maleabilidade das regras procedimentais, as quais poderão ser convencionadas pelas partes. Outra característica da arbitragem a torna muito atrativa para as sociedades – e é aquela que a levou a ser objeto de nosso estudo – que é a possibilidade de as partes optarem pelo total sigilo do procedimento, de seu conteúdo e até mesmo de sua própria existência.

A pesquisa proposta volta o olhar para a utilização da arbitragem, de forma sigilosa, por companhias que se financiam no mercado de valores mobiliários brasileiro. A utilização deste método de resolução de conflitos está relacionada com boas práticas de governança corporativa, tanto que a inclusão de cláusula compromissória no estatuto social da companhia, considerando litígios de natureza societária, é exigência para listagem nos segmentos de mais alta governança corporativa da B3 (Novo Mercado, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2 e Nível 2).²

Vislumbramos aqui um potencial paradoxo, que justifica a realização deste trabalho. Se de um lado presume-se que a arbitragem, a qual em regra é totalmente ou em parte sigilosa, está

¹ Documento disponível no sítio eletrônico da CVM: <<http://tiny.cc/m9cemz>>. Acesso em: 13 de fevereiro de 2020.

² Em que pese a recente posição do Grupo de Trabalho da CVM, OCDE e Ministério da Economia anteriormente mencionada, ainda se considera que, de forma geral, a arbitragem é vista como um instrumento de boa governança.

ligada a boas práticas de governança, de outro lado, as companhias estão sujeitas à regulação baseada no regime informacional, pelo qual são obrigadas a divulgar as mais diversas informações relevantes a seu respeito, a fim de se garantir um mercado justo, eficiente e transparente.

Em princípio, esta questão do possível paradoxo poderia ser estendida para qualquer litígio que tramitasse de forma sigilosa, seja ele arbitral, judicial ou administrativo. Contudo, o foco na arbitragem se dá em razão da liberalidade que as partes têm de determinar a sua confidencialidade. Com esta motivação, o estudo proposto quer compreender quais informações a respeito de arbitragens sigilosas envolvendo companhias abertas chegam ao mercado por meio das próprias companhias. A legislação e a regulamentação da CVM trazem poucas definições a respeito de quais informações deverão ser fornecidas pelas companhias a respeito de arbitragens sigilosas, de forma que não sabemos o que esperar exatamente das divulgações pelas companhias.

O primeiro passo do trabalho será a construção de um arcabouço teórico que nos permita compreender porque existe um regime informacional no mercado de valores mobiliários. Para isto, apresentaremos fundamentos econômicos que demonstram a existência de falhas de mercado decorrentes da assimetria informacional, assimetria esta que a regulação do mercado de valores mobiliários busca evitar. Também estudaremos as possíveis estratégias de regulação e os incentivos que cada uma delas podem criar, a fim de possibilitar a eventual análise de adequação da regulamentação existente. Apresentaremos a disciplina jurídica do mercado de valores mobiliários no Brasil atualmente, desde a regulação estatal até a privada. Finalmente, iremos analisar o instituto da arbitragem e a autonomia da vontade que o permeia, de forma a compreender se e como as companhias poderiam escolher pelo total sigilo da arbitragem.

Com o fundamento teórico estruturado, realizaremos pesquisa empírica envolvendo as companhias abertas listadas no Novo Mercado visando a compreender como se manifesta ao mercado a coexistência de obrigações para estas companhias: de um lado, o sigilo contratualmente imposto da arbitragem e de outro, a regulação que exige divulgação de informações que influenciem na tomada de decisão de investimento ou que digam respeito ao exercício de direitos.

Foram analisados documentos referentes a cinco anos das companhias listadas no período no segmento de listagem do Novo Mercado tendo em mente algumas hipóteses de

pesquisa. A primeira é a de que há um embate entre o sigilo da arbitragem, contratualmente definido entre as partes, e as exigências regulatórias relativas à informação. Portanto, não seria compatível a existência de arbitragens estritamente sigilosas, sem divulgação de quaisquer informações a seu respeito, com o regime informacional existente no mercado de capitais.

A segunda hipótese parte do entendimento de que a regulamentação existente a respeito da divulgação das arbitragens sigilosas torna incerto para as companhias o que deverá ser divulgado ao mercado a respeito das arbitragens. Em um momento em que se discute cada vez a diminuição da regulamentação pela CVM no mercado de capitais, o exemplo da arbitragem sigilosa utilizada por companhias abertas e as poucas regras que tocam às informações que as envolvem pode ser um exemplo de como a falta de regulação pode prejudicar a divulgação de informações ao mercado.

A terceira hipótese é que a padronização não é irrelevante, isto é, uniformidade na forma e no conteúdo que deverão ser divulgados pelas companhias a respeito dos fatos relevantes que as envolvam. A falta de uniformidade torna a informação disponibilizada inacessível ou, ao menos, de difícil acesso ao investidor e provoca assimetria informacional e aumenta significativamente os custos de agência na sociedade.

Este trabalho partirá de um fundamento teórico para compreender a importância da informação para o bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, bem como a disciplina jurídica brasileira a respeito das exigências informacionais para as companhias abertas. Analisará as características da arbitragem que permitem o seu total sigilo e as possíveis estratégias de regulamentação para o mercado de valores mobiliários. Com o fundamento teórico, realizaremos estudo empírico para analisar se a regulação na forma que é se mostra suficiente e se as companhias abertas brasileiras divulgam de maneira a efetivamente levar ao mercado as informações a respeito de arbitragens que as envolvam.

1. INFORMAÇÃO NO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

1.1. Por que regular as informações no mercado de valores mobiliários?

Uma das premissas teóricas deste estudo é a de que a informação cumpre um importante papel dentro do mercado de valores mobiliários, garantindo que ele seja transparente, justo e eficiente. Esta premissa não implica a necessidade de regulamentação do mercado de capitais, uma vez que o mercado poderia funcionar perfeitamente sem qualquer regulação, na medida em que os próprios investidores penalizariam as empresas que não divulgassem propriamente as suas informações, vendendo as suas ações. Com aumento da oferta, os valores das ações da companhia cairiam e, conseqüentemente, também o valor de mercado da sociedade. As empresas, tentando evitar a punição pelos investidores, realizariam espontaneamente a divulgação das informações que os investidores considerassem necessárias, tornando-se dispensável a regulação estatal.³

Por que esta posição extremamente liberal não parece funcionar no mercado de valores mobiliários⁴? Compreender a razão pela qual se regula é fundamental para que entendamos a regulação do mercado de capitais e como ela é feita. Muitos mercados, ainda que regulados, o são de forma mais singela, mesmo que se tratem de mercados de grande porte. O mercado de valores mobiliários, por sua vez, tem para si desenvolvido um detalhado sistema regulatório, inclusive com regras que determinam uma série de divulgações obrigatórias.

A resposta para a razão de regular – de forma geral e não exclusiva para o mercado de valores mobiliários – foi dada por Ronald Coase no início do século XX, quando o autor tratou dos custos de transação (COASE, 1937)⁵. Se não houvesse custos de transação, os agentes de qualquer mercado iriam alocar os recursos da forma mais eficiente possível, sendo desnecessária qualquer regulamentação externa ao mercado.

³ Após falar da diferença entre mercado financeiro e de capitais, colocam os autores: “[...] *it does not follow that all markets should be regulated equally intensively. In some, private ordering may be feasible, and the need for governmental oversight may seem minimal*”. (COFFEE JR et al., 2007, p.1.)

⁴ Para fins deste trabalho, o termo “mercado de valores mobiliários” e o termo “mercado de capitais” serão usados como sinônimos.

⁵ Custos de transação são os custos para a realização de um negócio. Em melhores palavras, são aqueles custos que podem impedir que a transação ocorra, sendo desde o custo para realização de uma transferência bancária até efeitos reputacionais para aqueles que realizam determinada transação. Neste tema, imprescindível conferir: COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937.

Como será explorado nas próximas seções, o mercado de capitais é repleto de custos de transação e, portanto, alguma regulação será necessária para o seu funcionamento eficiente. Do contrário, os custos existentes impedirão que os bens sejam alocados de forma eficiente para aqueles que mais os valorizam.

A teoria dos custos de transação justifica a regulação de qualquer mercado em que tais custos estejam presentes, e não somente o mercado de valores mobiliários. Tornando o olhar em específico para o mercado de valores mobiliários, a redução dos custos de transação (como os custos de monitoramento, como veremos mais adiante) justificam a existência da regulação.

A existência de regulação também se mostra importante do ponto de vista do desenvolvimento do mercado. La Porta et. al (2000). sugerem, a partir de pesquisa empírica comparada, que a existência de alguma regulação que confira proteção ao investidor torna o mercado de capitais mais desenvolvido. Os autores demonstraram uma correlação entre a regulação no mercado de capitais e o seu desenvolvimento; os autores não apresentam qual seria a regulação ótima a ser aplicada, somente demonstrando que para o desenvolvimento do mercado de capitais é importante a existência da regulação para proteção do investidor (LA PORTA et. al., 2000).

Numa perspectiva mais macro, Coffee et. al. (2007, p.2) apresentam uma série de razões que demonstram a importância da regulação do mercado de valores mobiliários. Há uma forte relação entre a saúde do mercado de valores mobiliários e a saúde econômica do país. Tomando como exemplo a quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929, os autores sugerem que a falta de regulação que leve a uma crise no mercado de valores mobiliários tem condão de afetar o país como um todo, e não somente o mercado de capitais em específico.⁶

Estes argumentos demonstram porque regular o mercado de valores mobiliários, mas não apontam necessariamente a importância da regulação das informações disponibilizadas nele. Como em outros mercados, a regulação poderia tratar de qualificação dos agentes, sistema de preços ou qualquer outra temática, entretanto, a regulação do mercado de valores mobiliários é extremamente centrada no regime de informações disponibilizadas pelas companhias.

⁶ “When Wall Street sneezed (as it did massively in October, 1929) the rest of America could become seriously ill”. (COFFEE JR et al., 2007, p. 3).

Uma das razões para este foco nas informações está no fato de que um dos maiores custos de transação que será encontrado no mercado de capitais – senão o maior – é aquele de obtenção de informações a respeito dos ativos nele negociados. É tamanha a importância dada à informação que a utilização de informação relevante ainda não divulgada ao mercado de acordo com o regime informacional é considerada crime⁷, o que não vemos em outros mercados.

Neste ponto, devemos considerar que muitos mercados vendem produtos cujas características são facilmente identificáveis e, ainda, têm como seus atores profissionais que esperam ter uma relação contínua entre si e por causa disso trabalham por construir uma reputação honesta.⁸ Ainda que não houvesse tais características, em grande parte dos mercados há outros remédios para que se conheçam as qualidades do produto, como por meio de sua inspeção. A peculiaridade do mercado de valores mobiliários está no fato de que o conteúdo a respeito das companhias não é tangível e facilmente verificável ao mesmo tempo em que o preço do ativo é diretamente influenciado por estas mesmas informações a respeito do emissor.

Outro tema importante que justifica a existência da regulação da informação no mercado de valores mobiliários é a mitigação das falhas de mercado. Como vimos, a regulação é capaz de diminuir os custos de transação, contudo, a sua operacionalização também será um custo si, o que poderia restringir a questão a um cálculo básico de custo-benefício. Portanto, devemos também levar em conta que a regulação irá auxiliar na redução das falhas de mercado decorrentes da assimetria informacional.

Vemos a grande importância que a informação tem no mercado de capitais, em especial àquelas que dizem respeito às companhias emissoras, ao mesmo tempo que sabemos que as principais responsáveis pela divulgação destas informações serão as próprias companhias. Em razão disso, nas próximas seções tentaremos entender os incentivos que os emissores têm para divulgação das informações e, ao mesmo tempo, compreender quais os efeitos que a regulação – ou a falta dela – podem ter no mercado de valores mobiliários.

⁷ Crime de utilização de informação privilegiada ou *insider trading*, como é conhecido, previsto no artigo 27-D da LMVM.

⁸ Coffee et al. exemplificam os mercados de trigo, óleo e diamantes como os mercados com estas características. (COFFEE JR et. al., 2007, p. 4).

1.2. Custos da divulgação e da busca por informações

Grossman e Hart (1980) demonstram que uma companhia irá deliberadamente divulgar informações a seu respeito se, e somente se, três premissas forem cumpridas: (a) os investidores saibam que a sociedade detém tal informação; (b) as sociedades não tenham a opção de mentir; e (c) a divulgação não tenha custos.

Os dois primeiros pressupostos já remetem instintivamente à necessidade de regulação da informação no mercado de capitais. Para que haja divulgação de informações pelas companhias, será necessário que o mercado em geral, na figura dos investidores, tenha conhecimento de que a informação a ser divulgada está em poder da companhia. Se o mercado não souber que a companhia detém determinada informação, não haveria razão para a companhia divulgá-la ao mercado, tendo em vista que inexistiria qualquer expectativa. A mesma lógica pode ser replicada à segunda premissa: se os investidores não forem capazes de discernir a informação verdadeira da falsa, não haverá incentivos para as companhias divulgarem as informações corretamente quando não for a elas vantajosa tal divulgação.

Portanto, as duas primeiras premissas são relativamente simples: a companhia não irá divulgar informações quando os investidores não souberem que elas estão em seu poder, uma vez que não há expectativa da divulgação; da mesma forma, se for possível mentir, somente haverá divulgação das informações verdadeiras que forem favoráveis à companhia. Já a terceira premissa não fala diretamente do conhecimento a respeito das informações, e sim dos custos para divulgação de informação.

Sobre este tema, devemos considerar que os custos de divulgação irão variar de companhia para companhia e que determinada sociedade somente irá divulgar as informações na medida em que isso não lhe custar mais do que lhe custa a não divulgação.⁹ Assim, quando os custos da divulgação das informações forem superiores aos custos incorridos pela não

⁹ Neste sentido: *“Portanto, uma lógica importante do sistema de divulgação obrigatória é que os custos privados de divulgação podem exceder seus custos sociais, levando a menor divulgação no sistema privado, no qual cada empresa escolhe seu próprio nível de divulgação do que no sistema obrigatório. Em resumo, um nível socialmente ótimo de divulgação pode ser atingido apenas por meio da lei obrigatória.”*

Tradução livre de: *“Hence, one important rationale for mandatory disclosure system is that the private costs of disclosure can exceed its social costs, thus leading to lesser disclosure under private ordering system in which each firm choose its own level of disclosure than under a mandatory system. In short, a socially optimal level of disclosure may be only achievable through mandatory law”* (COFFEE JR et. al., 2007, p. 4-5.)

divulgação, inexistirão incentivos para que os administradores das companhias façam as divulgações de informações de forma que seja melhor para o mercado.

Os custos da divulgação podem ser os custos diretos para sua divulgação, como valores pagos aos jornais impressos para divulgação dos balancetes ou os indiretos, como a perda de rendimento quando divulgada uma informação desfavorável. Quando os custos forem aqueles operacionais da divulgação, a divulgação da informação pela companhia dependerá simplesmente de uma análise de custo-benefício. Sendo os benefícios advindos da divulgação superiores a estes custos operacionais, a companhia divulgará a informação; sendo inferiores, não haverá disponibilização do conteúdo.

A análise de custo-benefício para a companhia não impedirá que as informações divulgadas o sejam de forma inferior ao socialmente ótimo. Considerando que a informação é um bem público e é apta a melhorar o bem-estar geral, ainda assim os benefícios sociais não serão inteiramente internalizados pela companhia, e sim somente os benefícios privados, de forma que o cálculo de custo-benefício para a divulgação não considera todo o benefício social advindos da publicidade da informação (ZINGALES, 2009). Neste sentido, conforme Zingales (2009, p.5):

Embora as empresas internalizem os benefícios que podem derivar da divulgação, elas não internalizarão o valor total dos benefícios sociais. A divulgação da General Motor ajuda os investidores a avaliar a Ford, mas a GM nunca internalizará esse benefício.¹⁰

Diante da existência destes custos, assume-se que é necessária a existência de alguma regulação que garanta a publicidade da informação não somente quando for favorável àquele que pode disponibilizá-la. Inexistindo regras que determinem o momento e o conteúdo que deverão ser divulgados pelas companhias, os custos para a publicação das informações farão com que somente sejam disponibilizadas as informações que implicarem no benefício privado para as companhias.

Além dos custos da divulgação das informações para aqueles que as detêm, há também que se considerar o custo de procura pela informação no mercado. Stigler (1961) trata do tema

¹⁰ Tradução livre de: “*While firms internalize the benefits they can derive from disclosure, they will not internalize the full value of social benefits. General Motor’s disclosure helps investors evaluate Ford, but GM will never internalize this benefit.*”

pela abordagem da procura, no mercado consumidor, por quem são os vendedores e quem são os compradores de determinados produtos, bem como a busca pelos preços oferecidos.

O autor não tratou de busca por informações a respeito da qualidade dos produtos, por exemplo. No caso de nosso estudo empírico, o que os investidores buscam de informações sobre os emissores dizem mais respeito à qualidade da companhia – a existência de procedimentos arbitrais poderia significar má governança ou condutas inadequadas, por exemplo – do que a busca pelos preços dos ativos. Ainda assim, seu estudo é importante por demonstrar que há um custo para a busca de informações em qualquer mercado e este custo poderá, a depender dos benefícios decorrentes da informação obtida, desincentivar a busca pelas informações.

O autor concluiu que o custo de informação será diretamente proporcional à dispersão da informação no mercado. E a quantidade ótima de busca pela informação ocorrerá quando o custo de procura for igual ao benefício marginal que essa busca trará (STIGLER, 1961, p.216). Isto nos leva a concluir que o sujeito não irá realizar a busca pela informação quando os benefícios que a informação trará forem menores que os custos da sua procura. Vemos assim que os destinatários das informações acabarão por fazer o mesmo cálculo de custo-benefício daqueles que as divulgam.

O autor propõe algumas soluções à dispersão de informação em um mercado, como a publicação das informações e a existência de negociantes especializados que concedem um espaço para compradores e vendedores em potencial (STIGLER, 1961, p.216). Vemos que estes passos sugeridos foram de certa forma aplicados ao mercado de valores mobiliários: a bolsa de valores funciona como este espaço que reúne compradores e vendedores e o regime informacional obriga a publicidade das informações relevantes ao mercado. A garantia de publicidade das informações e organização delas em um sistema de documentos de divulgação obrigatória deverá diminuir os custos de busca pela informação.

Portanto, a informação tem um custo: ela irá custar para ser divulgada pela companhia e irá custar para ser procurada no mercado pelo investidor. Em um mundo que idealmente fosse livre de custos de transação (como os custos de divulgação e os custos de procura pela informação) e externalidades¹¹ (o custo social da informação), as companhias e investidores

¹¹ Externalidades são os efeitos que determinada transação terá sobre terceiros, podendo ser positivas ou negativas. Para entender mais, conferir: COASE, Ronald H. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, p. 1-44, 1960.

negociariam de forma que a informação estaria com aquele que mais valorizasse esse bem, sendo o bem informação alocado de forma eficiente. Entretanto, este mercado não existe e o regime informacional se presta a garantir que estes custos para divulgação e busca da informação não inviabilizem o mercado de valores mobiliários.

1.3. O problema de assimetria informacional: justificativa para a regulação

Uma das principais falhas de qualquer mercado é a assimetria informacional. Enquanto houver diferença entre as informações em poder dos vendedores e compradores, ou até mesmo entre diferentes compradores, haverá falhas de mercado que prejudicarão o seu adequado funcionamento. O mercado de valores mobiliários não é isento deste problema, de forma que iremos analisar quais problemas poderão advir da assimetria informacional no mercado de valores mobiliários para que se possa compreender qual o papel da regulação neste mercado.

1.3.1. Assimetria informacional e a seleção adversa

Considerando que este estudo se debruça sobre o regime informacional, importante entendermos as falhas de mercado que poderão ocorrer em razão da falta de informação do mercado para todas as partes. Este tema vem sendo objeto de estudo há décadas quando tratando da assimetria informacional e das consequências que decorrem de uma parte em uma transação ter mais informações que a outra.

A assimetria informacional é o que ocorre quando uma companhia aberta não divulga informações relevantes a seu respeito, uma vez que a companhia, no papel de emissora no mercado de capitais – ou vendedora –, terá mais informações disponíveis que o indivíduo, que atua no papel de investidor ou comprador.

Um dos problemas decorrentes da assimetria informacional é a seleção adversa. Akerlof (1970) exemplifica este conceito descrevendo o mercado de carros usados, no qual são vendidos carros de boa qualidade e carros baixa qualidade. Em um mundo ideal em que o vendedor e o comprador do carro usado tivessem as mesmas informações a respeito da qualidade do bem, o carro usado de boa qualidade seria vendido por 20 enquanto o de baixa qualidade por 10. Quando há assimetria de informações, o comprador não sabe distinguir o carro de boa qualidade daquele de má qualidade, logo, não estará disposto a pagar 20 por qualquer carro, uma vez que não tem informações sobre a qualidade do bem, estando disposto a arcar com um valor

intermediário, como 15. O vendedor, por sua vez, por saber qual é o carro de alta qualidade, não estará disposto a vendê-lo por este preço intermediário, de forma que os carros de boa qualidade são afastados do mercado.

Esta é a seleção adversa: o afastamento do mercado dos produtos de qualidade e dos vendedores que pretendem vender os produtos de qualidade em razão da assimetria de informações. Este efeito é chamado por Akerlof (1970, p.495-496) de “custo de desonestidade”. Em um mercado em que os vendedores negociam produtos de forma honesta e desonesta, o problema do comprador será identificar a qualidade do produto. Mesmo que existam vendedores que querem vender produtos de boa qualidade e compradores que queiram adquirir tais produtos, a existência de vendedores que mentem sobre a qualidade dos produtos e geram incertezas tendem a afastar do mercado estes “vendedores honestos”. Portanto, o custo de desonestidade não se dá somente nos preços pagos pelos consumidores e na qualidade dos produtos disponíveis, como também na exclusão dos negociantes honestos do mercado.

O afastamento dos produtos de qualidade e dos vendedores honestos do mercado não é o único efeito que poderá a assimetria informacional gerar. Além disso, ela poderá ter o efeito de eliminar por completo determinado mercado, uma vez que na medida em que os produtos de qualidade são afastados do mercado, os compradores estarão dispostos a pagar cada vez menos e o preço irá se equiparar com a qualidade do produto que será muito baixa, até o momento em que o vendedor não estará disposto a vender por um preço tão baixo e o comprador não irá adquirir bem de tão baixa qualidade, eliminando-se o mercado.

A seleção adversa deixa clara a importância da informação para que os preços no mercado sejam representativos dos produtos nele comercializados, bem como para a manutenção no mercado dos produtos de qualidade. Sem que se busque minimizar a assimetria informacional no mercado de valores mobiliários – exatamente o que o regime informacional se presta a fazer – poderemos acabar afastando as companhias “honestas” e de “qualidade” deste mercado.

1.3.2. Assimetria informacional, conflito de agência e custos de monitoramento

Uma sociedade não é uma entidade neutra, de forma seu interesse é manifestado por meio da deliberação e das decisões daqueles que detém a sua propriedade (VILELA, 2017,

p.28). Aqueles que têm o poder decisório atuarão para maximizar de seu bem-estar individual, o qual poderá não ser coincidente para diferentes sujeitos e para a própria companhia.

Partindo desta premissa, a teoria da agência estuda os interesses e comportamentos dos diferentes atores de uma sociedade, descritos como “principal” e “agente”.¹² O principal será aquele que emprega o agente para executar em seu nome algum serviço, delegando algum poder decisório.¹³ Em uma companhia, por exemplo, pode-se considerar o administrador como o agente, uma vez que tem a si delegado o poder decisório por aqueles que o detém, no caso os acionistas, que serão o principal. O conflito existirá quando aquele que detém o poder decisório ou tem a si delegado este poder tiver a possibilidade de maximizar o seu bem-estar agindo em contrariedade aos interesses da sociedade.

Em companhias em que a participação acionária é dispersa, este conflito é demonstrado, geralmente, na busca pelo administrador (agente) de seu interesse individual em detrimento do interesse de todos os acionistas (principal). Considerando uma empresa em que haja um acionista (ou bloco) controlador, como é o caso de grande parte das companhias brasileiras, o conflito geralmente se dará entre diferentes acionistas, e não necessariamente entre acionistas e administradores. Sendo a participação acionária concentrada, o controlador indicará a maioria dos administradores, bem como, por ser fortemente afetado pelas condutas do administrador, aceitará arcar com os custos de monitoramento das decisões tomadas, forçando-o a atuar

¹² A literatura sobre o tema é geralmente em inglês, de forma que utiliza a nomenclatura “*principal*” e “*agent*” para denominar os sujeitos em conflito na teoria da agência. Em que pese a tradução literal possa não ser a mais apropriada para o caso, será utilizada a denominação de principal e agente que já é utilizada pela literatura no Brasil sobre o tema e será a nomenclatura por nós utilizada.

¹³ “*Definimos uma relação de agência como um contrato em que uma ou mais pessoas (o(s) principal(is)) emprega uma outra pessoa (agente) para executar em seu nome um serviço que implique a delegação de algum poder de decisão ao agente.*” Tradução livre de “*We define an agency relationship as a contract under which one or more persons (the principal(s)) engage another person (the agent) to perform some service on their behalf which involves delegating some decision making authority to the agent.*” (JENSEN; MECKLING, 1976, p.308.)

conforme seus interesses, de tal forma que o maior conflito passa a ser entre controladores (principal) e minoritários (principal), no chamado conflito principal-principal.^{14 15}

O acesso à informação tem relevância neste tema quando falamos nos custos de agência: os custos para que os principais monitorem os agentes (seja na relação administrador e acionista ou na relação minoritários e controladores) para que atuem para a maximização do interesse dos acionistas e da companhia e não de si próprios.

O custo incorrido ao principal para que o agente atue de acordo com os seus interesses é a soma do custo de monitoramento e de incentivos (DEMOUGIN; FLUET, 2001, p.1753). Isto é, o principal terá duas ferramentas para que o agente atue em seu interesse: monitorar as suas atitudes ou conferir incentivos. Os incentivos podem ser de diversos tipos, como financeiro, por meio de bônus pela performance, como conferindo segurança ao agente, por meio da limitação de sua responsabilidade. O monitoramento terá relação direta com as informações disponíveis aos investidores.

Os custos de monitoramento existirão em qualquer relação contratual. Na relação entre os investidores e a companhia emissora, o monitoramento deverá ser realizado da segunda pelos primeiros, mais especificamente, dos acionistas em relação à atuação da administração da companhia. Os acionistas somente irão realizar o monitoramento na medida em que os custos para tanto não superem os benefícios que retornarão da realização deste controle e dentre os custos de monitoramento encontra-se o custo de busca pelas informações.

A fiscalização da conduta da administração da companhia somente é possível pelo conhecimento das informações do que está sendo realizado pela companhia e sua administração. Sendo estes custos de busca muito elevados, os acionistas não terão interesse

¹⁴ Há alguma divergência a respeito da utilização da nomenclatura de conflito principal-principal para designar este conflito existente entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, em especial na literatura jurídica sobre o tema. Na literatura de administração de empresas e negócios o termo é aceito e utilizado, em especial tratando dos conflitos de agência nas economias emergentes (YOUNG, 2008.). Assim, optamos neste trabalho por utilizar a nomenclatura, fazendo apenas a ressalva no sentido de que pode haver discussão a respeito da utilização do termo principal-principal para descrever o conflito de agência entre acionista controlador e acionista minoritário.

¹⁵ Deve-se salientar que o acionista controlador pode ser considerado o administrador indireto da sociedade, aplicando-se a ele todos os deveres fiduciários dos administradores. Dessa forma, a dinâmica do conflito principal-principal, entre acionistas controladores e minoritários, não será tão diferente, em tese, daquela do conflito principal-agente. (SALOMÃO FILHO, 2006, p. 198.)

em arcar com o custo de monitoramento e isso poderá afastar os investidores do mercado de valores mobiliários.

Portanto, os custos de agência e a assimetria informacional inerentes ao mercado também justificam a existência de um regime informacional, de forma que se permite que os acionistas companhia tenham maior controle sob os seus administradores ou acionistas majoritários, uma vez que reduz o custo de monitoramento dos últimos pelos primeiros (COFFEE JR et al., 2007).

2. REGULAÇÃO DO MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

2.1. Regime informacional do mercado de valores mobiliários

Diante da importância que a informação tem para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários, foi construído um complexo regime informacional para as companhias emissoras de valores mobiliários no Brasil. Nesta seção, iremos analisar as principais fontes da regulação do mercado de valores mobiliários no sistema brasileiro com foco nas exigências informacionais.

2.1.1. Regime informacional na LSA e LMVM

A regulamentação advinda do Poder Legislativo para o mercado de valores mobiliários é encontrada principalmente em duas leis: a LSA e a LMVM. Em que pese serem legislações autônomas, somente pela leitura sistemática de ambas as leis é possível compreender o regime jurídico do mercado de valores mobiliários e, em específico, o regime informacional ao qual este mercado é submetido.

Ambas as leis foram publicadas em 1976 e tinham como seu principal objetivo a criação de um arcabouço legal que conferisse confiança ao investidor e ajudasse no desenvolvimento do mercado de valores mobiliários. A intenção fica clara da leitura da Exposição de Motivos da LSA:

O Projeto visa basicamente a criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade.¹⁶

O mesmo objetivo fica claro na Exposição de Motivos da LMVM, a qual também destaca a relevância da informação no mercado de valores mobiliários:

¹⁶ BRASIL. Exposição de Motivos da Lei das Sociedades Anônimas. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://tiny.cc/1hijjz>>. Acessado em 3 de fevereiro de 2020.

4. A experiência demonstra que a defesa da economia popular e o funcionamento regular do mercado de capitais exigem a tutela do Estado, com a fixação de normas para a emissão de títulos destinados ao público, divulgação de dados sobre a companhia emitente e negociação dos títulos no mercado. Além disso, é necessário que agência governamental especializada exerça as funções de polícia do mercado, evitando as distorções e abusos a que está sujeito.

[...]

22. O sistema de registros do art. 19 tem por fim colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre a companhia emitente. Procura-se, por esse meio, em conjugação com outras normas que disciplinam as companhias abertas, evitar a utilização abusiva de informações privilegiadas por parte dos que as tenham obtido em virtude da posição que ocupem na empresa (acionista controlador e administrador, principalmente), com o fim de auferir vantagem na negociação dos títulos.¹⁷

Em vista destes objetivos, uma das principais propostas para a criação destas normas foi o fortalecimento das regras para divulgação de informações, com inspiração no sistema norte-americano que era pautado na “*liberdade com publicidade*” (PITTA, 2013, p.193). Assim, estas normas trouxeram regulamentações atinentes às obrigações informacionais das sociedades anônimas.

A LSA e a LMVM dever ser vistas em conjunto porque cada uma delas aborda o regime informacional por perspectivas diferentes. Enquanto a LSA aborda materialmente algumas obrigações, determinando conteúdos que devem ser exigidos das companhias, a LMVM trata do aspecto procedimental, principalmente da competência para regulamentação.

As obrigações informacionais presentes na LSA podem ser divididas, segundo Pitta (2013, p.197), em quatro categorias:

- (a) Informações necessárias ao exercício de direitos advindos da condição de acionista;
- (b) Informações econômico-financeiras;
- (c) Informações sobre os administradores; e
- (d) Informações sobre atos e fatos relevantes (aplicáveis apenas às companhias abertas).

¹⁷ BRASIL. Exposição de Motivos da Lei do Mercado de Capitais. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://tiny.cc/ceijjz>>. Acessado em 3 de fevereiro de 2020.

As informações necessárias ao exercício de direito pelos acionistas seriam aquelas que deverão ser obrigatoriamente divulgadas quando realizadas assembleias gerais. A LSA determina exigências prévias à realização das assembleias¹⁸ – como forma e prazos de convocação –, bem como necessidade de publicação das deliberações tomadas em assembleia-geral por meio de ata¹⁹.

As informações econômico-financeiras, segundo a LSA, deverão ser divulgadas ao final de cada exercício social e deverão “*exprimir com clareza a situação do patrimônio da companhia e as mutações ocorridas no exercício*”²⁰. Estas demonstrações deverão ser publicadas,²¹ sendo da CVM a competência para regulamentar a elaboração das demonstrações financeiras das companhias abertas.²²

A terceira categoria diz respeito às obrigações dos administradores decorrentes do direito do acionista de fiscalizar a gestão dos negócios sociais.²³ Assim, o administrador terá o dever de divulgar quando tomar posse uma série de informações que digam respeito ao seu interesse pessoal na companhia.²⁴

A última categoria toca o dever de o administrador divulgar fatos e atos relevantes concernentes à companhia.²⁵ Os critérios de relevância para que um ato ou fato seja considerado de necessária divulgação não se encontram na LSA e sim na regulamentação pela CVM. A competência da CVM, por sua vez, é delineada na LMVM, que determina quais temas deverão ser objeto do poder normativo da autarquia.

A LMVM criou a CVM, autarquia dedicada exclusivamente à regulação do mercado de valores mobiliários, de modo semelhante ao sistema norte-americano com a SEC, e que atuará sob orientação do CMN. A relevância da informação é destacada no início da LMVM, que coloca oito finalidades da regulação pelo CMN e CVM, sendo uma delas “*assegurar o acesso*

¹⁸ Conforme artigo 124 da LSA.

¹⁹ Conforme artigo 130 da LSA.

²⁰ Conforme artigo 176 da LSA.

²¹ Conforme § 1º do artigo 176 da LSA.

²² Conforme § 3º do artigo 177 da LSA.

²³ Conforme inciso III do artigo 109 da LSA.

²⁴ Conforme artigo 157 da LSA. Ver também: PITTA, 2013., p. 200.

²⁵ Conforme alínea e, do § 1º do artigo 157 da LSA.

*do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido”.*²⁶

Além disso, a LMVM confere competência à CVM de regulamentar o mercado de valores mobiliários, não simplesmente estabelecendo “*a cor do formulário a ser preenchido pelo administrado*”(CODORNIZ; PATELLA, 2015. p.162), como também ampliando e complementando, quando necessário, o que já é legalmente previsto. A LMVM confere à CVM competência para administrar os registros criados na norma,²⁷ os quais são ferramentas para que se coloque na prática o regime informacional no mercado.

A competência da CVM para regulamentar o regime informacional do mercado de valores mobiliários fica ainda mais claro quando a LMVM trata das companhias abertas, uma vez que confere à autarquia a competência para expedir normas aplicáveis às companhias abertas sobre “*a natureza das informações que devam divulgar e a periodicidade da divulgação*”²⁸. Como será visto na próxima seção, a CVM exerce esta competência de forma bastante ativa criando regulamentações e meios de divulgação de informações que vinculam as companhias a determinadas condutas.

2.1.2. Regime informacional na regulamentação da CVM

A LMVM²⁹ e a LSA³⁰ condicionam a admissão da negociação de valores mobiliários no mercado secundário e a realização de ofertas públicas ao registro do emissor e da oferta junto à CVM. Este sistema de registros nada mais é do que a imposição do regime informacional às companhias, de forma que a CVM terá controle pelo sistema de registros de que as informações exigidas pelo regime regulatório estão sendo cumpridas e com qualidade (PITTA, 2013., p. 204).

O nosso regime informacional por meio de registro atua em duas frentes complementares: nas ofertas primárias, pela exigência do registro de ofertas públicas de

²⁶ Artigo 4º, inciso VI da LMVM.

²⁷ Conforme o inciso II do artigo 8º da LMVM.

²⁸ Conforme inciso I do parágrafo único do artigo 22 da LMVM.

²⁹ Conforme artigo 8º, inciso II c/c artigos 19 e 21 da LMVM.

³⁰ Conforme §§ 1º e 2º do artigo 4º da LSA.

distribuição e nas ofertas secundárias, pela necessidade de registro dos emissores para poderem negociar seus valores mobiliários.

O registro das ofertas públicas de distribuição é regido, em regra, pela ICVM 400/2003. Há também a ICVM 476/2009 que trata de uma modalidade diferente de distribuição de valores mobiliários, denominada oferta pública com esforços restritos. Como o regime informacional para ofertas primárias não é o foco de nosso trabalho, e sim o regime para os emissores que atuam no mercado secundário, apenas mencionaremos a existência destes regimes. Para elaboração do arcabouço teórico de nosso estudo, o mais importante será a análise do regime informacional a qual os emissores são submetidos pela CVM para oferta de valores mobiliários no mercado secundário.

O sistema de registro dos emissores de valores mobiliários passou por importante reforma quando da edição da ICVM 480/2009. Nela, seguiu-se o modelo de registro da IOSCO de “*registro de prateleira*”³¹, que sugere que todas as informações referentes a determinado emissor sejam reunidas em um único documento que será arquivado quando do registro e mantido permanentemente atualizado.³²

No sistema brasileiro, este documento é o Formulário de Referência. O Formulário de Referência é o documento que reúne todas as informações relevantes a respeito das companhias emissoras, de forma que compreende o ponto focal do regime informacional no mercado de valores mobiliários brasileiro.

³¹ Traduzido do inglês de “*shelf registration system*”, conforme: IOSCO. *Adapting IOSCO international disclosure standards for shelf registration systems*. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>>. Acessado em 13 de fevereiro de 2020.

³² “*The basic structures of most shelf systems share several common features. They permit issuers to disclose certain information in a core disclosure document (referred to in this report as a “shelf document”) that is updated on a regular basis, usually once a year. This shelf document provides basic information about the company’s business, management and capital structure. The shelf document also may contain financial information in the form of historical financial statements, as well as management’s commentary on those historical results. The shelf document is filed with or submitted to the applicable securities regulatory authority. When the issuer wishes to offer securities, it files a relatively brief supplemental document (referred to in this report as an “offering note”) that provides information about the specific securities being offered and details of the offering process. These two documents -- the shelf document and the offering note -- together provide all the information that would be contained in a conventional prospectus.*” IOSCO. *Adapting IOSCO international disclosure standards for shelf registration systems*. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>>. Acessado em 13 de fevereiro de 2020.

A ICVM 480/2009 criou a figura do Formulário de Referência e regula seu conteúdo, além de ter outras funções regulatórias. Quando trata das obrigações dos emissores, a ICVM 480/2009 estabelece que eles deverão enviar à CVM informações periódicas e eventuais de acordo com a regulamentação. A ICVM 480/2009 também apresenta as diretrizes para divulgação de informações pelas companhias, as quais serão aplicáveis não só aos Formulários de Referência, como também às demais informações periódicas que deverão ser divulgadas pelos emissores.

No que a toca ao conteúdo e à forma das informações divulgadas, devem os emissores:³³

- (a) Divulgar informações verdadeiras, completas, consistentes e que não induzam o investidor a erro;
- (b) Divulgar informações escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa;
- (c) Divulgar informações de forma abrangente, equitativa e simultânea para todo o mercado;
- (d) Divulgar informações úteis à avaliação dos valores mobiliários por ele emitidos;
- (e) Indicar o prazo das informações divulgadas quando forem válidas por um prazo determinável;
- (f) Diferenciar informações factuais das interpretações, opiniões, projeções e estimativas.
- (g) Indicar as fontes das informações factuais sempre que possível e adequado.

As informações periódicas e eventuais que devem ser divulgadas pelas companhias emissoras são elencadas na ICVM 480/2009.³⁴ Considerando que estamos construindo o arcabouço teórico necessário para a análise dos dados empíricos encontrados, o Formulário de Referência será o documento relevante ao nosso estudo, razão pela qual nos aprofundaremos neste documento.

³³ Conforme artigos 14 a 19 da ICVM 480/2009.

³⁴ As informações periódicas são elencadas no artigo 21 da ICVM 480/2009, enquanto as eventuais são elencadas no artigo 30, para emissores categoria A, e no artigo 31 para os emissores categoria B.

O Formulário de Referência, como já colocado, é o documento que reúne as principais informações exigidas das companhias abertas para o seu registro junto à CVM. Todas as diretrizes para elaboração do Formulário de Referência se encontram na ICVM 480/2009 e o documento deverá ser atualizado anualmente até o final do quinto mês contado do final do exercício social.³⁵

Algumas exceções a este período de atualização do documento são previstas pela CVM. O Formulário de Referência deverá ser entregue novamente e atualizado em determinadas hipóteses envolvendo distribuição de valores mobiliários.³⁶ A ICVM 480/2009 também prevê que determinadas informações do Formulário de Referência, consideradas relevantes, devem ser atualizadas fora deste espaço temporal, especificamente em até sete dias da ocorrência de determinados eventos.³⁷

O conteúdo que deverá constar do Formulário de Referência é esmiuçado no Anexo 24 da ICVM 480/2009, sendo o foco da nossa pesquisa empírica o item que fala dos fatores de risco que envolvem a companhia. Isso porque, no item destinado aos fatores de risco no Formulário de Referência, há espaço dedicado às arbitragens relevantes que envolvam a companhia.

Outros documentos também serão analisados em nossa pesquisa empírica. O Formulário de Referência, como visto, é um documento que será atualizado com periodicidade fixa e somente em determinadas situações será necessária a atualização fora do período dos cinco primeiros meses do ano. Para conferir “completude”³⁸ ao regime informacional, exige-se dos emissores a divulgação, a qualquer tempo, de qualquer informação que signifique ato ou fato relevante.

³⁵ Conforme artigo 24, § 1º da ICVM 480/2009.

³⁶ Conforme artigo 24, § 2º da ICVM 480/2009.

³⁷ Os eventos estão descritos no artigo 24 da ICVM 480/2009, no § 3º para os emissores categoria A e no § 4º para os emissores categoria B.

³⁸ Pitta usa o termo completude para referir à função dos Fatos Relevantes no regime informacional (PITTA, 2013, p. 237).

Esta exigência, *per se*, não se encontra na regulamentação pela CVM, e sim na LSA quando ela trata do dever de informar do administrador.³⁹ A divulgação de todos os atos ou fatos considerados relevantes será realizado por meio de documento chamado Fato Relevante que é regulado pela ICVM 358/2002.

De acordo com a ICVM 358/2002, será considerado relevante qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido ou relacionado aos negócios da companhia e que possa influir de modo ponderável:

- (a) Na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados;
- (b) Na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários;
- (c) Na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados.

A ICVM 358/2002 também apresenta uma série de exemplos de fatos potencialmente relevantes⁴⁰, deixando claro que a lista colocada é exemplificativa. Portanto, a definição do que será o fato relevante para divulgação dependerá somente das três possibilidades mencionadas acima. A CVM optou, ao tratar dos Fatos Relevantes, por colocar apenas parâmetros os quais podem caracterizar situações que ensejariam a necessidade de divulgação de Fato Relevante ao invés de colocar as regras específicas do que qualificaria determinado fato como relevante, como valores em específico ou acontecimentos particulares.

Dessa forma, a apuração anterior ao fato concreto do que é um Fato Relevante para a ICVM 358/2002 não foi realizada pela regulamentação, deixando para os administradores das companhias emissoras a função de definir, no momento da ocorrência do fato, se ele implicaria na divulgação obrigatória. A apuração a respeito de determinado fato ser ou não relevante para fins de divulgação obrigatória será realizada pela CVM somente após ocorrido o fato.

³⁹ O artigo 157, § 4º da LSA determina que “*Os administradores da companhia aberta são obrigados a comunicar imediatamente à bolsa de valores e a divulgar pela imprensa qualquer deliberação da assembléia-geral ou dos órgãos de administração da companhia, ou fato relevante ocorrido nos seus negócios, que possa influir, de modo ponderável, na decisão dos investidores do mercado de vender ou comprar valores mobiliários emitidos pela companhia.*”

⁴⁰ Para ver quais são estes exemplos, conferir o parágrafo único do artigo 2º da ICVM 358/2002.

O Formulário de Referência e o Fato Relevante são os principais documentos que serão divulgados pela companhia registrada na CVM e que negocia valores mobiliários, razão pela qual foram eleitos como objeto de nosso estudo empírico.

2.1.3. Regime informacional na autorregulação

Além da regulamentação que advém do Estado, o mercado de capitais tem um forte sistema de regulação privada que a doutrina chama de autorregulação, que é definida por Carvalhosa como o “*conceito de organização coletiva de natureza privada que impõe regras e procedimentos a seus próprios membros*” (CARVALHOSA; KUYVEN, 2016, n.p). A autorregulação geralmente tratará de regras que não são essenciais ao funcionamento do mercado na medida em que o Estado não tomou para si a função de criá-las, mas que são necessárias para que se garanta a segurança jurídica e a credibilidade do setor (CARVALHOSA; KUYVEN, 2016, n.p).

Em nível global, a IOSCO exerce um importante papel no estabelecimento de diretrizes tanto da regulação quanto da autorregulação do mercado de capitais.⁴¹ No *Objectives and Principles of Securities Regulation*⁴² a IOSCO apresenta 30 princípios a serem seguidos na regulação do mercado de valores mobiliários, sendo dois deles relativos à autorregulação. São eles:

- (d) O regime regulatório deve fazer uso adequado das organizações autorregulatórias (OARs) que exercem alguma responsabilidade de supervisão direta em suas respectivas áreas de competência, na medida apropriada ao tamanho e complexidade dos mercados.

⁴¹ Para ver mais sobre a influência as IOSCO na autorregulação do mercado de valores mobiliários existente no Brasil, conferir: GÓES, Gabriela Andrade. A influência dos padrões regulatórios da IOSCO nos modelos de autorregulação adotados pela BSM e pela ANBIMA. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. v.81, p. 35-50, 2018.

⁴² IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponível em: <<http://tiny.cc/2h8yjz>>. Acessado em 13 de fevereiro de 2020.

(e) As OARs devem estar sujeitas à supervisão do regulador e devem observar padrões de razoabilidade e confidencialidade ao exercer poderes e responsabilidades delegadas.⁴³

Considerando que o Brasil busca cada vez mais tomar um papel protagonista em organizações internacionais, o regime de autorregulação que siga as diretrizes postas pela IOSCO será sempre bem visto internacionalmente. E o Brasil parece seguir estas diretrizes.

No sentido do primeiro princípio mencionado, a CVM não teve medo de utilizar a regulação privada como seu braço auxiliar no mercado de valores mobiliários. A LMVM confere às bolsas de valores o papel de atuar como órgãos auxiliares da CVM, fiscalizando os membros e as operações que nelas são realizadas.⁴⁴ Em 2007 foi criada BSM/B3, instituição responsável pela autorregulação de todos os mercados de bolsa de São Paulo, no caso a B3. A BSM/B3 é regida pela ICVM 461/2007 que estabelece uma série de regras para os departamentos de autorregulação, que deverão atuar como verdadeiros auxiliares da CVM.⁴⁵

A criação de regras de organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários caberá à entidade administradora – a B3 – e deverão passar pelo escrutínio da CVM para que produzam efeitos.⁴⁶ A regulação estatal claramente tomou a decisão de não deixar para a autorregulação, na figura da BSM/B3, a competência de criar regras de mercado e sim para a entidade organizadora do mercado. Essa opção, segundo Calabró (2011, p.28), pode ter ocorrido porque

[...] o estabelecimento das regras de mercado é intrínseco à administração do mercado de bolsa, sendo sensivelmente dependente da estratégia da empresa, dos recursos tecnológicos adotados, dos produtos financeiros admitidos à negociação, enfim, da alocação eficiente dos recursos da entidade administradora para gerar

⁴³ Tradução livre dos seguintes princípios em inglês: “6 *The regulatory regime should make appropriate use of Self-Regulatory Organizations (SROs) that exercise some direct oversight responsibility for their respective areas of competence, to the extent appropriate to the size and complexity of the markets.* 7 *SROs should be subject to the oversight of the regulator and should observe standards of fairness and confidentiality when exercising powers and delegated responsibilities.*” IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponível em: <<http://tiny.cc/2h8yjj>>. Acessado em 13 de fevereiro de 2020. p.2.

⁴⁴ Conforme artigo 17 da LMVM.

⁴⁵ Artigo 36 e seguintes da ICVM 461/2007.

⁴⁶ Conforme o parágrafo único do artigo 15 da ICVM 461/2007, no qual consta: “*Parágrafo único. A CVM poderá recusar a aprovação das regras ou exigir alterações, sempre que as considere insuficientes para o adequado funcionamento do mercado de valores mobiliários, ou contrárias à disposição legal ou regulamentar, observado, quanto à exigência de alterações, o procedimento descrito no Capítulo VIII.*”

retorno a seus acionistas. Nesse sentido, não seria recomendável alocar essa competência em uma estrutura que está comprometida, exclusivamente, com a integridade do mercado.

Outro motivo possível é o fato de que as principais regras que garantem a integridade do mercado – que também é um dos principais objetivos da autorregulação – estão positivadas em instruções da CVM e, neste aspecto, as regras de organização e funcionamento da entidade administradora do mercado de bolsa somente conferem maior concretude a tais normativos, sem poder, porém, serem contrárias ou contraditórias a tais determinações.

Portanto, a BSM/B3 somente tem o poder de supervisão, fiscalização e aplicação de sanções; quem poderá criar novas regras aos emissores será a B3. Outro ponto é essencial ressaltar a respeito da BSM/B3: ela atua diante de intermediários, como corretoras e distribuidoras, e não da companhia emissora em si. Dessa forma, a autorregulação pela BSM/B3, embora importante para a compreensão do panorama geral da autorregulação, perde a importância para a nossa pesquisa em específico uma vez que o estudo analisará as informações divulgadas pelas próprias companhias emissoras sem intervenção de intermediários, logo, fora do alcance da BSM/B3.

A BSM/B3 faz parte do grupo B3 ao mesmo tempo em que é autônoma orçamentária e administrativamente. Assim, para além da atuação da BSM/B3, vale analisar como a B3 em si atua na autorregulação. Como vimos, a B3 teve a si delegada por lei a função de fiscalizar os membros da bolsa de valores e as suas operações como órgão auxiliar da CVM.⁴⁷ Para além disso, ela poderá criar regras de adesão voluntária. Portanto, aquelas companhias que negociam na B3 poderão se submeter contratualmente a regras de funcionamento do mercado.

Uma das formas de autorregulação voluntária são os regulamentos que delimitam as regras dos segmentos de listagem da B3. Estes segmentos são de adesão facultativa em que as companhias aderentes submetem-se a uma série de regras adicionais àquelas já advindas da regulação estatal concernentes à governança corporativa.⁴⁸

⁴⁷ Conforme artigo 17 da LMVM

⁴⁸ Outra entidade que atua na autorregulação do mercado de valores mobiliários é a ANBIMA. Enquanto a BSM/B3 teve a si outorgada, pela CVM, a competência de realizar a autorregulação do mercado de bolsa em São Paulo, a ANBIMA o faz por iniciativa própria e não por outorga da CVM e somente produzindo efeitos em relação aos seus associados.

São seis os níveis de listagem da B3: Básico; Nível 1, Nível 2, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2 e o Novo Mercado, cada qual com suas exigências particulares por regulamento. Como o objeto de nosso estudo serão companhias abertas listadas no Novo Mercado, focaremos a análise nas exigências informacionais do Novo Mercado.

O Novo Mercado é o nível de listagem com o maior grau de exigências para as companhias, sendo grande parte delas relativas à divulgação de informações e transparência. São algumas das regras de divulgação de informações presentes no Regulamento do Novo Mercado:⁴⁹

- (a) Divulgação da renúncia ou a destituição de membros do conselho de administração e diretores estatutários até o dia útil seguinte em que a companhia for comunicada da renúncia ou em que for aprovada a destituição (artigo 26);
- (b) Divulgação simultânea em inglês de (i) fatos relevantes; (ii) informações sobre proventos, por meio de avisos aos acionistas ou comunicados ao mercado; e (iii) comunicação de seus resultados (*press release* de resultados) (artigo 27);
- (c) Apresentação pública dos resultados trimestrais ou das demonstrações financeiras (artigo 29);
- (d) Divulgação de calendário corporativo (artigo 29);
- (e) Apresentação mensal à B3 de forma individual e consolidada, a titularidade direta ou indireta, detida pelo acionista controlador e pessoas a ele vinculadas, de valores mobiliários de sua emissão.

Portanto, no que toca à autorregulação, vemos que a própria bolsa de valores, em nosso caso a B3, poderá criar segmentos e regras internas aos quais os emissores poderão aderir voluntariamente. A fiscalização do cumprimento destas regras previstas em regulamento ficará

A ANBIMA exerce ativamente todas as funções da autorregulação: cria regras, supervisiona, fiscaliza e aplica sanções. A ANBIMA cria, com a participação de comitês dos quais fazem parte seus associados, guias de boas práticas e regramentos. Por ser uma instituição extremamente ativa, ela merece ser mencionada quando tratamos da autorregulação no mercado de valores mobiliários. Entretanto, como a BSM/B3, a ANBIMA é focada nas instituições intermediárias e não nas companhias emissoras, de forma que a sua importância para a nossa pesquisa acaba prejudicada.

⁴⁹ B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: <<http://tiny.cc/z27yjjz>>. Acessado em: 13 de fevereiro de 2020.

por conta da B3. Será nos regulamentos destes segmentos que encontraremos novas exigências informacionais derivadas da autorregulação.

Portanto, o que podemos concluir do regime informacional na autorregulação do Brasil é que há muito espaço para que mais seja feito, em especial em relação às companhias emissoras. Muito da atuação das instituições de autorregulação é voltada para os intermediários no mercado de valores mobiliários e não na companhia em si, de forma que o regime informacional para elas acaba muito restrito às normas da CVM e às exigências dos regulamentos de segmentos de listagem da B3.

2.2. Estratégias de Regulação: Regras *versus* Princípios

O objetivo deste trabalho é, a partir da compreensão da importância da informação para o bom funcionamento do mercado de capitais e da regulação sobre o tema existente no Brasil, verificar como as informações são disponibilizadas na prática pelas companhias abertas brasileiras, utilizando-se como parâmetro as arbitragens sigilosas em que as sociedades estão envolvidas.

Ao mesmo tempo, tentaremos verificar se a regulação existente no Brasil é adequada a partir da realidade que se verificou das informações fornecidas pelas companhias abertas brasileiras. Para tanto, compreender as estratégias de regulação possíveis é essencial, pois, como coloca Pitta (2013, p.62-63):

Em suma, para que a regulação de determinado mercado seja considerada adequada, é necessário analisar se as opções regulatórias utilizadas são de fato as mais eficientes entre todas aquelas existentes (inclusive a não intervenção), considerando principalmente os impactos que ela pode causar no momento em que é inserida dentro do contexto específico de determinado mercado, tanto para os agentes de mercado quanto para o próprio órgão regulador.

Assim, para que possamos analisar a adequação da regulação existente, o primeiro passo será compreender as possíveis estratégias regulatórias para o regime informacional do mercado de capitais e como elas foram aplicadas à realidade brasileira.

2.2.1. Principais estratégias e seus custos

Em princípio, podemos considerar que a regulamentação de qualquer matéria pode optar por seguir uma estratégia normativa mais definida ou uma estratégia principiológica. Na

primeira, o ente regulador cria uma regra (com todas as suas especificidades) que deverá ser seguida, enquanto na segunda cria-se um princípio ou diretriz que deverá ser observado. Nesta seção, entenderemos o que seriam cada uma destas estratégias, suas principais características e, mais importante, quais as vantagens e desvantagens de cada uma destas opções. Esta análise é fundamental porque cada uma destas estratégias criará incentivos diferentes aos regulados e ao regulador, de forma que devemos pensar o que se quer quando for feita a opção por determinada espécie de regulação.

Para compreendermos estes pontos, devemos, em um primeiro momento, compreender o que é cada uma das mencionadas estratégias de regulação. Muitas vezes a diferenciação entre a regulação principiológica e a normativa é dada pelo momento em que a regra tem a si atribuído o conteúdo (KAPLOW, 1992). A regulação normativa atribui o conteúdo anteriormente ao fato no qual a norma será aplicada, enquanto a principiológica fará isto após o fato consumado. Ou seja, a normativa aponta *a priori* que determinada conduta em específico será considerada irregular; a principiológica estabelecerá parâmetros ao regulador para que, quando determinada conduta ocorrer no caso concreto, seja verificado se ela seria ou não irregular.

Sobre este conceito, Kaplow (1992, p.560) apresenta um exemplo prático sobre limite de velocidade: a regulação normativa diria que é proibido dirigir acima de 60 quilômetros por hora; já a principiológica estabeleceria a proibição de dirigir em velocidade excessiva. No primeiro caso, antes de qualquer ação do indivíduo está claro pela norma qual a velocidade máxima em que o veículo poderá trafegar, enquanto no segundo caso a velocidade máxima somente será discutida quando se entender que o indivíduo dirigiu em velocidade excessiva.

Uma das questões centrais derivadas da escolha de estratégia é econômica, levando em consideração os custos que a estratégia de regulação poderá gerar. Não é possível dizer que a regulação principiológica ou a regulação normativa geram, em si, mais ou menos custos. Cada espécie de regulação irá gerar custos, de forma que o que deve ser feito é uma análise de custo-benefício para cada situação específica.

Kaplow (1992, p.572) divide como custos principais decorrentes das estratégias regulatórias, em relação ao regulador, os de criação da norma e os de sua aplicação.⁵⁰ Geralmente, tem-se que os custos de criação da norma serão mais elevados no caso das regras,

⁵⁰ Em inglês, fala-se em custos de “*promulgation*” e de “*enforcement*” da norma.

enquanto os custos de aplicação serão superiores no caso dos princípios. Entretanto, a comparação entre os custos derivados das normas e dos princípios não é simples, uma vez que os custos de criação da norma – seja ela princípio ou regra – sempre irão existir, enquanto os custos de sua aplicação podem ocorrer de forma recorrente ou nunca ocorrer.

Em relação ao regulado, a relação de custos diz respeito ao momento em que se busca o conhecimento da norma. No caso das regras, o regulado irá arcar com os custos de conhecer a norma antes da realização do fato concreto que poderá ter sobre si aplicada a regra.⁵¹ Isto ocorre porque a regra aponta a conduta esperada do regulado e a sua aplicação pelo regulador, de forma que arcar com os custos de compreensão antes do fato pode garantir a adequação da conduta e evitar os custos derivados da aplicação da norma posteriormente ao ato. Isso ocorrerá sempre que os custos de compreensão anterior ao ato forem inferiores ao custo derivado da aplicação posterior, em uma clara relação de custo benefício. Como a regra, em geral, deve ser completa e prescritiva, a chance de adequação total da conduta pela compreensão do conteúdo da regra é alto, de forma que os benefícios devem superar os custos.⁵²

Quando da regulação principiológica, o regulado irá buscar compreender o conteúdo da norma após ocorrido o fato. Os princípios não são prescritivos, de forma que mesmo compreendendo o seu conteúdo, o administrado não consegue prever exatamente como ele será aplicado pelo regulador. Logo, a compreensão do princípio antes da realização do fato concreto não garante a sua adequação, de forma que os custos da compreensão anterior do conteúdo do princípio superam os benefícios. Portanto, o administrado deve arcar com os custos de compreensão da norma, no caso dos princípios, após a realização do ato caso haja o questionamento.⁵³

Os custos até aqui descritos se aproximam daqueles que Korobkin (2000) trata como custos de administração da norma. Os custos de administração serão aqueles derivados da

⁵¹ Estes custos podem significar desde o tempo gasto para a leitura da regra até a contratação de aconselhamento jurídico. Devemos sempre ter em mente que os custos não serão sempre diretamente monetários.

⁵² Para aprofundamento no tema, consultar: KAPLOW, 1992, p. 575.

⁵³ Kaplow trata, no ponto dos princípios, a respeito de precedentes. Como o autor trata do tema no contexto do direito norte-americano, que compreende o sistema de *common law*, a existência de precedentes consolidados é muito importante para avaliar os benefícios do conhecimento anterior ao ato do conteúdo do princípio. Isso pois, considerando um sistema de *common law* em que precedentes são em regra vinculantes, os princípios podem ter, por meio dos precedentes, a si atribuídos conteúdo de regra. Esse ponto, contudo, não será aprofundado considerando que, no sistema brasileiro, os precedentes não vincularão a atuação do ente regulador via de regra (KAPLOW, 1992, p. 577-579).

administração das regras e dos princípios, seja pelo ente regulador seja pelo sujeito que será objeto da regulação.

Para o regulador, estes custos poderão acontecer antes ou depois da criação da norma: ou seja, deve-se aqui considerar os custos para criação pela entidade reguladora da norma ou o custo de aplicação desta regra. Geralmente, entende-se que a regulação pela regra terá o custo de administração anterior mais elevado, uma vez que a elaboração de uma regra exige um maior grau de detalhamento; por outro lado, o custo para o *enforcement* da regra será menor que do princípio, uma vez que há menos variáveis a serem analisadas confrontando-se a situação concreta. Já a regulação por princípios, exige menor custo para criação da regulação, uma vez que ela será mais genérica, contudo, o custo de *enforcement* é mais elevado considerando que há que se analisar diversos aspectos da situação concreta para concluir pela aplicação – ou não – do princípio.

Quando falamos de custo de administração pelo ente privado, pensamos no custo que os indivíduos têm para compreender as consequências de determinada ação que pretendem realizar. Pode-se entender que a regra, por ser mais detalhada, diminui as incertezas e, portanto, reduz o custo de compreensão pelo sujeito regulado. Entretanto, a depender da complexidade – e até mesmo da qualidade – da regra, o custo para compreender suas implicações pode ser mais elevado que para compreensão do princípio.

No mesmo sentido, o custo para compreensão do princípio poderá ser elevado ou não, a depender de como ele é construído. Uma indústria química, por exemplo, deve liberar seus rejeitos de acordo com a regulação, podendo esta ser principiológica. A regulação pode determinar que (i) os rejeitos sejam depositados em local adequado; ou (ii) os rejeitos sejam liberados de acordo com a boa conduta comercial. Ambos os casos adotam a estratégia principiológica de regulação. O primeiro, contudo, exige para o cumprimento da norma um estudo de viabilidade do local de descarte do rejeito e de impactos sanitários do descarte. O segundo, por sua vez, exigiria simplesmente que fosse observado onde os demais agentes do mercado estariam descartando seus rejeitos. Vê-se assim que, a depender do princípio utilizado para regulação, pode-se inferir mais ou menos custos de administração da norma por aquele que sofre a regulação.⁵⁴

⁵⁴ Exemplo, com algumas adaptações, trazido por Korobkin (KOROBKIN, 2000, p. 35).

Em que pesem todas estas colocações, que mostram que os custos da regulação, seja ela principiológica, seja ela normativa, não podem ser verificados sem aprofundamento no caso concreto, podemos dizer, de forma geral, que o custo de administração da norma pelo regulado será superior na regulação principiológica do que na regulação normativa. Isso porque o princípio exige uma previsão de como a autoridade reguladora irá aplicá-lo, o que já estará resolvido na regra, diminuindo o custo de administração da norma (KAPLOW, 1992, p.569).

2.2.2. Escolha da estratégia de regulação

Na seção anterior entendemos que as principais estratégias regulatórias serão a regulação por meio de regras e por meio de princípios e que cada uma destas estratégias gera diferentes custos para aquele que cria a regra e para aqueles a quem a regra é imposta. A escolha por uma ou outra estratégia de regulação poderá ser baseada em uma análise de custo-benefício simples, ou então em uma análise observando o que se quer incentivar na conduta do indivíduo pela aplicação de determinada norma.

No que toca aos custos de administração da norma, os custos do regulado consiste naqueles incorridos para a compreensão da norma, enquanto do regulador serão os custos para criação e aplicação da norma. Para a escolha de uma estratégia regulatória, o principal fator a ser considerado é a frequência com que a norma reguladora irá governar a determinada conduta (KAPLOW, 1992, p.621). Kaplow (1992, p.563) explica a importância deste fator com um exemplo prático:

Para ilustrar a análise, consideremos o problema da regulação do descarte de substâncias perigosas. Para produtos químicos usados frequentemente em configuração com características comuns – como de lavagem a seco e fluídos automotivos – uma regra tende a ser desejável. Se haverá muitas ações de *enforcement*, o custo adicional de resolver o problema em ‘atacado’ na promulgação será compensado pelo benefício de evitar custos adicionais repetitivos de dar conteúdo ao princípio em ‘varejo’.⁵⁵

⁵⁵ Tradução livre de: “*To illustrate the analysis, consider the problem of regulating the disposal of hazardous substances. For chemicals used frequently in settings with common characteristics – such as dry cleaning and automotive fluids – a rule will tend to be desirable. If there will be many enforcement actions, the added cost from having resolved the issue on a wholesale basis at the promulgation stage will be outweighed by the benefit of having avoided additional costs repeatedly incurred in giving content to a standard on a retail basis*”.

Em regra, entende-se que quando atos que serão submetidos à regulação ocorrem com menor frequência – ou ao até mesmo espera-se que não ocorram – os princípios serão preferíveis, uma vez que se economiza os custos de atribuir conteúdo específico à norma todas as vezes que o fato a ela submetido não ocorrer. Por outro lado, quando os fatos forem recorrentes, os princípios geram custos de compreensão de norma ou custos derivados de condutas que vão de encontro à norma que poderiam ter sido evitados por uma regra mais específica. Assim, quando a frequência do ato submetido à norma for baixa, os princípios serão preferíveis, enquanto quando a frequência for alta, deve-se preferir a criação de regras, de forma que os custos reais da regulação terão relação direta com os atos ou fatos que elas buscam regular.

Além da frequência com que ocorrem, deve-se considerar a variação das características das condutas e como isso poderá impactar os custos de administração das normas. Para melhor compreensão, podemos dividir as condutas em algumas classes para a análise: (a) condutas que ocorrem de forma reiterada e com características comuns; (b) condutas que ocorrem de forma repetitiva sem características comuns; (c) condutas ocasionais com características comuns; e (d) condutas ocasionais sem características comuns.

As condutas reiteradas e com características comuns são aquelas que mais se beneficiariam da regulação por regras, uma vez que não é necessário que a norma seja adaptável às particularidades das situações concretas. Uma regra específica já permite o conhecimento da norma e a adequação da conduta com menores custos. Já a conduta ocasional e sem características comuns gerará menores custos quando reguladas por princípios, uma vez que a regra não conseguirá abarcar todas as particularidades das situações a ela submetidas, de forma que sempre gerará um custo de *enforcement*. E concluindo-se pela existência deste custo de *enforcement* e considerando-se que ele já existirá para a regulação principiológica, é mais eficiente a economia do custo de criação de regra, que é mais elevado, regulando-se a conduta por um princípio.

As condutas frequentes e sem características comuns podem não se encaixar na ideia de que a conduta repetitiva gerará menores custos se regulada por regras. Isso porque se as características das condutas forem muito diversificadas, a regra, por ser mais específica, pode não alcançar todas as condutas que pretende regular, de forma que gerará maiores custos de *enforcement* nos casos em que a regra não se aplicar. Logo, a depender da conduta que busca regular, a premissa de que quando a conduta ocorrer com frequência gera menores custos

quando regida por regras pode não ser verdade. A premissa mencionada também pode ser afastada quando se tratar de condutas pouco frequentes e com características comuns. Quando a conduta sempre tiver as mesmas características, mesmo que ocorra com pouca frequência, é possível que o custo de criação da regra seja inferior ao custo de *enforcement* de um princípio nas vezes em que a conduta regulada ocorrer.

Destarte, considerando os mencionados custos de administração da norma, que envolvem, por parte da entidade reguladora os custos de criação e de *enforcement* da norma e por parte do regulado os custos de conhecimento da norma e da conduta do regulador, bem como da conduta que não se adequa à norma, as características da conduta e a frequência com que ela ocorrerá são os pontos fundamentais a serem observados.

Aprofundando-se nos custos derivados da estratégia regulatória, Korobkin (2000, p.31) nos apresenta outras duas espécies de custos que devem ser considerados para a escolha de estratégia regulatória, além dos custos de administração: os custos de comportamentos indesejados e os custos de transação privados.

A norma é criada para incentivar comportamentos desejáveis ou desincentivar comportamentos indesejáveis e, a depender da maneira que a norma é criada, é possível que ela tenha efeitos contrários, o que gerará custos. O primeiro deles é incluir quem não deve ou deixar de incluir quem deveria no escopo da regra. As regras, por serem criadas antes da ocorrência de determinado fato concreto, podem deixar de prever todas as particularidades de situações reais, de forma que frequentemente deixarão de incluir situações que deveriam ter sido incluídas ou incluirão situações que não deveriam ter sido incluídas. Neste caso, como mencionado anteriormente, para que se escolha entre regular por regras ou por princípios, deve-se considerar se as condutas objeto têm características comuns. Caso não tenham características comuns, os custos de incluir mais ou menos condutas do que era necessário (o que ocorrerá em razão da regra não poder prever todas as infinitas situações futuras possíveis) pode tornar preferível a regulação por princípios, ainda que a conduta ocorra com frequência.

Os princípios também poderão incluir ou deixar de incluir situações ou sujeitos que deveriam ser seus objetos, considerando que no momento de julgamento da conduta poderá haver falhas diante das dificuldades inerentes à aplicação dos princípios. Nestes casos, a falha na aplicação do princípio poderá incentivar comportamentos indesejados ou desincentivar os desejados.

Outra fonte de comportamentos indesejados é a comunicação da norma. Neste ponto, os princípios, por serem genéricos e terem a si atribuídos conteúdo somente após a prática de determinada conduta, podem acarretar condutas indesejadas pela mera falta de comunicação da norma. Como o conteúdo antes da realização da conduta acaba sendo atribuído por cada indivíduo, teremos diversas interpretações do que é desejável. No exemplo mencionado do limite de velocidade, o que cada indivíduo entenderá como velocidade excessiva pode não ser o que o regulador entenderá ao apreciar posteriormente a conduta. Assim, o custo da conduta indesejada neste ponto poderia ser mitigado pela criação de uma regra específica que determine qual a velocidade que não deverá ser excedida.

Para Korobkin (2000, p.40-42) os custos de transação também deverão ser considerados na escolha da estratégia de regulação. Quando os custos de transação forem reduzidos, de forma que os particulares estão próximos de alocar recursos de forma mais eficiente sem qualquer regulação, a existência de regras claras antes da conduta facilita a realização da transação. Quando os custos de transação forem elevados, dificilmente as partes irão alocar de forma eficiente os recursos, de forma que a escolha pela regulação principiológica e posterior julgamento pelo regulador poderá garantir de forma mais adequada e eficiente a alocação de recursos.

Podemos ver, portanto, que por uma perspectiva econômica, como os custos gerados pela regulação considerando diversas perspectivas poderiam ajudar na escolha de qual a melhor estratégia regulatória para determinada situação. Deverá se observar quais os incentivos que a regulação pretende alcançar para a escolha da estratégia regulatória.

2.2.3. A estratégia do regime informacional no mercado de valores mobiliários brasileiro

O regime informacional no mercado de valores mobiliários brasileiro não é derivado de uma única norma. Conforme já apresentado, há previsões relativas às obrigações de divulgação de informações na LMVM e na LSA e as principais regras a respeito da divulgação de informações pelas companhias abertas brasileiras estão na regulamentação pela CVM.

Não haverá uma escolha de estratégia única para todo o regime do mercado de valores mobiliários. Para a reger alguns atos, pode ser feita a opção de uma regulamentação por regras, enquanto para outros opta-se pelos princípios. Considerando a infinidade de possibilidades,

focaremos na opção de estratégia feita para as divulgações de informações mais relevantes no mercado de capitais brasileiro.

Como demonstrado na seção anterior, os principais pontos a serem observados para a escolha da estratégia regulatória é a frequência com que o ato ou fato regulado ocorre e se suas características são recorrentes. Iremos analisar isso em alguns atos regulados pelo regime informacional e verificar qual, em tese, seria a estratégia regulatória mais adequada para, a seguir, averiguar qual foi a opção estratégica

Um primeiro exemplo de ato regulamentado pelo regime informacional é a divulgação das demonstrações financeiras das companhias brasileiras. Como sabemos, as demonstrações financeiras para fins de tributação são realizadas anualmente, logo, de forma recorrente e com a frequência pré-determinada. As características das demonstrações financeiras não são variáveis, tendo conteúdos sempre repetitivos, diferenciando a cada demonstração somente os dados.

Assim, as demonstrações financeiras são um exemplo de ato recorrente e com características comuns que é objeto da regulamentação do mercado de valores mobiliários. Como vimos, nesses casos a regulamentação por meio de regras é menos custosa, uma vez que se arca com o custo maior de criação da regra, contudo, os custos de *enforcement* são significativamente reduzidos. Igualmente, a determinação de regras antes do ato concreto facilita a adequação da conduta pelo administrado.

Esta parece ter sido a opção da regulamentação pela CVM, que adotou um sistema de regras que descrevem como deverá ser elaborado e divulgadas as demonstrações financeiras consistente nas Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP) de acordo com os padrões contábeis da IFRS.

Para o Formulário de Referência parece ter sido feita a mesma opção que para as demonstrações financeiras. E pela lógica dos custos, assim mesmo deveria ser. Por ser um documento atualizado anualmente, a sua apresentação reiterada tornaria menos custoso que fossem estabelecidas regras antes da apresentação do documento, reduzindo os custos de aplicação das normas pelo administrador e de compreensão da norma pelos administrados.

A ICVM 480/2009 detalha em seu Anexo 24 todo o conteúdo do Formulário de Referência, de forma a ficar claro ao emissor o que deve ser divulgado no documento. Contudo, ao mesmo tempo que detalha o que deve constar no Formulário de Referência, a ICVM

480/2009 rege alguns trechos do documento de maneira principiológica, em especial aqueles trechos que serão objeto de análise do nosso estudo empírico.

Quando fala dos fatores de risco derivados de processos judiciais, administrativos ou arbitrais, o Anexo 24 da ICVM 480/2009 determina que deverão ser divulgados aqueles processos que forem relevantes. Estabelecer que deverão ser divulgados processos “relevantes” é claramente uma regulamentação principiológica, naquele mesmo sentido da velocidade excessiva. Deixa para o administrado – no caso as emissoras e seus administradores – atribuir o conteúdo à norma, avaliando e decidindo sobre o que é relevante e somente no momento de verificar a aplicação da regra que o regulador atribuirá o conteúdo e dirá se o conteúdo atribuído pelo administrado estava de acordo com a regulamentação.

Essa opção pode ter sido feita em razão das características muito diversificadas que estes processos poderão ter. Assim, por serem muito diversificados, o custo de criação da regra que abranja todas as situações possíveis, bem como o custo de incluir mais ou menos fatos do que se pretendia justificariam a opção pela regulamentação por princípios.

O mesmo poderia ser dito para os Fatos Relevantes, uma vez que a ICVM 358/2002 estabelece apenas parâmetros para qualificar um fato como relevante, optando por uma regulamentação principiológica. Ainda que ocorram de forma recorrente, os fatos que poderiam ser qualificados como relevantes podem tomar infinitas formas, de maneira que a regulamentação por regras poderia ser inadequada.

Há outro instrumento interessante na regulamentação pela CVM que vale ser analisado, que são os Pareceres de Orientação. Tratam-se atos expedidos pela CVM para orientar os agentes do mercado e os investidores sobre matéria que cabe a ela regular, além de veicular as manifestações da Comissão a cerca de interpretação das LMVM e LSA no interesse do mercado de capitais.⁵⁶

Vemos que o caso dos Pareceres de Orientação está no meio do caminho entre a estratégia normativa e a principiológica. Eles apresentam a interpretação do regulador a respeito da aplicação daquelas normas colocadas de forma principiológica, reduzindo os custos de aplicação das normas pelo regulador, bem como de compreensão pelo regulado. O Parecer de

⁵⁶ Definição extraída do próprio sítio eletrônico da CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao.html>>. Acesso em 13 de fevereiro de 2020.

Orientação pode ser uma excelente saída quando entendermos que o fato a ser regulado é diversificado o suficiente para que uma regra se torne de aplicação muito custosa, entretanto, ocorre de forma repetitiva que torna muito cara a sua aplicação exclusivamente pela estratégia principiológica.

A regulamentação da arbitragem das companhias abertas é o foco deste estudo e, a nosso ver, é um tema com peculiaridades. Primeiro, as arbitragens, por serem mais caras que o processo judicial comum, terão como objeto questões mais sofisticadas ou que envolvam valores mais elevados, bem como não existirão na mesma quantidade que os processos judiciais. Também, para as companhias listadas no Novo Mercado e outros níveis de listagem na B3, a existência de cláusula compromissória estatutária é obrigatória, como será visto nas seções que seguem. Portanto, todos os litígios de natureza societária serão objeto de arbitragem. Estes pontos nos mostram que as arbitragens, em geral, envolverão questões de relevância para as companhias abertas.

A dificuldade da regulação principiológica da divulgação das arbitragens estaria na questão dos custos para criação de regras que abarquem as situações que deveriam ser divulgadas. Pelas mesmas razões que as arbitragens envolverão em geral questões relevantes, elas também ocorrerão com menor frequência, o que poderia tornar menos eficiente a regulamentação anterior por meio de regras. Contudo, devemos ter em mente que qualquer arbitragem tem características comuns que tornariam a regulamentação por meio de regras mais eficiente. Por exemplo, toda a arbitragem é instaurada e tem a si atribuído um valor da causa. Toda a arbitragem tem uma parte autora ou ré e toda a arbitragem terá uma solução, seja por meio de acordo, sentença arbitral ou até mesmo abandono por uma das partes. E são exatamente estas informações que nos parecem relevantes para o conhecimento dos acionistas.

A questão residual neste ponto é o sigilo dos procedimentos: como garantir a divulgação de informações sem violar o sigilo da arbitragem. Como coloca Salomão Filho sobre o espaço da confidencialidade “*em matéria societária ele é obviamente bastante reduzido, até residual*” (SALOMÃO FILHO, 2017). Não poderia a opção das partes pelo sigilo do procedimento se sobrepor à opção de estratégia regulatória mais eficiente e que melhor garantirá que as situações relevantes sejam efetivamente abrangidas.

O que nos caberia compreender é qual a melhor estratégia a ser abordada: se principiológica ou normativa para tratar da divulgação de informações a respeito de arbitragens envolvendo companhias abertas brasileiras. E esta resposta pode estar na verificação na prática

de como a opção principiológica já feita vem sendo entendida pelas companhias abertas brasileiras.

3. ARBITRAGEM E O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Em nosso trabalho, o funcionamento do regime informacional será analisado na prática a partir das arbitragens sigilosas envolvendo companhias abertas brasileiras. O estudo poderia ter sido realizado levando em consideração outras informações sigilosas envolvendo as companhias; a escolha pela arbitragem se mostra interessante porque não há regulamentação específica sobre o tema e os procedimentos poderão ser sigilosos simplesmente por manifestação de vontade das partes.

Esta seção do trabalho abordará os principais referenciais teóricos envolvendo a arbitragem, considerando ser o instituto ponto focal do estudo. Trataremos da predominância da autonomia da vontade em relação ao procedimento arbitral, da confidencialidade do procedimento e eventuais limitações, bem como das exigências que as companhias abertas sofrem em relação aos procedimentos arbitrais que as envolvam.

3.1. Predominância da autonomia privada das partes e a confidencialidade

A cláusula compromissória ou arbitral é fruto da manifestação de vontade de agentes livres e capazes. A legislação brasileira, por meio da LArb, em seu primeiro artigo reporta esse caráter da arbitragem afirmando que “*as pessoas capazes de contratar poderão valer-se da arbitragem para dirimir litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis*”⁵⁷.

A arbitragem deverá ser fruto de manifestação por escrito e expressa das partes. Quando as partes tiverem escrito em conjunto o contrato, estaria garantida a manifestação expressa da vontade de inclusão quando optaram por uma cláusula compromissória. A importância da manifestação clara de vontade é ressaltada na medida em que a LArb determina que em contratos de adesão a manifestação de vontade do aderente deverá ser realizada com assinatura ou visto exclusivo para esta cláusula.⁵⁸ Toda esta preocupação com a manifestação de vontade

⁵⁷ Conforme artigo 1º da LArb.

⁵⁸ Conforme § 2º do artigo 4º da LArb.

ocorre em razão de que a opção pelo juízo arbitral afasta, em geral,⁵⁹ a jurisdição estatal para aquele litígio, o que é uma garantia constitucionalmente prevista.⁶⁰

Com o uso cada vez maior da arbitragem, a relativização do consentimento para a realização do procedimento arbitral está sendo mais aceito.⁶¹ Como bem aponta Youssef (2010), tratando do tema de submissão de grupos de sociedades não signatários à arbitragem, o consentimento em determinadas situações poderá ser presumido. No caso da legislação brasileira, esta relativização da necessidade de consentimento expresso da parte para submissão à arbitragem é verificada na inclusão do artigo 136-A à LSA, que vincula o acionista dissidente à cláusula compromissória estatutária.⁶²

Sendo necessária ou não a manifestação expressa de vontade da parte para submissão de conflito à arbitragem, devemos também considerar a natureza negocial da cláusula arbitral. Como apontado por Laina (2014, p.136), a cláusula compromissória tem natureza mais negocial do que contratual, uma vez que *“não promove a circulação de riquezas, nem a constituição de riquezas. Ainda que o instituto da arbitragem possa ser assimilado como mecanismo capaz de assegurar tais tributos, estes não se encontram estabelecidos na essência da cláusula compromissória”*.

A compreensão desta natureza da cláusula compromissória é importante se buscarmos entender como seria possível alguém que manifestou vontade no sentido contrário seja vinculado a uma cláusula compromissória. Assumir a cláusula compromissória como um negócio jurídico implica em uma manifestação de vontade da perspectiva social, e não psicológica (LAINA, 2014). Dessa forma, não importaria de maneira significativa a manifestação de vontade do agente, valendo o que a sociedade vê como a sua declaração de

⁵⁹ Diz-se em geral porque a opção pela arbitragem não exclui de apreciação do Judiciário a eventual nulidade da sentença arbitral ou até mesmo da cláusula arbitral.

⁶⁰ Conforme artigo 5º, inciso XXXV da CRFB.

⁶¹ Vale lembrar aqui que o procedimento arbitral nem sempre irá derivar da existência de uma cláusula compromissória. É possível que a relação regida por um contrato no qual não conste cláusula compromissória seja submetida à arbitragem por convenção das partes após a existência do conflito, por meio de compromisso arbitral nos termos do artigo 9º da LArb.

⁶² O artigo 136-A da LSA foi incluído por meio da Lei n.º 13.129/2015, que realizou uma pequena reforma na LArb. Este tema será tratado na seção 3.3 deste trabalho por tratar da situação das cláusulas compromissórias estatutárias.

vontade.⁶³ Por esta natureza, a manifestação de vontade seria observada mais pelo seu aspecto formal do que pelo aspecto material.

Isso será importante quando pensarmos na cláusula compromissória estatutária conforme o artigo 136-A da LSA. Para uma companhia, por força do princípio majoritário, mesmo havendo a manifesta vontade em sentido oposto de um acionista, a manifestação de vontade que é reconhecida pela sociedade é aquela da maioria. Ou seja, ainda que materialmente a manifestação de vontade seja desfavorável à submissão da arbitragem, pela perspectiva formal, a manifestação de vontade na condição de acionista se constitui pela deliberação da maioria.

Portanto, o que temos é que a cláusula compromissória é a manifestação absoluta da vontade das partes – somente por meio dela que a parte se submeterá a arbitragem. Fundamental ter em mente, quando tratarmos dessa manifestação de vontade, de que ela poderá ser relativizada, não precisando, por vezes, ser expressa, bem como ela terá natureza negocial, de maneira que ela poderá ser formalmente analisada, e não materialmente.

3.2. Autonomia privada e sigilo das arbitragens

Por predominar na arbitragem a autonomia da vontade das partes, que poderão desenhar da maneira que melhor lhes convier a forma que se dará o procedimento, poderão as partes optar pelo seu total sigilo⁶⁴, o qual é visto, em regra, como uma vantagem desse instituto (SANTOS, 2006).

A regra do sigilo do procedimento arbitral foi relativizada em 2015 em relação aos procedimentos que envolvam a Administração Pública direta ou indireta, que deverão ser regidas pelo princípio da publicidade.⁶⁵ Fora esta exceção, a legislação não prevê limitações

⁶³ Martins trata também do tema da natureza de negócio jurídico da deliberação para inclusão da cláusula compromissória, não se estendendo, todavia, nas implicações que esta natureza da deliberação teria para efeitos de vinculação de todos os acionistas (MARTINS, 2012.)

⁶⁴ O sigilo do procedimento é considerado como regra, de forma que, em raros casos, haverá a necessidade de publicidade seja da existência, seja do conteúdo do procedimento, como no caso de arbitragens envolvendo a Administração Pública (FONSECA; CORREIA, 2012).

⁶⁵ A Lei nº 13.129/2015 incluiu o § 3º ao artigo 2º da LArb, fazendo constar: “*A arbitragem que envolva a administração pública será sempre de direito e respeitará o princípio da publicidade.*”

para a liberdade das partes em optar pelo sigilo da arbitragem, o que a difere de outros procedimentos sigilosos e cria o interesse no estudo do instituto *vis a vis* o regime informacional no mercado de valores mobiliários.

A regra é de que os processos judiciais serão públicos, tramitando em segredo de justiça os processos que: (i) assim exijam o interesse público ou social; (ii) versem de matérias envolvendo direito de família; (iii) tenham dados protegidos pelo direito constitucional à intimidade; e (iv) que versem sobre arbitragem.⁶⁶ Assim, somente excepcionalmente e diante de hipóteses legais, o processo judicial será confidencial. E, ainda, a arbitragem tem a confidencialidade tão consagrada que o processo judicial que trate de arbitragem é considerado passível de submissão à segredo de justiça.

No caso do processo administrativo junto à CVM, também eram excepcionais as hipóteses de sigilo. Somente em junho de 2019, com a edição da ICVM 607/2019, que a CVM passou a não tratar a publicidade do PAS como regra, sendo o acesso de terceiros aos autos avaliado pelo relator.⁶⁷ Antes disso, a DCVM 538/2009, ao tratar do PAS, apenas mencionava que a sessão de julgamento poderia ter o acesso a terceiros restringida em função do interesse público envolvido, sendo ela em regra pública.⁶⁸ A DCVM 538/2009 foi revogada pela ICVM 607/2019.

O caso da confidencialidade na arbitragem não é previsto em lei, entretanto, o sigilo do procedimento é considerado regra pela doutrina (FONSECA; CORREIA, 2012) e é praxe nas câmaras arbitrais, como podemos ver da análise de seus estatutos. Por ser um método privado de resolução de conflitos, a LArb permite que as partes escolham livremente as regras de direito

⁶⁶ Conforme artigo 189 do CPC: “*Art. 189. Os atos processuais são públicos, todavia tramitam em segredo de justiça os processos: I - em que o exija o interesse público ou social; II - que versem sobre casamento, separação de corpos, divórcio, separação, união estável, filiação, alimentos e guarda de crianças e adolescentes; III - em que constem dados protegidos pelo direito constitucional à intimidade; IV - que versem sobre arbitragem, inclusive sobre cumprimento de carta arbitral, desde que a confidencialidade estipulada na arbitragem seja comprovada perante o juízo.*”

⁶⁷ A ICVM 607/2019 é datada de 17 de junho de 2019 e trouxe a seguinte redação, em seu artigo 48, ao tratar do PAS: “*Caberá ao Relator analisar o sigilo das informações constante do processo administrativo sancionador, visando à concessão de vista solicitada por terceiros.*”

⁶⁸ O artigo 27 da DCVM 538/2008 fazia constar que: “*O processo será julgado pelo Colegiado, em sessão pública, convocada com, pelo menos, 15 (quinze) dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido.*”

que serão aplicadas à arbitragem.⁶⁹ Desta forma, por simples liberalidade das partes, o procedimento arbitral poderá ser inteiramente sigiloso.

Assim, vê-se uma importante diferença entre o litígio que corre em segredo de justiça, o PAS sigiloso e o procedimento arbitral que é confidencial no que toca ao interesse das partes. A confidencialidade do processo judicial ou administrativo não tem relação com a vontade das partes, enquanto o sigilo da arbitragem ocorre simplesmente pelo interesse que as partes têm em manter as informações constantes nela sigilosas, o que a torna matéria de interesse quando do estudo do regime informacional no mercado de valores mobiliários.

Pensando em arbitragem envolvendo companhias abertas, quando elas tiverem interesse em manterem a disputa e seus detalhes em segredo, elas poderão livremente optar pela confidencialidade e, a respeito destas mesmas informações, seria razoável presumir que não haveria interesse em divulgar tais dados ao mercado por meio das informações periódicas. Este fato acentua a importância do regime informacional no que toca às arbitragens sigilosas envolvendo companhias abertas.

3.3. Cláusula compromissória estatutária nas sociedades anônimas e as exigências do Novo Mercado

Desde a entrada em vigor da LArb, a arbitragem vem sendo considerado uma boa opção para litígios societários, a fim de evitar a falta de especialização e a demora que existe no processo judicial estatal (MUNHOZ, 2012).⁷⁰ Entretanto, somente em 2001 passou a existir previsão legal expressa da possibilidade de constar a cláusula compromissória no estatuto social da sociedade anônima.⁷¹

⁶⁹ Artigo 2º, § 1º da LArb determina que *“Poderão as partes escolher, livremente, as regras de direito que serão aplicadas na arbitragem, desde que não haja violação aos bons costumes e à ordem pública.”*

⁷⁰ Neste sentido é Munhoz (2012, p.85): *“Ao considerar-se que especialização e celeridade na solução de conflitos são atributos essenciais para conferir segurança e credibilidade ao sistema de mercado, torna-se irrefutável a conclusão de que o Judiciário brasileiro, ao menos no momento atual, não se encontra aparelhado para exercer esse papel”.*

⁷¹ A Lei nº 13.303/2001 incluiu o § 3º ao artigo 109 da LSA, o qual tem o seguinte texto: *“O estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”.*

Esta alteração legislativa, contudo, não solucionou a questão de como vincular a uma cláusula compromissória eventuais acionistas que não votaram a favor de sua inclusão, uma vez que o princípio fundamental da arbitragem é a disposição de vontade da parte no sentido de sua utilização, questionando-se a possibilidade da deliberação da maioria ser imposta ao acionista considerado individualmente.⁷² Respondendo a este problema, em 2015, foi alterada a LSA para determinar que a cláusula de arbitragem estatutária vincularia a todos os acionistas da companhia, não importando a manifestação individual no sentido de submissão ou não à arbitragem, garantindo-se o direito de recesso do acionista dissidente.⁷³

O legislador pátrio optou pela prevalência do princípio majoritário, importante ao funcionamento das companhias, sobre a manifestação individual de vontade.⁷⁴ A questão está resolvida pela legislação, valendo a ressalva de que ainda há posições doutrinárias no sentido a inconstitucionalidade do artigo 136-A da LSA e o tema ainda não foi objeto de controle concentrado ou difuso pelo STF.

O principal defensor da inconstitucionalidade da previsão legal é Modesto Carvalhosa⁷⁵, fundando seu entendimento na natureza parassocial da cláusula compromissória, que impediria a sobreposição da deliberação da maioria sobre a vontade individual, uma vez que o princípio majoritário se aplicaria somente às cláusulas sociais e a cláusula de arbitragem não se trata de

⁷² Como Guerrero (2009, p.62) bem questiona: “*Este, portanto, é o primeiro conflito de aplicação das regras de direito material e de arbitragem verificado. O que prevalecerá: a regra da maioria ou a disposição de que ninguém poderá ser obrigado a realizar a arbitragem?*”

⁷³ A Lei nº 13.129/2015 incluiu o artigo 136-A à LSA, cujo o teor segue: “*A aprovação da inserção de convenção de arbitragem no estatuto social, observado o quórum do art. 136, obriga a todos os acionistas, assegurado ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia mediante o reembolso do valor de suas ações, nos termos do art. 45. [...]*”

⁷⁴ Poderia se dizer que a opção seria de prevalência do princípio majoritário sobre a unanimidade nas deliberações da companhia, uma vez que se a deliberação fosse unânime, não haveria discussão a respeito da submissão de todos os acionistas à arbitragem. Entretanto, o ponto que se quis aqui levantar é no sentido de que o fundamento da arbitragem no Brasil é a manifestação de vontade daquele que a ela se submete e, ainda assim, pela LSA, um acionista que expressamente manifestou a vontade de não se submeter a arbitragem poderá ser impedido de postular perante o Juízo estatal. Por isso faz-se a oposição do princípio majoritário com a manifestação individual de vontade do acionista e não necessariamente com a deliberação unânime, estabelecendo-se, contudo, essa ressalva.

⁷⁵ Para bem compreender a posição do autor a este respeito, conferir: (i) CARVALHOSA, Modesto. Transcrição do Seminário Da International Bar Association “*Celebrando a Carta Magna e o Estado Democrático de Direito*”, fonte: <https://bit.ly/2Ur3u3I>, acessado em 26/01/2019; e (ii) CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, 2º Volume: artigos 75 a 137*. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

norma organizativa da sociedade, uma vez que “*a sociedade aí não aparece como centro da imputação de interesses, mas como parte num pacto arbitral*” (CARVALHOSA, 2014, p.395).

Para Carvalhosa (2014), a cláusula compromissória tem a mesma exata natureza que o acordo de acionistas, de forma que não poderia ser imposta a todos os acionistas, coletiva e individualmente. Trata-se de cláusula que atende ao critério de interesse individual dos acionistas e companhia que a ela aderirem, sendo simples expressão da livre manifestação de vontade. Esta posição, contudo, é minoritária.

Wald (2015) manifesta opinião oposta, no sentido de que não se pode dizer que a cláusula compromissória tem natureza parassocial, uma vez que “*envolve e abrange o interesse da sociedade como instituição, e não apenas o interesse exclusivo dos sócios, como não deixa dúvidas o dispositivo do § 3º do art. 109 da Lei nº 6.404/76*” (WALD, 2015, p.100). No mesmo sentido é a posição de Pedro Batista Martins, que defende que a inclusão da cláusula compromissória não se trata de manifestações de acionistas como indivíduos, e sim de manifestação de vontade da sociedade representada pela maioria de seus acionistas por força do princípio majoritário (MARTINS, 2012).

Há também o caso dos novos acionistas da sociedade, os quais não tiveram a oportunidade de se manifestar contra ou a favor da inclusão de cláusula compromissória no estatuto social. Em geral, a doutrina entende que o novo acionista ao adquirir ações estará aderindo ao estatuto social daquela companhia, de forma que “*a manifestação de vontade pela solução arbitral é indireta, mas existe*” (CAHALI, 2013, p. 162).⁷⁶ E, novamente, mesmo que haja alguma discussão doutrinária, a legislação já resolveu esta questão para aplicação prática determinando que todos os acionistas estarão submetidos à cláusula compromissória estatutária.⁷⁷

Finalmente, podemos tratar da situação dos administradores e conselheiros não-acionistas da companhia e a sua vinculação à cláusula estatutária. A LSA prevê que os conflitos

⁷⁶ No mesmo sentido é a posição de Eizirik (2015, p. 172).

⁷⁷ Há outras discussões a respeito do tema, como entendimento de que quando se adquire quotas de uma sociedade, está-se transmitindo a posição jurídica do cedente na íntegra, salvo a existência de disposição em contrário. Assim, caso se entenda impossível a vinculação do acionista dissidente à cláusula compromissória, todas as vezes em que houvesse a alienação da participação societária seria necessário verificar como votou o acionista alienante para que se definisse a vinculação à cláusula compromissória. (CAHALI, 2013 e LOBO, 2010)

entre acionistas e companhia poderão ser submetidos à arbitragem por meio de cláusula arbitral presente no estatuto social, mas não fala em administradores ou conselheiros.⁷⁸ Pedro Batista Martins (2012b) defende que os administradores e conselheiros também são vinculados à cláusula compromissória, uma vez que não atuam em interesse próprio, e sim em mandato garantido pela assembleia geral ou conselho de administração. Dessa forma, eles são subordinados à sociedade, devendo observar os interesses maiores da companhia que representa, isto é, agindo em nome dela.⁷⁹

Há posição no sentido da não vinculação dos administradores e conselheiros não acionistas à cláusula compromissória estatutária em razão da inexistência de previsão legal naquele sentido. Caso a legislação pretendesse submeter os administradores à cláusula compromissória, deveria tê-los incluídos no rol de conflitos descritos na LSA. Dessa forma, para que os conflitos entre companhia ou acionista contra administrador seja submetido à arbitragem, seria necessário pactuar nesse sentido em separado.⁸⁰

Vimos, portanto, que a cláusula compromissória estatutária abarca todos os conflitos envolvendo acionistas entre si, acionistas e companhia e, com alguma discussão doutrinária, entre acionistas ou companhia e os administradores e conselheiros. Portanto, conflitos centrais da sociedade poderão ser resolvidos por meio da arbitragem e poderão correr de forma inteiramente sigilosa. Este ponto justifica a escolha da análise da aplicação do regime informacional no mercado de valores mobiliários pela ótica das arbitragens confidenciais, uma vez que a complexidade dos litígios que poderão ser resolvidos por arbitragem presumivelmente implicará em situações relevantes que deveriam ser disponibilizadas ao mercado.

O nosso estudo – como será melhor explicado na seção do trabalho que trata da análise empírica – optou pelo estudo de um grupo de companhias abertas brasileiras: aquelas listadas no Novo Mercado. Em razão disso, devemos analisar as exigências que a B3 faz para listagem neste segmento em relação à cláusula compromissória estatutárias. Primeiro, no Novo Mercado,

⁷⁸ Conforme § 3º do artigo 109 da LSA: “o estatuto da sociedade pode estabelecer que as divergências entre os acionistas e a companhia, ou entre os acionistas controladores e os acionistas minoritários, poderão ser solucionadas mediante arbitragem, nos termos em que especificar”.

⁷⁹ No mesmo sentido da posição referida, de vinculação dos administradores e conselheiros não administradores à cláusula compromissória estatutária é a posição de Furlan Filho (2016) e Salles (2015).

⁸⁰ Nesse sentido, conferir: VON ADAMEK, 2010.

há exigência de inclusão de cláusula compromissória estatutária. De acordo com o Regulamento do Novo Mercado:

O estatuto social deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores, membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, se houver, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, na forma de seu regulamento, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, relacionada com ou oriunda da sua condição de emissor, acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, e em especial, decorrentes das disposições contidas na Lei nº 6.385/76, na Lei nº 6.404/76, no estatuto social da companhia, nas normas editadas pelo CMN, pelo BCB e pela CVM, bem como nas demais normas aplicáveis ao funcionamento do mercado de valores mobiliários em geral, além daquelas constantes deste regulamento, dos demais regulamentos da B3 e do contrato de participação no Novo Mercado.⁸¹

Exatamente em razão da controvérsia que a doutrina ainda levanta a respeito de quem será vinculado à cláusula compromissória estatutária, o Regulamento do Novo Mercado buscou ser abrangente na medida em que não haja discussões a este respeito.

Como se vê do texto do regulamento, ele delimita de forma ampla a arbitrabilidade subjetiva dos litígios societários, determinando que deverão se submeter à cláusula compromissória estatutária a companhia, seus acionistas, seus administradores e os membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes. Inclusive, o Regulamento do Novo Mercado condiciona a tomada de posse dos administradores e dos membros do conselho fiscal à sujeição expressa à cláusula compromissória estatutária.⁸²

No que diz respeito à arbitrabilidade objetiva, o Regulamento também é preciso no que tocam os temas que esta cláusula presente no estatuto social deverá abranger, no sentido de que quaisquer controvérsias oriundas de suas posições na companhia deverão ser resolvidas por meio de arbitragem nos termos da cláusula arbitral presente no estatuto social. Em que pese o Regulamento do Novo Mercado apresentar a seguir temas dos quais poderiam se tratar estes conflitos, a determinação genérica prevalece uma vez que tais temas são apenas

⁸¹ De acordo com o artigo 39 do Regulamento do Novo Mercado.

⁸² Conforme artigo 40 do Regulamento do Novo Mercado: “*A posse dos administradores e dos membros do conselho fiscal, efetivos e suplentes, fica condicionada à assinatura de termo de posse que deve contemplar sua sujeição à cláusula compromissória estatutária acima referida*”.

exemplificativos. Fica clara, assim, a amplitude material da cláusula compromissória estatutária das companhias listadas no Novo Mercado.

Finalmente, o Regulamento do Novo Mercado também determina quem irá administrar os procedimentos arbitrais decorrentes de cláusula compromissória estatutária das companhias listadas no Novo Mercado que será a CAM/B3 nos termos de seu regulamento.

Dessa forma, o estudo empírico que será realizado irá analisar um determinado grupo de companhias – aquelas listadas no Novo Mercado – as quais têm exigências em relação às cláusulas compromissórias estatutárias das companhias que optam pela listagem nesse segmento. Contudo, isso não será verdade para todas as companhias abertas brasileiras, uma vez que a cláusula compromissória estatutária é facultativa nos níveis Básico e Nível 1 de listagem na B3,⁸³ de forma que a compreensão da vinculação da cláusula compromissória aos diversos atores da companhia é relevante quando pensarmos no estudo de forma mais global.

⁸³ Conforme informação fornecida pela B3 no sítio eletrônico. Ver: <http://tiny.cc/mpn4jz>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

4. INFORMAÇÃO SOBRE ARBITRAGENS E MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS: EXERCÍCIO DE DIREITOS E PRECIFICAÇÃO DO ATIVO

Como visto nas seções anteriores, a informação é extremamente relevante em qualquer mercado. Ela implica em custos para a sua divulgação por quem a detém e de obtenção por quem por ela se interessa. Ainda, a existência de assimetria informacional gera falhas de mercado como a seleção adversa e implica em custos de agência relativos ao monitoramento dos agentes pelos principais.

Todo este arcabouço teórico foi construído para nos trazer ao seguinte ponto da análise: como a informação a respeito das arbitragens no mercado de valores mobiliários poderá afetar o exercício de direitos dos acionistas e a precificação do ativo, considerando que a ICVM 358/2002 delimita a relevância de um fato para fins informacionais como aquele que, a grosso modo, poderá afetar a precificação do ativo ou o exercício de direitos pelo acionista.⁸⁴

4.1. Informação sobre arbitragens e exercício de direitos

A ICVM 358/2002 afirma que será relevante o fato que possa influir de modo ponderável “*na decisão dos investidores de exercer quaisquer direitos inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados*”⁸⁵ e estes fatos deverão ser divulgados pela companhia emissora ampla e imediatamente.

Portanto, quando o fato – seja qual for sua natureza – puder influenciar o exercício de direitos do acionista, ele será considerado relevante para fins de obrigatoriedade da divulgação. Nesta seção, tentaremos compreender como informações relacionadas à arbitragem – objeto de nosso estudo empírico – poderiam influenciar no exercício de direitos dos acionistas. O primeiro passo será compreender quais os direitos que a ICVM 358/2002 referiu como os “*inerentes à condição de titular de valores mobiliários emitidos pela companhia ou a eles referenciados*”⁸⁶.

⁸⁴ Este entendimento foi desenvolvido no item deste trabalho que trata do regime informacional na regulamentação pela CVM.

⁸⁵ Conforme artigo 2º, inciso III da ICVM 358/2002.

⁸⁶ Idem

A condição de acionista de uma sociedade por ações acarreta uma série de direitos que poderão ser exercidos. Alguns destes direitos são considerados essenciais, o que significa que ele não poderá ser suprimido do acionista, nem por meio do estatuto social ou da assembleia geral e estão listados na LSA, sendo eles:⁸⁷

- (a) Participar dos lucros sociais;
- (b) Participar do acervo da companhia, em caso de liquidação;
- (c) Fiscalizar a gestão dos negócios sociais;
- (d) Retirar-se da sociedade nos casos previstos na LSA;
- (e) Preferência para a subscrição de ações, partes beneficiárias conversíveis em ações, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição.

A lista prevista na LSA não é exaustiva, apenas enumerando “*aqueles direitos que constituem as bases essenciais do contrato social*” (EIZIRIK, 2015, p.140-141). Eizirik (2015, p.140-141) aponta outros direitos dos acionistas que são inafastáveis mas não estão na lista apresentada no artigo 109 da LSA:

- (a) Limitação da responsabilidade;
- (b) Livre transferência de ações nas companhias abertas;
- (c) Participação na oferta pública de alienação de controle;
- (d) Convocação da assembleia quando ocorrer atraso pelos administradores;
- (e) Propor ação de responsabilidade contra os administradores.

Além dos direitos essenciais dos acionistas, há direitos que poderão ser restringidos, como o direito de voto, que também é tratado na LSA⁸⁸. A essencialidade do direito, contudo, não é fundamental para o ponto que se quer analisar. O que é importante é compreender quais são alguns os direitos inerentes da condição de acionista para que entendamos quando o acionista poderá optar pelo seu exercício.

Além dos direitos legalmente previstos como inerentes da condição de acionista de uma companhia, há direitos decorrentes da condição de acionista de determinada companhia. O

⁸⁷ Conforme artigo 109 da LSA

⁸⁸ Conforme artigo 110 e seguintes da LSA.

estatuto social da sociedade anônima poderá determinar direitos que os acionistas terão e estes direitos também deverão ser considerados para a finalidade de aferição de relevância de algum fato ocorrido.

Compreendidos os direitos dos acionistas, devemos analisar quais são as informações relativas às arbitragens que quando forem de conhecimento dos acionistas poderão influenciar na sua decisão de exercício de seus direitos e, em consequência, serão caracterizadas como fato relevante para fins de divulgação obrigatória.

Quando se fala em arbitragem e exercício de direitos, o tema que mais chama a atenção são as arbitragens que envolvam matéria societária. Nesse ponto, como estamos falando de arbitragens que envolvam disputas entre acionistas e administradores ou acionistas entre si, “*é indispensável que seja dado conhecimento a todos os acionistas e às pessoas com vínculos à sociedade acerca da existência de uma demanda arbitral*” (COELHO, 2018, p.127). Isso porque, uma vez que se tratam em regra de direitos coletivos, a sentença arbitral poderá aproveitar uma coletividade de acionistas que devem ter a oportunidade de exercer o direito de participar e acompanhar a arbitragem em andamento. O problema neste ponto está exatamente no sigilo dos procedimentos arbitrais.

As arbitragens envolvendo matéria societária serão, em regra, administradas pela CAM/B3 em razão da exigência de existência de cláusula compromissória estatutária indicando esta câmara para maior parte dos segmentos de listagem da B3, inclusive o Novo Mercado, que é o objeto de nosso estudo empírico. A CAM/B3, em seu regulamento, prevê que a arbitragem administrada pela câmara será estritamente sigilosa.⁸⁹ Essa também é, em regra, a opção realizada pelas partes.

A questão de como o acionista poderá optar por exercer determinado direito se sequer tem conhecimento da sua existência é bastante complexa, uma vez que diz respeito a qual a informação deverá chegar ao conhecimento do acionista e em qual momento. Por exemplo, se o acionista tomar conhecimento da arbitragem apenas quando da sentença arbitral, será afastada dele a oportunidade de exercer o direito de intervir no procedimento arbitral.

Para analisar esta questão, iremos primeiro focar na questão de qual momento deveria o acionista tomar conhecimento da existência da arbitragem para fins de exercício de direitos.

⁸⁹ Conforme item 9.1 do Regulamento da CAM/B3.

Como estamos analisando aqui a questão das arbitragens societárias, o Regulamento da CAM/B3 determina que as partes ou o terceiro legitimado poderão requerer a Intervenção de Terceiros:

6.1 Intervenção de Terceiros. Antes da nomeação de qualquer árbitro, as partes poderão chamar um terceiro ao procedimento arbitral, podendo fazê-lo o próprio terceiro legitimado, em qualquer caso, por meio de Requerimento de Intervenção de Terceiro (“Requerimento de Intervenção de Terceiro”).

6.1.1 O Requerimento de Intervenção de Terceiro deverá ser submetido à Secretaria da Câmara de Arbitragem e conter justificativa para a intervenção do terceiro, bem como ser instruído com cópias do Requerimento de Instauração da Arbitragem e da(s) Resposta(s) ao Requerimento.

6.1.2 O terceiro terá o prazo de 15 (quinze) dias para apresentar resposta ao Requerimento de Intervenção de Terceiro, que deverá observar os requisitos do item 2.1.3.

6.1.3 As partes serão intimadas a se manifestarem, no prazo de 10 (dez) dias, a respeito da resposta ao Requerimento de Intervenção de Terceiro.

6.1.4 O Presidente da Câmara de Arbitragem decidirá acerca do Requerimento de Intervenção de Terceiro. Se deferido, o terceiro ingressará no procedimento arbitral no estado em que ele se encontra, devendo assinar compromisso de cumprir as disposições deste Regulamento e de se submeter à sentença arbitral. Se houver oposição de qualquer das partes e mesmo assim o Presidente da Câmara de Arbitragem decidir a favor da intervenção de terceiro, o Tribunal Arbitral deverá reapreciar a matéria, prolatando decisão final sobre a intervenção de terceiro.⁹⁰

Como vemos, as partes somente poderão chamar um terceiro para intervir no procedimento arbitral antes da formação do Tribunal Arbitral. O texto não deixa claro se há limitação de momento para que o terceiro legitimado requeira sua intervenção no processo, mas esclarece que o terceiro irá ingressar no procedimento no estado em que ele se encontrar. Portanto, ainda que o Regulamento da CAM/B3 admita que terceiro legitimado intervenha a qualquer tempo, essa intervenção ocorrerá no estado em que o procedimento se encontra. Caso a fase de instrução já tenha sido encerrada, ao menos em tese, o terceiro não teria a oportunidade de produzir provas; se o tribunal arbitral já estiver constituído, o terceiro não teria o direito de impugnar a nomeação de um árbitro.

Por estes pontos, notável que o momento em que o terceiro tomar conhecimento do procedimento arbitral é crítico para o exercício de seus direitos. Este exercício somente será

⁹⁰ Conforme item 6.1 do Regulamento da CAM/B3.

completo quando o terceiro interessado – no caso, o acionista que sofrerá os efeitos da sentença arbitral – puder intervir a partir do momento em que a arbitragem é instaurada.

Vimos, partindo das arbitragens envolvendo matéria societária, que o conhecimento pelo acionista da existência da arbitragem e sua temática principal é essencial para que seja possível sua intervenção no procedimento. Ainda que não haja interesse de intervenção na arbitragem, o conhecimento por parte do acionista de seu desencadeamento é essencial para que ele possa, por exemplo, habilitar-se em eventual execução da sentença arbitral.

Demonstrada a relevância que as informações a respeito das arbitragens envolvendo as companhias abertas têm para o exercício de direitos dos acionistas, passemos à análise de como as arbitragens de qualquer natureza poderão influenciar a precificação dos ativos emitidos pelas companhias e, portanto, ser matéria de relevância para divulgação obrigatória.

4.2. Informação sobre arbitragens e a precificação dos ativos e decisão do investidor

Além do critério de relevância atinente ao exercício de direitos dos acionistas, a ICVM 358/2002 estabelece que será relevante o ato ou fato que possa influir na “*na cotação dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados*” e “*na decisão dos investidores de comprar, vender ou manter aqueles valores mobiliários*”⁹¹. Portanto, do texto da regulamentação podemos compreender que a informação que influenciar na precificação dos valores mobiliários será considerada relevante.

A informação é tão importante para a precificação de um ativo que uma das funções da regulação da informação no mercado de valores mobiliários é a de garantir a precisão do preço dos valores mobiliários. E a correta precificação neste mercado é muito relevante, visto que assegura a alocação eficiente de recursos, uma vez que incentiva a circulação de capital para as companhias mais eficientes, enquanto penaliza com menores investimentos aquelas menos eficientes (COFFEE JR. ET AL, 2007, p.5).

Claro que neste ponto deve haver algum senso crítico: o preço de um ativo é nada mais que o reflexo das informações a seu respeito, de forma que poderíamos chegar a um limite de que qualquer informação a respeito de um ativo e seu emissor é relevante e, logo, deverá ser

⁹¹ Conforme incisos I e II do artigo 2º da ICVM 358/2002.

divulgado pela companhia. Essa lógica impediria que existissem quaisquer informações privadas da companhia e, ressalte-se, não é isso que aqui se defende. O pretendemos mostrar é que as informações a respeito do emissor decorrentes de arbitragens sigilosas poderão ter impacto importante no preço do valor mobiliário e, quando for este o caso, deveriam ser divulgadas por meio de Fato Relevante conforme a regulamentação da CVM já existente.

A relação entre as informações e a precificação de um ativo foi sistematizada por Eugene Fama (1970) na Hipótese dos Mercados Eficientes e, ainda que existam críticas à esta hipótese,⁹² a teoria ainda é aquela que melhor sustenta essa relação entre informação e preço de um ativo.

A Hipótese dos Mercados Eficientes, de forma bastante simplificada, defende que o preço de determinado valor mobiliário reflete todas as informações disponíveis a respeito dele. Portanto, todas as informações passadas a respeito de determinado ativo estarão incorporadas no seu preço, de forma que as variações no preço do ativo ocorrem diante do conhecimento pelos investidores de novas informações. Ou seja, o preço de um ativo tem relação direta com as informações sobre ele disponíveis. A premissa da teoria é que os investidores atuam de forma racional, portanto, a depender das informações disponíveis no mercado eles irão preferir um ativo ao outro e, numa simples relação de oferta e demanda, o ativo será precificado da forma eficiente.

Essa eficiência poderá ser na forma fraca, semi-forte e forte a depender da disponibilidade no mercado de informações a respeito dos ativos. A eficiência na forma fraca ocorre quando o preço do ativo reflete toda a informação contida no histórico de preços e retornos. A eficiência na forma semi-forte pressupõe que o preço do ativo incorpora todas as informações publicamente disponibilizadas a respeito deste ativo. A eficiência forte ocorre quando o preço do ativo reflete todas as informações existentes a seu respeito, incluindo aquelas

⁹² Pitta trata destas críticas à Hipótese dos Mercados Eficientes *vis a vis* o regime informacional em sua obra, valendo a menção para aprofundamento sobre o tema (PITTA, 2013, p. 114-117).

de natureza privada (FAMA; MALKIEL, 1970).⁹³ A eficiência semi-forte é aquela que melhor reflete os mercados de valores mobiliários ao redor do mundo e é aquela que justifica o nosso regime informacional, pelo qual se busca garantir que informações consideradas relevantes cheguem ao mercado de forma uniforme e generalizada, de forma a não ocorrer a ineficiência na precificação do ativo.

O que essas classificações de eficiência também demonstram, para os fins de nosso trabalho, é que há uma relação entre a divulgação de informações a respeito dos emissores e os preços de seus ativos. Pensando na arbitragem, o que a respeito dela seria capaz de alterar o valor do ativo do emissor? Seguindo estritamente a Hipótese dos Mercados Eficientes, todas as informações relacionadas à arbitragem ou qualquer outro tema afetaria a precificação do valor mobiliário, o que nos levaria, na letra fria da ICVM 358/2002, a caracterizar qualquer informação como relevante.

Sabemos que isso não seria viável. Entretanto, o que buscamos mostrar é que é difícilimo – para não dizer impossível – que haja alguma arbitragem que não contenha informações que são capazes de alterar de forma significativa a cotação do ativo e, portanto, se encaixar no critério de relevância da ICVM 358/2002. Mesmo se tratando de arbitragem de natureza comercial, a qual muitas vezes é deixada de lado quando analisada a arbitragem no mercado de capitais, ela poderá conter informações relevantes que devem ser divulgadas por afetar o preço do valor mobiliário. O conhecimento a respeito de um litígio de natureza comercial pode ser uma forma de monitoramento da administração de companhia pelo acionista e da forma de condução dos negócios, o que além de poder afetar o preço do ativo, também afetará a decisão do investidor em comprar ou vender ativos desta empresa.

Inegável, assim, que os litígios estritamente confidenciais, em nosso estudo as arbitragens, poderão conter informações que afetam a precificação do ativo e a decisão dos investidores em comprar ou vender estes ativos, o que as qualificaria como matéria de fatos relevantes. O sigilo destes procedimentos, no entanto, dificulta a aferição de quando as

⁹³ “The empirical work itself can be divided into three categories depending on the nature of the information subset of interest. Strong-Form tests are concerned with whether individual investors or groups have monopolistic access to any information relevant for price formation. One would not expect such an extreme model to be an exact description of the world, and it is probably best viewed as a benchmark against which the importance of deviations from market efficiency can be judged. In the less restrictive semi-strong-form tests the information subset of interest includes all obviously publicly available information, while in the read form tests the information subset is just historical price or return sequences.” (FAMA; MALKIEL, 1970, p. 414.)

informações relevantes foram devidamente apresentadas ao mercado e, em razão desta dificuldade, analisaremos nas próximas seções como as companhias abertas brasileiras têm apresentado ao mercado informações relativas às arbitragens sigilosas que as envolvam.

5. A REALIDADE DAS INFORMAÇÕES PRESTADAS PELAS COMPANHIAS ABERTAS

Nesta seção será analisado como o mercado tem acesso às informações prestadas pelas companhias abertas brasileiras, uma vez que este estudo transita na intersecção entre o sigilo do procedimento arbitral de que participam as companhias abertas e a regulação do mercado de capitais pela informação.

O estudo empírico tentará compreender como é o comportamento das companhias abertas em relação à divulgação das arbitragens confidenciais nas quais se encontram envolvidas e se as exigências colocadas pela regulação do mercado de valores mobiliários são cumpridas. Temos conhecimento de que o mercado poderá tomar conhecimento das informações relativas à arbitragem por meios alheios às companhias emissoras, como notícias de jornais ou próprios ementários das câmaras arbitrais. Entretanto, o estudo que propomos analisará as informações divulgadas pelas próprias companhias, ou seja, como o investidor toma conhecimento das informações relativas às arbitragens envolvendo as companhias por meio de informações fornecidas pelas próprias sociedades.

Todos os passos e escolhas realizadas para esta pesquisa empírica serão devidamente descritos na primeira parte desta seção que tratará da delimitação do campo de estudo e da metodologia da pesquisa, de forma a garantir a replicação do estudo e buscar ao máximo evitar qualquer enviesamento da pesquisa. Como colocam Epstein e King (2013, p.133), quando tratam da pesquisa empírica em direito:

A despeito de como pesquisadores procedem quanto à seleção de suas observações, inferências válidas requerem informações sobre o processo de geração de dados. Um estudo que fornece informações insuficientes sobre o processo pelo qual os dados vieram a ser observados pelo investigador não pode ser replicado e, dessa maneira, viola a regra que articulamos no Capítulo II. Igualmente importante, ele quebra o vínculo presumido entre os fatos que temos e os fatos que gostaríamos de conhecer, e dessa forma não tem serventia para elaboração de inferências em torno da população. Finalmente, como explicamos abaixo, somente conhecendo o processo pelo qual eles obtiveram os dados, os pesquisadores podem determinar se algum viés aflige suas inferências.

Assim, tão importante quanto os dados verificados é a descrição de como os dados foram obtidos e analisados, o que se faz na seção que segue.

5.1. Metodologia e delimitação do campo

Para realização do estudo empírico, o primeiro passo é a delimitação do campo de estudo, em especial, quais companhias serão analisadas e por qual período. Depois devem ser definidos quais documentos e bases de dados serão utilizadas em relação àquelas companhias escolhidas no período determinado. Estas escolhas, bem como a metodologia usada para elas, serão descritas nas subseções que seguem deste trabalho.

5.1.1. *Companhias escolhidas como objeto de estudo e período analisado*

O estudo pretende analisar as companhias abertas brasileiras, de forma que a amostra estudada deverá contemplar estas sociedades. Como o Brasil atualmente tem somente uma bolsa de valores em atividade – a B3 – deve-se determinar quais das companhias listadas na B3 serão objeto de análise.

Em dezembro de 2019, havia 415 companhias listadas na B3.⁹⁴ Assim, a fim de restringir a amostra e tornar possível a análise mais aprofundada, analisou-se os seguimentos de mercado em que as companhias eram listadas, verificando-se que 137 delas é listada no segmento de listagem chamado Novo Mercado.

O Novo Mercado foi criado em 2000 como um segmento de listagem diferenciado, com padrão de governança corporativa mais elevado. Dentre as exigências que o Regulamento do Novo Mercado traz, muitas dizem respeito às informações sobre as companhias que deverão ser públicas e vão além daquilo que a lei e regulamentação pela CVM exigem. Assim, por ser o segmento de listagem com padrões mais elevados de governança corporativa e por contemplar um número significativo de empresas, as companhias listadas no Novo Mercado foram escolhidas como objeto de estudo.

Neste universo, deve-se considerar que as sociedades que são listadas na B3, bem como no Novo Mercado, variam no decorrer do tempo. As empresas podem fechar seu capital, alterar o seu segmento de listagem, sofrer reorganizações societárias ou até mesmo deixar de existir. Assim, para que se possa elencar quais companhias listadas no Novo Mercado seriam estudadas, deve-se determinar qual o período de estudo. O prazo de um ano – ou um exercício

⁹⁴ Conforme consulta realizada no sítio da internet da B3 em 8 de janeiro de 2020. Disponível em: <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>

social – parece curto, em especial considerando que diversos documentos societários são editados apenas uma vez por ano; por outro lado, um período muito longo pode tornar o estudo inviável considerando a quantidade de documentos que deverão ser analisados.

Com estes pontos em mente, escolheu-se o período de cinco anos para observação das informações sobre arbitragem disponibilizadas pelas companhias abertas listadas no Novo Mercado. Este período se mostra prolongado o suficiente para que os dados encontrados não representem resultados de algum choque exógeno – como alterações legislativas – ou situações excepcionais, mas não tão prolongado que torne a análise dos documentos infactível em razão da quantidade de material.

O período de cinco anos tem como termo inicial o dia 1º de janeiro de 2014 e se encerra em 31 de dezembro de 2018, representando, portanto, os exercícios de 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018. Com a definição do período, devemos levantar quais as companhias abertas que estiveram listadas no Novo Mercado em qualquer momento no decorrer deste período.

É importante ressaltar que não se pretende fazer uma fotografia de quais companhias eram listadas em um momento do período de estudo e analisá-las pelos cinco exercícios. É importante considerar as informações referentes a qualquer companhia que tenha sido listada no período, ainda que a tenha deixado de ser durante este mesmo período.

Para levantar quais companhias foram listadas no período foi utilizada a base de dados Economatica⁹⁵, sendo verificado que no período entre 1º de janeiro de 2014 e 31 de dezembro de 2018 houve 144 companhias listadas no Novo Mercado. Destas, apenas 13 não estiveram listadas continuamente no segmento durante todo o período de estudo. Todas as 144 estiveram listadas no Novo Mercado por pelo menos um exercício entre 2014 e 2018.

Isso posto, o campo de estudo escolhido serão as 144 companhias listadas no Novo Mercado no período entre 1º de janeiro de 2014 a 31 de dezembro de 2018.⁹⁶ Delimitadas quais companhias abertas serão objeto de estudo e por qual período, devemos estabelecer quais documentos por ela divulgados serão analisados.

⁹⁵ ECONOMATICA. Base de dados. Disponível em: <https://economica.com/>. Acesso entre julho e dezembro de 2019.

⁹⁶ As companhias objeto de estudo estão listadas por nome empresarial e nome de listagem no pregão no Apêndice deste trabalho.

5.1.2. Documentos objeto de análise

Após realizada a primeira delimitação necessária, qual seja, de quais companhias serão objeto de estudo e por qual período, deve-se determinar como será realizada a análise. Temos ciência de que na realidade de mercado as informações não são disponibilizadas somente pelas companhias, havendo fontes “informais” de informações, como a imprensa especializada ou até mesmo informações fornecidas pelas próprias câmaras de arbitragem, como ementários. Contudo, o que pretendemos analisar é como a própria companhia divulga as informações sobre si e como este conteúdo chega ao mercado. Portanto, neste momento iremos eleger quais os documentos emitidos pelas próprias companhias emissoras serão objeto de estudo.

Como o objetivo desta análise empírica é averiguar as informações que estão efetivamente disponíveis ao mercado a respeito de arbitragens envolvendo companhias abertas, foram analisados os documentos públicos por elas publicados. Assim, será possível entender como o mercado em geral, e não aqueles que eventualmente tenham maior acesso a alguma informação, tomam conhecimento da existência de arbitragens envolvendo companhias abertas.

São diversos os documentos que podem ser disponibilizados pelas companhias, de forma que deve haver uma delimitação do campo neste ponto. Como se quer entender o que é disponibilizado ao mercado de maneira mais ampla possível, serão analisados somente documentos que foram disponibilizados no sítio eletrônico da CVM.⁹⁷ Estes, contudo, ainda representam uma grande quantidade de documentos.

Não há na legislação ou na regulamentação da CVM maior detalhamento a respeito de onde deveriam constar informações relativas às arbitragens de que fazem parte as companhias. Dessa forma, a busca foi realizada nos documentos que tratam mais genericamente dos aspectos de maior relevância das companhias, conforme será descrito nas próximas seções.

5.1.2.1. Formulário de Referência

⁹⁷ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso entre junho de 2019 e janeiro de 2020.

O Formulário de Referência é documento apresentado anualmente e que deverá ser atualizado nas hipóteses previstas nos §§ 2º e 3º do artigo 24 da ICVM 480/2009.⁹⁸ Ele traz uma série de informações fundamentais a respeito da companhia registrada perante a CVM e é o documento mais completo que as companhias abertas apresentam ao mercado, de forma que será analisado. Seu conteúdo é inteiramente regrado pela ICVM 480/2009 conforme descrito na seção 2.1. deste trabalho. Nesta seção, voltaremos o olhar à necessidade de divulgação de litígios que envolvam a companhia listada, uma vez que a ICVM 480/2009 cria algumas exigências no segmento do Formulário de Referência que trata de “*fatores de risco*”.

Conforme descrito no Anexo 24 da ICVM 480/2009, os itens 4.3, 4.4 e 4.5 do Formulário de Referência são reservados para a divulgação de litígios. No item 4.3, deverão ser descritos “*os processos judiciais, administrativos ou arbitrais em que o emissor ou suas controladas sejam parte, discriminando entre trabalhistas, tributários, cíveis e outros: (i) que não estejam sob sigilo, e (ii) que sejam relevantes para os negócios do emissor ou de suas*

⁹⁸ ICVM 480/2009: “Artigo 24. [...] § 2º O emissor deve reentregar o formulário de referência atualizado: I – na data do pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários; II – na data de publicação do instrumento de oferta pública de aquisição de ações (OPA), quando o emissor for ofertante de valores mobiliários atribuídos em permuta e optar por incorporar por remissão ao formulário de referência as informações a seu respeito que, nos termos de norma específica sobre ofertas públicas de aquisição de ações, devam constar no instrumento da oferta; e III – na data do pedido de registro de programa de distribuição ou da divulgação de suplemento preliminar, devendo ser aplicadas ao pedido de registro de programa de distribuição e à divulgação de suplemento preliminar as disposições contidas nas notas do Anexo 24 que tratam do pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários.

§ 3º O emissor registrado na categoria A deve atualizar os campos correspondentes do formulário de referência, em até 7 (sete) dias úteis contados da ocorrência de qualquer dos seguintes fatos: I – alteração de administrador, de membro do conselho fiscal, de membro de comitê estatutário ou de membro dos comitês de auditoria, de risco, financeiro e de remuneração, ainda que tais comitês ou estruturas não sejam estatutários, desde que tais comitês ou estruturas participem do processo de decisão dos órgãos de administração ou de gestão do emissor como consultores ou fiscais; II – alteração do capital social; III – emissão de novos valores mobiliários, ainda que subscritos privadamente; IV – alteração nos direitos e vantagens dos valores mobiliários emitidos; V – alteração dos acionistas controladores, diretos ou indiretos, ou variações em suas posições acionárias que os levem a ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor; VI – quando qualquer pessoa natural ou jurídica, ou grupo de pessoas representando um mesmo interesse, direta ou indiretamente, ultrapassar, para cima ou para baixo, os patamares de 5% (cinco por cento), 10% (dez por cento), 15% (quinze por cento), e assim sucessivamente, de uma mesma espécie ou classe de ações do emissor, desde que o emissor tenha ciência de tal alteração; VII – REVOGADO; VIII – incorporação, incorporação de ações, fusão ou cisão envolvendo o emissor; IX – alteração nas projeções ou estimativas ou divulgação de novas projeções e estimativas; X – celebração, alteração ou rescisão de acordo de acionistas arquivado na sede do emissor ou do qual o controlador seja parte referente ao exercício do direito de voto ou poder de controle do emissor; XI – decretação de falência, recuperação judicial, liquidação ou homologação judicial de recuperação extrajudicial; e XII – comunicação, pelo emissor, da alteração do auditor independente nos termos da regulamentação específica.”

controladas”. Já no item 4.4, deverão ser descritos “*os processos judiciais, administrativos ou arbitrais, que não estejam sob sigilo, em que o emissor ou suas controladas sejam parte e cujas partes contrárias sejam administradores ou ex-administradores, controladores ou ex-controladores ou investidores do emissor ou de suas controladas*”. Nota-se que ambos os itens tratam da divulgação de processos que não estejam sob sigilo, o que significa que, seguindo-se estritamente aquilo que determina a ICVM 480/2009, qualquer arbitragem que fosse sigilosa não deveria ser divulgada nestes itens do Formulário de Referência.

Para os processos sigilosos, o Anexo 24 da ICVM 480/2009 traz seção específica para divulgação, determinando que no item 4.5 do Formulário de Referência “*em relação aos processos sigilosos relevantes em que o emissor ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima, analisar o impacto em caso de perda e informar os valores envolvidos*”.⁹⁹

O texto da ICVM 480/2009 é confuso. Na medida em que determina que nos itens 4.3 e 4.4 deverão ser descritos somente processos não sigilosos, ao tratar no item 4.5 dos processos sigilosos, afirma que deverão ser analisados os processos que não tenham sido divulgados nos outros itens. Assim, não fica claro em qual item do Formulário de Referência deveriam ser descritas as arbitragens confidenciais relevantes.

Esta definição é importante em razão das informações exigidas pela regulamentação da ICVM 480/2009. Enquanto para o item 4.5, que aborda processos sigilosos relevantes, é exigido que se informe somente os valores envolvidos e a análise de impacto em caso de perda, para os processos relevantes não sigilosos, que serão descritos nos itens 4.3 e 4.4 do Formulário de Referência, os emissores deverão em regra divulgar:¹⁰⁰ (a) juízo; (b) instância; (c) 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) valor total provisionado, se houver, dos processos descritos no item.

Assim, a depender de onde se entender que deverá ser descrito o procedimento arbitral sigiloso e relevante, as informações exigidas pela regulamentação serão diferentes. O que é

⁹⁹ Anexo 24 da ICVM 480/2009.

¹⁰⁰ Diz-se em regra porque algumas informações serão facultativas para os emissores categoria B. Contudo, considerando o espectro de emissores estudados, que englobam emissores de categoria A, será aplicada a regra geral.

certo, contudo, é que se criou no Formulário de Referência uma obrigação para o emissor de, ao menos, analisar o impacto em caso de perda e informar os valores envolvidos nos processos sigilosos relevantes, dentre os quais devem se incluir as arbitragens que tramitam de forma confidencial.

Diante da relativa incerteza gerada pela regulamentação em relação à forma e ao conteúdo das divulgações de processos sigilosos relevantes, dentre os quais as arbitragens confidenciais, o primeiro passo para a análise empírica das divulgações de informações relativas à arbitragem pelas companhias abertas será a análise dos seus Formulários de Referência, entre os anos de 2014 a 2018, especificamente nos itens 4.3, 4.4 e 4.5. que dizem respeito aos fatores de risco derivados de litígios.

Por ser o documento mais abrangente em relação às informações gerais de uma companhia, o que inclui os processos e arbitragens que as envolvam, a análise dos Formulários de Referência será realizado primeiro. Ainda mais, a regulamentação exige a divulgação de processos sigilosos relevantes somente em relação ao Formulário de Referência, não sendo a regulamentação específica para demais formas de divulgação de informações pelas companhias. Portanto, parte-se do documento mais abrangente publicado por uma companhia, para depois se aprofundar nos demais documentos disponibilizados pelas companhias a fim de verificar como as empresas listadas refletem nas suas divulgações de informações a existência de arbitragem.

5.1.2.2. *Fatos Relevantes*

Na segunda parte do estudo empírico, iremos analisar os Fatos Relevantes emitidos pela Companhia. Esta análise será importante considerando, em especial, o momento de divulgação dos documentos. Enquanto o Formulário de Referência é divulgado anualmente e em período específico do ano,¹⁰¹ o Fato Relevante deve ser divulgado sempre que ocorrer um fato considerado relevante, sem qualquer periodicidade pré-determinada, salvo a exceção prevista no artigo 6º da ICVM 358/2002, que permite que não seja divulgado o Fato Relevante quando

¹⁰¹ De acordo com a ICVM 480/2009, o Formulário de Referência deverá ser entregue anualmente e em até 5 meses contados da data de encerramento do exercício social (artigo 24, § 1º).

os acionistas controladores ou administradores entenderem que a sua revelação colocará em risco o interesse legítimo da companhia.¹⁰²

Considerando que a companhia deverá divulgar o Fato Relevante sempre que ocorrer algo que tenha impacto na decisão de investimento, o principal aspecto deste documento será a definição do que será considerado relevante. Sobre este ponto, a ICVM 358/2002 no seu artigo 2º determina que:

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

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

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

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

Os critérios colocados pela ICVM 358/2002 para que um fato seja considerado relevante são bastante abrangentes, na medida em que tocam situações genéricas. E mesmo sendo compreensivas, as hipóteses ainda deixam fora do espectro informações úteis ao monitoramento dos administradores de uma companhia e que, assim, reduziriam os custos de agência, tendo em vista que estas só seriam consideradas relevantes se potencialmente influenciassem a decisão dos investidores ou na cotação dos valores mobiliários (PITTA, 2013, p.238).

O artigo 2º da ICVM 358/2002, nos incisos de seu parágrafo único, lista uma série de situações que poderiam ser considerados fatos relevantes, nenhuma das quais relacionadas à arbitragem envolvendo as companhias. A lista, contudo, é apenas exemplificativa, devendo cada

¹⁰² “Artigo 6º Ressalvado o disposto no parágrafo único, os atos ou fatos relevantes podem, excepcionalmente, deixar de ser divulgados se os acionistas controladores ou os administradores entenderem que sua revelação porá em risco interesse legítimo da companhia. Parágrafo único. As pessoas mencionadas no caput ficam obrigadas a, diretamente ou através do Diretor de Relações com Investidores, divulgar imediatamente o ato ou fato relevante, na hipótese da informação escapar ao controle ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada dos valores mobiliários de emissão da companhia aberta ou a eles referenciados.”

situação – como a existência de procedimento arbitral –, ser analisada no caso concreto relativamente a relevância.

Assim, pela leitura da ICVM 358/2002 extrai-se que será relevante o fato que influenciar a cotação do ativo e a decisão dos investidores em negociar estes ativos, bem como a decisão de exercer direitos relativos a estes ativos. Parece adequado, portanto, dividir a relevância em dois grupos: fatos que tem efeito sobre a precificação de um ativo e fatos que possam ensejar o exercício de algum direito pelo acionista.

Relacionando aos procedimentos arbitrais, nos parece que eles poderiam se enquadrar, a depender da situação de qualquer das hipóteses previstas no artigo 2º da ICVM 358/2002. No primeiro grupo, de fatos que afetem a precificação de um ativo, as arbitragens tanto de natureza comercial, como de natureza societária são potencialmente capazes de influenciar a precificação de um ativo, considerando a temática que abordam, dos valores que envolvem ou das partes que delas participam.

No que toca ao critério de relevância que fala da decisão de exercício de direito pelos investidores, nos parece que as arbitragens de natureza societária cumpririam este requisito de relevância. O conhecimento pelo acionista de uma companhia da existência de litígios envolvendo seus administradores, demais acionistas ou contratos de natureza societária pode ter grande potencial influenciar diretamente a sua decisão de exercício de direitos.

Este entendimento, no entanto, não é extraído diretamente da norma. Por ser um conceito inteiramente aberto, cabe à própria companhia avaliar se a informação ou fato ocorrido teria essas características e deveria ser objeto de publicação de Fato Relevante. A situação é similar àquela dos itens que serão estudados no Formulário de Referência, uma vez que somente os processos considerados relevantes deverão ser divulgados. E, novamente, o critério de relevância é colocado nas mãos da própria companhia e seus administradores.

Destarte, a análise dos Fatos Relevantes publicados pelas companhias listadas no Novo Mercado no período de 2014 a 2018 se mostra um instrumento útil à finalidade do trabalho, tendo em vista que será possível, em certa medida, apreciar inclusive o juízo de relevância que é realizado pelas companhias e se elas entendem que existência de uma arbitragem – considerada relevante para divulgação no Formulário de Referência – também deveria ser objeto de Fato Relevante. Também, pela análise dos Fatos Relevantes será possível analisar, havendo divulgação, o momento em que a companhia opta por tornar o assunto público (se

quando da instauração do procedimento, quando do seu encerramento ou qualquer outro momento), bem como quais aspectos do procedimento arbitral são considerados relevantes.

5.2. Principais Achados

5.2.1. Análise dos Formulários de Referência

A primeira etapa do estudo empírico foi a análise dos Formulários de Referência das 144 companhias listadas no Novo Mercado entre 2014 e 2018. Foram analisados 678 Formulários de Referência¹⁰³, buscando-se por referências a procedimentos arbitrais nos itens 4.3, 4.4 e 4.5 do documento, que tratam, respectivamente, de processos sigilosos não-relevantes, processos envolvendo a companhia e administradores ou ex-administradores, controladores ou ex-controladores ou investidores do emissor ou de suas controladas e, por fim, processos sigilosos relevantes.

Os achados relativos aos Formulários de Referência foram divididos considerando a forma de divulgação de informações relativas à arbitragem, bem como qual foi o conteúdo divulgado pela companhia. Detalhadamente, analisou-se a maneira pela qual as companhias divulgam as arbitragens e quais informações a respeito delas são divulgadas. Ou seja, buscamos

¹⁰³ Cumpre salientar que em alguns casos, pelas mais diversas razões, não foram disponibilizados todos os Formulários de Referência relativos a todos os exercícios do período. São os casos das seguintes companhias: (i) Camil Alimentos S.A., Hapvida Participações e Investimentos S.A. e Notre Dame Intermédica Participações S.A. apresentaram somente um Formulário de Referência no período, visto que seus registros na CVM foram concedidos em 26/9/2017, 20/4/2018 e 19/4/2018, respectivamente; (ii) BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A, Atacadão S.A., IRB - Brasil Resseguros S.A. e Petrobras Distribuidora S/A apresentaram somente dois Formulários de Referência no período, considerando que tiveram seus registros na CVM concedidos em 14/12/2017, 18/7/2017, 27/7/2017 e 12/12/2017; (iii) Tempo Participações S.A. também apresentou somente dois Formulários de Referência no período, esta em razão de ter o Registro na CVM cancelado em 10/5/2016; (iv) Smiles Fidelidade S.A. apresentou somente dois Formulários de Referência no período, visto que teve o registro concedido na CVM em 10/10/2017, contudo, a estes se somam os quatro Formulários de Referência emitidos quando era denominado somente Smiles S.A.; (v) Centro de Imagem Diagnósticos S.A. e Instituto Hermes Pardini S.A. apresentaram três formulários de referência no período, considerando os registros concedidos na CVM em 26/10/2016 e 10/2/2017, respectivamente; (vi) Rumo Logística Operadora Multimodal S.A. também apresentou somente três Formulários em Referência, em razão do cancelamento de seu registro na CVM em 19/12/2016; (vii) Movida Participações S.A. e Wiz Soluções e Corretagem de Seguros S.A. apresentaram quatro formulários de referência no período, pois tiveram os seus registros concedidos na CVM em 29/1/2016 e 11/5/2015, respectivamente; (viii) CETIP S.A. - Mercados Organizados apresentou somente quatro Formulários de Referência no período, em razão do cancelamento de seu registro junto à CVM em 3/7/2017; (ix) Lupatech S.A., OSX Brasil S.A. e PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações deixaram de apresentar Formulário de Referência em 2016 para as duas primeiras e 2017 para a última por terem entrado em processo de recuperação judicial, conforme a dispensa prevista no artigo 36 da ICVM 480/2009; e (x) Óleo e Gás Participações S/A apresentou somente um Formulário de Referência por estar em processo de recuperação judicial, conforme a mencionada dispensa do artigo 36 da ICVM 480/2009.

compreender quão acessível a informação é ao interessado e se, quando encontrada, as informações divulgadas são suficientes para informar o interessado.

5.2.1.1. Aspectos Gerais

Dos 678 Formulários de Referência analisados, verificou-se a indicação de existência de procedimento arbitral em 122 deles, o que significa 18% da base de dados analisada. Os Formulários de Referência em que se localizou referência à arbitragem diziam respeito a 47 companhias estudadas, consistente em 33% daquelas analisadas.

Apurou-se, portanto, que pelo menos um terço das companhias listadas no Novo Mercado estão ou estiveram envolvidas em procedimentos arbitrais no período estudado. Claro que não é possível afirmar que são estas as únicas dentre as companhias estudadas que se envolveram em procedimentos arbitrais, e sim que são as únicas que os divulgaram em seus Formulários de Referência em razão de considerá-los relevantes.

O ponto da relevância é importante de salientar, uma vez que as companhias devem divulgar somente aqueles processos que são considerados relevantes. O critério de relevância fica à cargo da discricionariedade da companhia e seus administradores. Analisando-se os Formulários de Referência, nota-se que grande parte das companhias determina os valores envolvidos na demanda como parâmetro de relevância, sendo considerados relevantes os litígios que envolvam determinada quantia. Este, contudo, pode não ser o melhor método de determinação da relevância, uma vez que um litígio que envolve menor monta e, contudo, diga respeito ao *core business* da sociedade pode ser muito mais relevante que a eventual obrigação de pagamento de valor mais elevado. Ou ainda, mesmo um procedimento que envolva quantia simbólica mas diga respeito a um litígio de natureza societária, pode ser de altíssima relevância para o exercício de direito por parte dos acionistas ou sugerir problemas na governança da empresa.

O critério utilizado para aferição da relevância também é importante na medida em que se observou, por diversas vezes, que as companhias informam a inexistência de processos sigilosos “relevantes” ao invés de informar somente a inexistência de processos sigilosos. Nestes casos, o investidor não poderá saber com a certeza absoluta a inexistência de processo sigiloso, visto que eventual procedimento confidencial que o investidor consideraria relevante pode não ter sido divulgado pois não se encaixou no critério de relevância da companhia.

Feitas estas observações, por se tratar do estudo de procedimentos sigilosos, a análise realizada deverá ser baseada naquilo que a companhia acabou optando por classificar como relevante, de forma que se presumirá que todas as arbitragens relevantes envolvendo as companhias divulgadas se encontram nestes 122 Formulários de Referência em que foi mencionada a existência de procedimento arbitral.

5.2.1.2. *Forma de divulgação da arbitragem nos Formulários de Referência*

A análise da forma pela qual as companhias abertas divulgam as arbitragens em que estão envolvidas é importante na medida em que se pretende compreender quão acessível a informação é ao interessado. Se a forma pela qual a informação é apresentada pelas companhias não é organizada ou padronizada, pode-se gerar uma dificuldade de acesso àquela informação e, conseqüentemente, a assimetria informacional que a regulação do mercado de capitais busca evitar.

A ICVM 480/2009 é a única regulamentação que trata a forma pela qual as arbitragens sigilosas deverão ser divulgadas ao mercado nos Formulários de Referência, uma vez que descreve o local do documento em que devem ser informados os processos sigilosos relevantes, bem como quais as informações a seu respeito deverão ser divulgadas. Assim, no que toca à forma de divulgação, sabe-se que três itens do Formulário de Referência são destinados à descrição de processos relevantes da companhia, sendo que um deles diz respeito aos processos sigilosos relevantes (item 4.5). Logo, segundo a regulamentação existente, pode-se afirmar que as informações relativas a arbitragens confidenciais envolvendo companhias abertas deveriam ser divulgadas no item 4.5 do Formulário de Referência, que trata de processos sigilosos relevantes.

Contudo, foi possível observar a falta de padronização na forma em que as informações que dizem respeito à arbitragem são divulgadas na análise dos Formulários de Referência. Quando há menção expressa à arbitragem, não há uniformidade no local Formulário de Referência em que isto é feito, dificultando o acesso à informação pelo investidor e demais interessados.

Como já mencionado, da leitura da ICVM 480/2009 parece-nos que o local correto para divulgação de uma arbitragem confidencial relevante seria no item destinado especificamente

a “processos sigilosos relevantes” (item 4.5 do Formulário de Referência). Foram localizadas menções à arbitragem nos três itens pesquisados relativos à processos envolvendo a companhia.

As menções à arbitragem encontradas em 122 Formulários de Referência estão descritas de acordo com o local do Formulário em que se encontravam na figura a seguir:

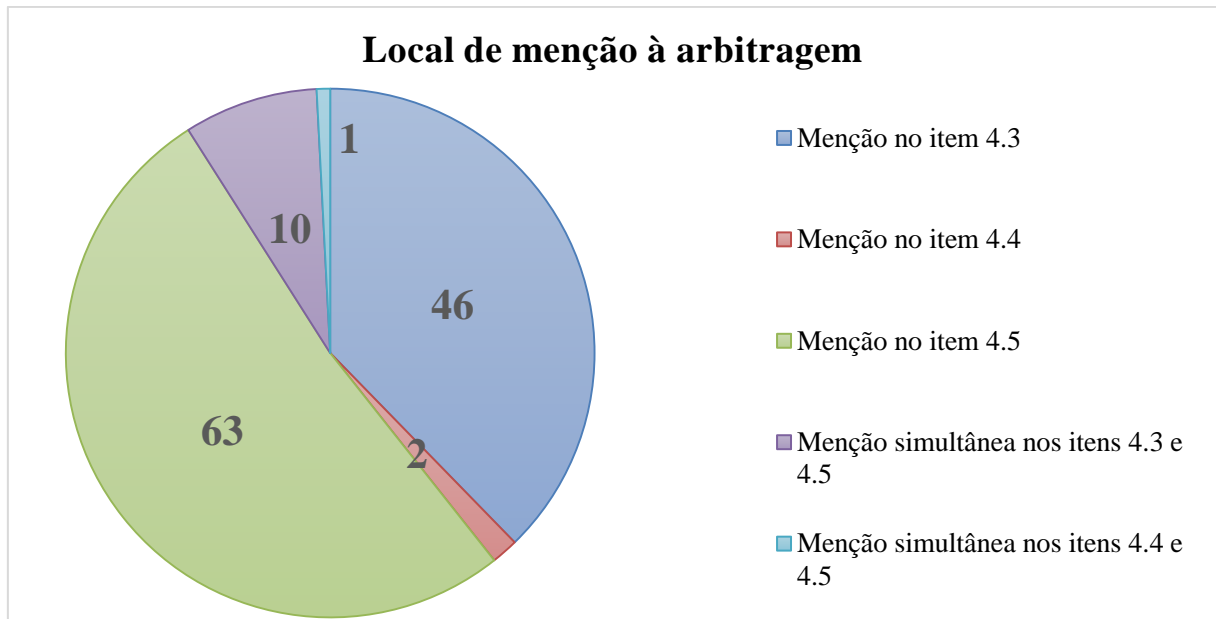


Figura 1 - Local de menção da existência de procedimentos arbitrais das companhias abertas listadas no Novo Mercado no Formulário de Referência, considerando os anos-base de 2014 a 2018.

Como se pode observar, quase todas as menções se encontram descritas nos itens que tratam de processos não-sigilosos relevantes (item 4.3) e processos sigilosos relevantes (item 4.5). Apenas duas menções se encontravam unicamente no item que trata de processos não-sigilosos que controladores ou administradores (item 4.4).

Essa falta de uniformidade no local de menção da arbitragem pode ser atribuída à falta de clareza pela regulamentação da ICVM 480/2009. Em que pese nos posicionarmos aqui no sentido de que o local correto do Formulário de Referência para divulgação da arbitragem sigilosa seja o item destinado a processos sigilosos relevantes (item 4.5), o texto da ICVM 480/2009 deixa algum espaço para outra interpretação.

Diante dos dados da figura acima se verifica que em 48 dos 122 Formulários de Referência que continham referência à arbitragem, caso o investidor realizasse busca somente

no item 4.5, destinado a processos sigilosos relevantes, ele não encontraria qualquer menção à arbitragem. Este dado é significativo, uma vez que significa que em 39% dos casos em que o Formulário de Referência refere arbitragem, o investidor que não buscasse arbitragens sigilosas nos itens destinados a processos não-sigilosos poderia verificar um falso negativo em relação à arbitragem simplesmente em razão de não haver uniformidade na forma como ela é divulgada pelas companhias.

A situação ainda pode ser mais confusa ao investidor e ao mercado. Por vezes, não se tem simplesmente a ausência e menção à procedimento arbitral no item destinado aos processos sigilosos relevantes (item 4.5). Foram observados casos em que há negativa categórica à existência de processo sigiloso relevante ao mesmo tempo em que se localizou menção à arbitragem nos demais itens, destinados a processos não-sigilosos (itens 4.3 e 4.4).

Como exemplo desta espécie de caso, tem-se a situação da Neoenergia. Nos Formulários de Referência dos anos de 2014, 2015 e 2016, ao se consultar o item 4.5 do documento, que trata de “Processos Sigilosos Relevantes”, tem-se a seguinte frase somente: *“Não aplicável. A Companhia não é parte em nenhum processo sigiloso.”*

Há, portanto, uma negativa absoluta à existência de procedimento sigiloso. Veja-se que sequer menciona-se a inexistência de processo relevante, o que poderia indicar a existência de processo sigiloso eventualmente irrelevante. A negativa existente diz respeito a todo o qualquer processo sigiloso, não se deixando espaço, por exemplo, para arbitragens confidenciais que fossem consideradas irrelevantes para os critérios da companhia. Diante desta negativa, seria razoável considerar que o investidor ou qualquer interessado presumisse a inexistência de arbitragem confidencial envolvendo a Neoenergia ou quaisquer de suas controladas, cessando portando a análise do Formulário de Referência para busca de informações a respeito de eventuais arbitragens sigilosas quando da leitura do item exclusivamente destinado aos processos sigilosos relevantes.

Entretanto, ao se verificar o item 4.3, que trata de processos não-sigilosos relevantes, vê-se que no ano de 2014 foram divulgados nove procedimentos arbitrais; no ano de 2015, oito procedimentos arbitrais e no ano de 2016 foram descritas dez arbitragens sigilosas envolvendo a Companhia. Assim, tem-se no item que trata de processos sigilosos relevantes (item 4.5) uma negativa de existência de procedimentos arbitrais sigilosos, ao mesmo tempo em que diversos deles são descritos no item que trata de processos não-sigilosos relevantes (item 4.3). Vê-se, assim, que aquele que busca informações a respeito de arbitragens sigilosas poderia facilmente,

e de forma fundamentada, tirar conclusões erradas simplesmente em razão da falta de padronização na forma em que as informações relativas à arbitragem são divulgadas.

Assim, a forma pela qual é dada a informação, como o local do Formulário de Referência, se mostra também bastante importante. Nos Formulários de 2014, 2015 e 2016 as informações fornecidas pela Companhia a respeito das arbitragens em que estava envolvida eram bastante completas, especialmente em relação às informações que geralmente são fornecidas pelas sociedades. Contudo, por haver uma negativa no item específico que trata de processos sigilosos (item 4.5), a informação não está facilmente disponibilizada ao mercado e o conteúdo pode, assim, se tornar irrelevante.

Em situação similar à da Neoenergia tem-se o caso da CCX. Nos Formulários de Referência dos anos de 2015, 2016 e 2018, ao se analisar o item que trata de processos sigilosos relevantes (item 4.5), encontra-se a seguinte frase: *“Na data deste Formulário de Referência, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte.”* A sua situação se difere um pouco do caso da Neoenergia na medida em que se menciona o critério de relevância, de forma que seria possível entender pela existência de arbitragem sigilosa irrelevante. Contudo, pela frase constante no item mencionado, o que é certo é que se poderia concluir pela inexistência de arbitragem confidencial relevante. Entretanto, nos três Formulários de Referência da CCX mencionados, foram apresentadas informações a respeito de arbitragens em trâmite envolvendo a companhia no item que trata de processos não-sigilosos relevantes (item 4.3).

Em que pese serem apresentados casos exemplificativos para demonstrar a forma pela qual as companhias informam a existência de arbitragem, o caso da Neoenergia e da CCX acima descritos não são excepcionais. Pelo contrário, são maioria. Dos 48 Formulários de Referência em que não há qualquer menção à arbitragem no item destinado a processos sigilosos relevantes (item 4.5), em 25 deles há uma negativa considerada categórica em relação a existência de processos sigilosos relevantes. Isto é, em mais de metade dos casos em que a arbitragem não é mencionada no item destinado aos processos sigilosos relevantes (item 4.5), há neste mesmo item uma negativa categórica que incute certeza – equivocada – no investidor da inexistência de arbitragem sigilosa relevante.

Novamente, evidenciado que a forma pela qual é feita a divulgação, inclusive o local de divulgação no Formulário de Referência, é bastante relevante para que se garanta a boa divulgação das informações pelas companhias.

Há outros casos em que companhias optam por divulgar as informações referentes a arbitragens sigilosas nos itens do Formulário de Referência que se destinam a processos não-sigilosos (itens 4.3 e 4.4). A gravidade dos 25 casos acima, como os da CCX e Neoenergia, está na existência de negativa expressa no item que trata de processos sigilosos relevantes (item 4.5).

No caso da CR2, por exemplo, a companhia descreve em seus Formulários de 2014 a 2017 arbitragem confidencial no item 4.3, que trata de processos não-sigilosos relevantes. Ao mesmo tempo, no item 4.5, destinado a processos sigilosos relevantes informa que: *“Na presente data, não há processos sigilosos relevantes em que a Companhia ou suas controladas sejam parte e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima”*.

Mesmo que entendamos que, nesta espécie de caso a referência à arbitragem se encontra no local errado do Formulário de Referência, a realização desta ressalva indica que o interessado deve consultar os demais itens destinados a divulgação de processos relevantes para que possa haver certeza a respeito da inexistência de processos relevantes sigilosos. Contudo, observou-se que na minoria dos casos em que a divulgação da arbitragem não é feita no item destinado aos processos sigilosos relevantes (item 4.5) há referência aos itens anteriores, a fim de garantir que o interessado vá buscar a existência de arbitragem confidencial nos demais itens do Formulário de Referência.

Na maioria dos casos em que a divulgação da arbitragem não é feita no item destinado aos processos sigilosos relevantes (item 4.5), como colocado, há uma negativa categórica a respeito da existência de processo sigiloso. Em uma menor parte, é feita referência aos itens anteriores do Formulário de Referência, o que facilitaria a busca por informações do investidor ou interessado. E, finalmente, em uma minoria, o item destinado a processos sigilosos relevantes (item 4.5) não deixa clara a existência ou inexistência de procedimento arbitral relevante, bem como não refere os itens anteriores, deixando a questão a respeito da arbitragem envolvendo as companhias em aberto.

Os dados encontrados podem ser verificados na figura abaixo, que trata do universo dos 48 Formulários de Referência em que havia menção à existência de arbitragem, contudo, esta não estava no item destinado a processos sigilosos relevantes (item 4.5):

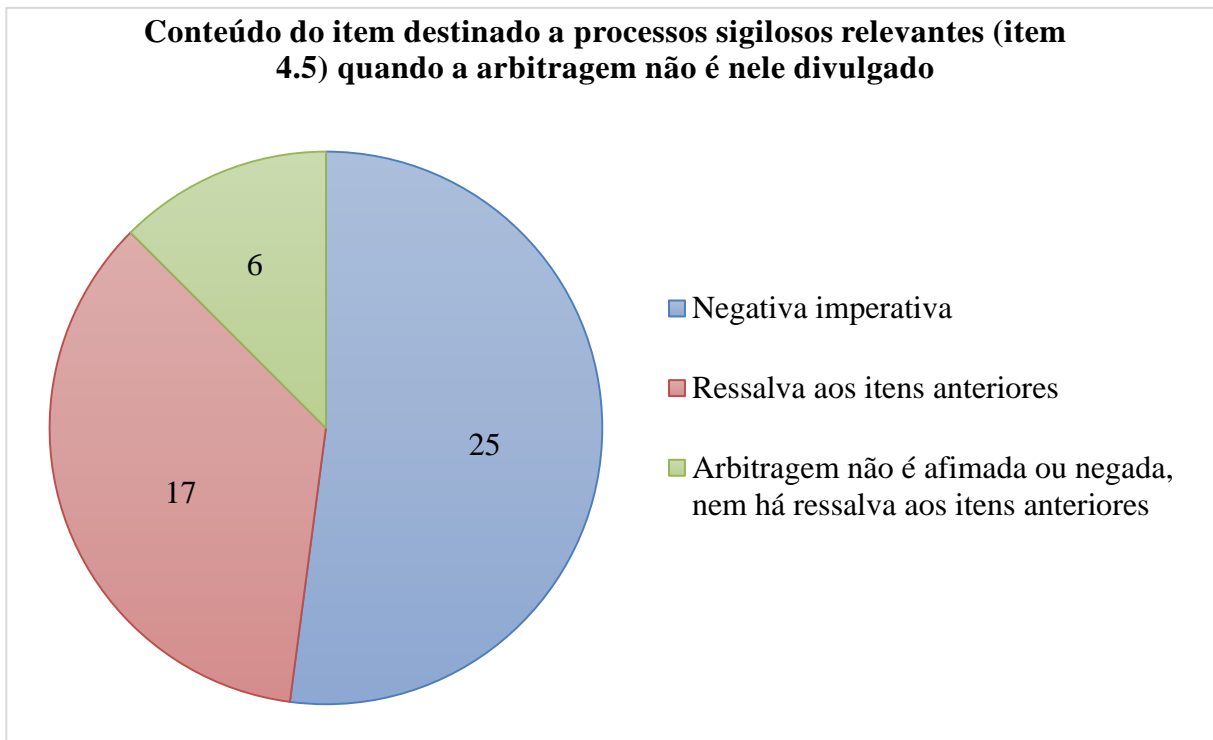


Figura 2 - Conteúdo do item do Formulário de Referência destinado a Processos Sigilosos Relevantes (item 4.5) quando houve divulgação de arbitragem somente nos itens 4.3 e/ou 4.4, considerando os Formulários dos anos-base de 2014 a 2018 de companhias listadas no Novo Mercado.

Ainda neste tema, há o caso excepcional da Parapanema, que divulgou arbitragem sigilosa nos Formulários de Referência dos anos de 2016, 2017 e 2018. As informações referentes à arbitragem, de forma mais detalhada, se encontram no item destinado aos processos não-sigilosos relevantes (item 4.3). Contudo, quando se busca informações no item 4.5, que trata dos processos sigilosos relevantes, a empresa faz a seguinte referência:

Somos parte em um Procedimento Arbitral nº 02/2015 em que se discute um Instrumento Particular de Troca de Parâmetro (Swap), conforme já anteriormente informado no item 4.3.

Essa nos parece ser a forma ideal de informar a existência de arbitragem no item destinado aos processos sigilosos relevantes (item 4.3) caso, por razões de conveniência da companhia, opte-se por descrevê-la em maiores detalhes no item referente aos processos não-sigilosos. Assim, o investidor ao analisar o item que trata de processos sigilosos já terá a informação em relação à existência de arbitragem e saberá onde, no Formulário de Referência, se encontra a descrição mais detalhada do procedimento, facilitando e assegurando o seu acesso à informação.

Ainda observamos outro problema na falta de padronização na forma pela qual deverá ser divulgada a existência de arbitragem confidencial, além da já mencionada dificuldade do investidor em localizar informações a este respeito no Formulário de Referência. A regulamentação pela CVM não diferencia os processos arbitrais dos processos judiciais ou administrativos, de forma que deverá constar qualquer processo sigiloso relevante, seja qual for a sua natureza, no item 4.5 do Formulário de Referência.

Contudo, esta falta de diferenciação pode apresentar alguns problemas. Para as companhias participantes do Novo Mercado há a obrigatoriedade de inclusão de cláusula compromissória no estatuto social da sociedade, de forma que todos os seus litígios de natureza societária estariam submetidos à CAM/B3. Dessa forma, é importante para o acionista, ao analisar as informações relativas aos processos sigilosos, ter conhecimento a respeito de quais deles são arbitragens e, potencialmente, poderiam se tratar de litígios de natureza societária para que possa eventualmente optar por exercer algum direito.

Essa é apenas uma das situações em que a falta de especificação a respeito do objeto do procedimento sigiloso que se está tratando poderia trazer prejuízo aos acionistas. Geralmente, determinadas temáticas são reservadas a procedimentos específicos, de forma que o conhecimento de qual espécie de procedimento se está tratando facilitaria muito a compreensão do litígio em voga pelo interessado.

O caso da Alper é exemplo de situação em que não é possível identificar de qual espécie de processo se está tratando ao consultar o Formulário de Referência. No item que trata de processos sigilosos relevantes (item 4.5), uma série de processos é mencionada, entretanto, não é possível saber se o procedimento é arbitral ou judicial. Isto pode ser visto no Formulário de Referência do ano-base de 2018:

Existem processos sigilosos relevantes em que a Companhia e/ou suas controladas sejam parte. Abaixo a análise e impacto do caso em caso de perda e seus valores envolvidos:

(1) Análise do impacto em caso de perda de processo: Em caso de perda, a Companhia pode ser condenada a indenizar a parte contrária nos termos do pedido contraposto, no valor atualizado de R\$ 537.244,00

Valor provisionado: N/A

Chance de perda: Possível

(2) Análise do impacto em caso de perda de processo: Em caso de perda, a Companhia pode ser condenada a indenizar a parte contrária nos termos do pedido contraposto, ainda não formulado.

Valor provisionado: N/A

Chance de perda: Possível

(3) Análise do impacto em caso de perda de processo: Em caso de perda, a Companhia pode ser condenada a pagar o valor provisionado.

Valor provisionado: R\$ 2.077.210,00

Chance de perda: Provável

(4) Análise do impacto em caso de perda de processo: Em caso de perda, a Companhia poderá ser condenada a indenizar o reclamante pelos pedidos iniciais, que perfazem o valor atualizado de R\$ 1.716.706,28.

Valor provisionado: N/A

Chance de perda: Remota

(5) Análise do impacto em caso de perda de processo: Estima-se como provável a perda a condenação dos pedidos que perfazem o valor atualizado de R\$ 512.316,90.

Valor provisionado: R\$ 512.316,90

Chance de perda: Provável

Nota-se que da descrição realizada pela Companhia em relação aos processos sigilosos relevantes, não se tem a possibilidade de saber quais se tratam de processos arbitrais ou não. E, ainda, como a ICVM 480/2009 apenas determina que é necessário informar, a respeito dos processos sigilosos, os valores envolvidos e análise do impacto em caso de perda, não há descrição do objeto. Desta forma, não é possível verificar se algum destes processos sigilosos é uma arbitragem, ou, ainda, se seu objeto é um litígio societário.

Esta questão se encontra em um tema limítrofe entre a forma de divulgação das arbitragens e o conteúdo destas divulgações. Aproveitando este ensejo, passa-se à análise do conteúdo das divulgações de arbitragens nos Formulários de Referência estudados.

5.2.1.3. Conteúdo da divulgação da arbitragem

A análise do conteúdo das informações divulgadas pelas companhias exige que se delimite algum referencial de quais informações deveriam ser divulgadas e quais seriam úteis se divulgadas. Nos 678 Formulários de Referência analisados, verificou-se a menção à existência de arbitragem em 122 deles, como já foi dito anteriormente.

Contudo, em diversas oportunidades o mesmo Formulário de Referência trazia informações a respeito de mais de um procedimento arbitral e, como esta parte do estudo se dedica às informações referentes ao procedimento individualmente pensado, parece útil que se considere cada procedimento em si.

Portanto, tem-se ao total 273 arbitragens individualmente consideradas.¹⁰⁴ Entretanto, destas menções, em 24 oportunidades a forma pela qual a companhia trouxe a informação a respeito da arbitragem foi feita de maneira que não é possível analisar o conteúdo.¹⁰⁵ Diz-se não ser possível apurar conteúdo quando não há exatamente conteúdo a respeito do procedimento arbitral. Na maioria destes casos, houve simplesmente a menção a existência de procedimento arbitral sem referir qualquer outra informação que se possa atribuir ao mesmo procedimento arbitral que foi divulgada a existência.

Nota-se que a quantidade de casos em que o conteúdo não pode ser apurado não é insignificante, o que poderia indicar a pouca importância que as companhias dão para a transparência no que toca à divulgação de informações relativas a arbitragens que participam, apesar da obrigatoriedade regulatória.

Esta impressão poderá ser corroborada quando for analisado conteúdo disponibilizado pelas companhias a respeito das arbitragens que as envolvem. No entanto, antes de tratarmos do conteúdo a respeito de arbitragens, devemos considerar que a ausência de conteúdo também merece aprofundamento.

A CPFL Renováveis, em todos os Formulários de Referência analisados, informa a existência de arbitragens em conjunto com demais processos, tratando-os de forma genérica. Em 2018 informou a existência de seis procedimentos arbitrais, em 2017 de cinco, em 2016 de seis, em 2015 de dois e em 2014 informou existir apenas uma arbitragem. Assim, temos a menção pela CPFL Renováveis de um total 19 arbitragens,¹⁰⁶ entretanto, não temos mais informações sobre os procedimentos. Para que se entenda a forma e a total ausência de conteúdo

¹⁰⁴ Lembremos aqui que, por vezes, em Formulários de Referência da mesma companhia e anos diferentes, é possível que haja menção ao mesmo procedimento arbitral em duas oportunidades; isto, contudo, não foi considerado para a contagem da totalidade de menções às arbitragens.

¹⁰⁵ É o caso da: (a) CPFL Renováveis, em todos os cinco Formulário de Referência analisados; (b) Ecorodovias no Formulário de Referência do ano de 2015; (c) da Rumo S.A. no Formulário de Referência dos anos de 2014 e 2015; e (d) da Tecnisa nos Formulários dos anos de 2015 e 2016.

¹⁰⁶ Faz-se aqui a mesma ressalva feita quando se tratou das menções a procedimentos arbitrais individualizados. Isto não significa que a CPFL Renováveis está envolvida em 19 arbitragens diferentes. É possível que a mesma arbitragem tenha sido mencionada por cinco vezes, uma vez em cada ano. Contudo, como não é possível identificar os procedimentos arbitrais apontados, considera-se as menções individualizadas, mesmo que eventualmente seja mais de uma menção ao mesmo procedimento. Vale ressaltar, inclusive, que não é relevante para o estudo do conteúdo se tratarem ou não do mesmo procedimento em diferentes Formulários de Referência.

na divulgação, segue como exemplo o texto apresentado pela sociedade no Formulário de Referência do ano-base de 2018:

[...] (ii) Contingências Cíveis

Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia era parte passiva em 96 demandas de natureza cível, sendo 63 processos judiciais e 1 procedimento arbitral, com valor de causa total atualizado de R\$ 249.200.797,64 e ativa em 190 demandas da mesma natureza, sendo 185 processos judiciais e 05 procedimentos arbitrais, com valor de causa total atualizado de R\$ 965.214.427,46. De acordo com a opinião de seus advogados externos, para as demandas passivas, foi constituída uma provisão contábil no valor de R\$ 240.427,92 para perdas prováveis relativas às demandas passivas, visto que essa é a expectativa de saídas de recursos para os referidos processos; R\$ 228.929.447,06 foram avaliados como perda possível e R\$ 9.748.374,86 como perda remota, para os quais não foi constituída provisão contábil. [...]

Da leitura do texto, vê-se que é possível saber que a Companhia é ré em um procedimento arbitral e autora em cinco arbitragens. Entretanto, além da existência de arbitragens, não é possível extrair mais informações a respeito delas do Formulário de Referência.

Há também o caso da Tecnisa, que em dois Formulários de Referência, dos anos de 2015 e 2016, infere a existência de uma arbitragem que seria descrita posteriormente, contudo, não consta no restante do texto dados a este respeito. A companhia fez assim constar nos documentos:

A Companhia tem ciência de uma ação ordinária, bem como uma ação de desapropriação, uma arbitragem e um processo administrativo, de valores relevantes, as quais estão abaixo descritas: [...]

Parece ter havido um esquecimento na redação do Formulário de Referência, seja de retirar a menção à arbitragem na parte inicial do texto, seja de descrevê-la. Presume-se isto porque em outros anos a menção à arbitragem é feita da mesma forma, contudo, há descrição pormenorizada do procedimento no Formulário.

Há também casos em que a arbitragem é mencionada de passagem quando da descrição de outro procedimento, não sendo possível ter conhecimento de maiores detalhes do procedimento arbitral. É o caso da Ecorodovias, que ao descrever processo trabalhista no Formulário de Referência do ano de 2015, mencionou a existência de um procedimento arbitral relacionado. É o texto do documento:

[...]Processo: 02963.2005.006.02.00.8

Juízo: 6ª Vara do Trabalho de São Paulo

Principais fatos: A controlada indireta da Companhia, Ecocataratas, possui uma ação de responsabilidade solidária referente à reclamação trabalhista contra a Qualix Serviços Ambientais S.A., empresa pertencente ao grupo Sideco (ex-acionista da Companhia). A ação foi julgada procedente em primeira e em segunda instâncias contra as reclamadas.

Em audiência de conciliação realizada na data de 16/12/2014, foi determinada a expedição de alvará do valor incontroverso. Autos permanecem conclusos para julgamento dos embargos à execução. Por força do contrato de compra e venda celebrado entre a Companhia e o ex-acionista da controlada, há o dever de indenização por parte dos ex-acionistas, motivo pelo qual ingressou-se com procedimento arbitral na Câmara de Comércio Brasil-Canadá.

[...]

Análise do impacto em caso de perda do processo: Tendo em vista que a responsabilidade da Ecocataratas é solidária, e considerando que a 1ª Reclamada está em recuperação judicial, a Ecocataratas arcou com o pagamento do crédito do autor quando da decisão final. Ocorre que, paralelamente foi instaurado um procedimento arbitral pela Companhia objetivando o ressarcimento por eventuais perdas relativas a este e outros passivos menores com base no Contrato de Compra e Venda da concessionária, tendo sido proferida decisão em 08/11/2013, a qual condenou os vendedores a pagar imediatamente 84,48% do valor efetivamente desembolsado pela Companhia na ação do NRAF. Também condenaram as requeridas a pagar 70% dos custos da arbitragem e honorários de sucumbência.

Não há, contudo, maiores detalhes a respeito desse procedimento arbitral, sendo todo o conhecimento possível a seu respeito no Formulário de Referência aquilo que foi descrito quando se tratando de processo de natureza trabalhista.

Vistas as situações em que se encontrou menção à arbitragem e não foi possível extrair do Formulário de Referência conteúdo a respeito do procedimento, passemos à análise das informações que as companhias divulgam a respeito dos procedimentos arbitrais em que se encontram envolvidas.

Pela interpretação mais restritiva da ICVM 480/2009, o conteúdo mínimo a respeito de arbitragens confidenciais é aquele exigido para o item 4.5 do Formulário de Referência, que trata de processos sigilosos relevantes. Assim, neste primeiro momento, analisaremos se as companhias que mencionaram a existência de arbitragem divulgaram os valores envolvidos e a análise de impacto em caso de perda.

Das 249 menções individualizadas à arbitragem em que o conteúdo foi considerado apurável, somente em 96 casos houve a publicação dos valores envolvidos e da análise de

impacto em caso de perda de forma conjunta. Ou seja, em 153 casos o conteúdo mínimo exigido pela regulamentação não foi divulgado. Individualmente considerados, os valores foram divulgados em 137 casos e a análise de impacto de perda em 178 deles, conforme figura abaixo:

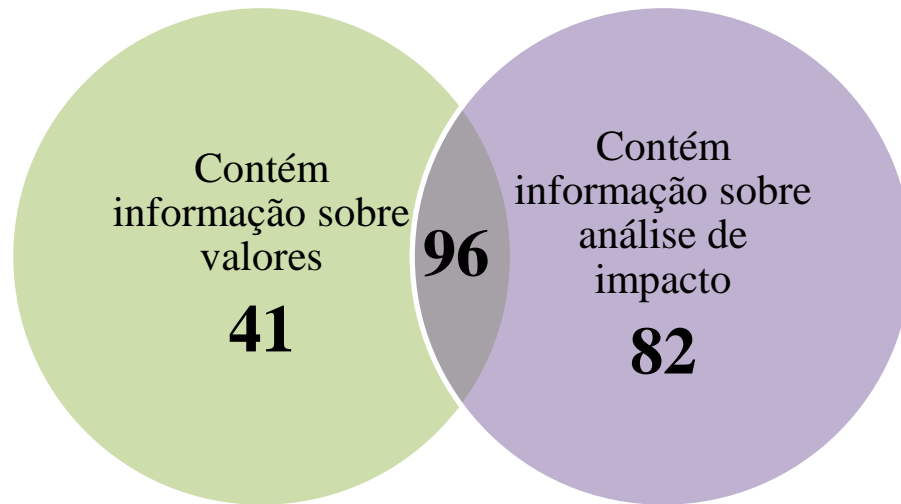


Figura 3 - Diagrama de Venn demonstrando a quantidade de vezes em que (a) há indicação do valor envolvido sem indicação da análise de impacto em caso de perda; (b) há indicação da análise de impacto em caso de perda sem indicação do valor envolvido; e (c) há indicação dos valores envolvidos e da análise de impacto em caso de perda, considerando as 249 menções à arbitragem individualmente consideradas com conteúdo apurável nos itens 4.3, 4.4 e 4.5 dos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 de companhias listadas no Novo Mercado.

A regulamentação não é exigente a respeito das informações que devam ser divulgadas, requerendo que apenas dois dados sejam repassados aos investidores em relação aos processos sigilosos relevantes mencionados no item 4.5 do Formulário de Referência: valores envolvidos e análise de impacto em caso de perda. Mesmo assim, vemos que em 61% dos casos (153 dos 249 analisados) as informações mínimas não são repassadas ao mercado.

E mais, nos casos em que há divulgação da análise de impacto em caso de perda, esta é feita de forma genérica e superficial, como é o exemplo do Formulário de Referência do ano de 2017 da Tim, que trouxe a seguinte informação: “Análise do possível impacto para o emissor ou suas controladas, em caso de perda: Impacto econômico e financeiro.” Nestes casos, consideramos que houve divulgação da análise de impacto em caso de perda, contudo, como se pode ver, aquilo que é disponibilizado pelas companhias poderá não ser informativo.

Dentre as 178 arbitragens que tiveram a análise de impacto em caso de perda informada, independentemente da divulgação dos valores envolvidos, em 118 casos esta análise foi realizada de forma considerada genérica, o que configura 66% dos casos. Já quando avaliamos as 96 oportunidades em que houve a divulgação concomitante de valores envolvidos e análise de impacto em caso de perda, a análise de impacto foi divulgada de forma considerada genérica em 36 oportunidades. Para visualizar a proporção que isto significa no global, foram elaboradas as figuras abaixo:

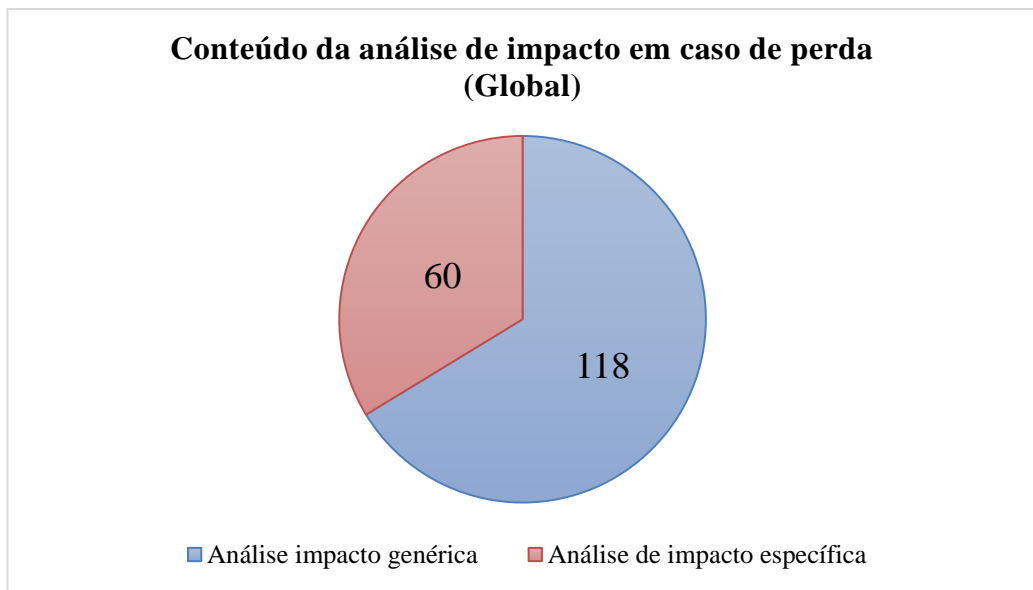


Figura 4 - Casos em que conteúdo da análise de impacto em caso de perda foi disponibilizado, considerando se realizada de forma específica ou genérica no universo do total de menções individuais a procedimento arbitral nos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias listadas no Novo Mercado.

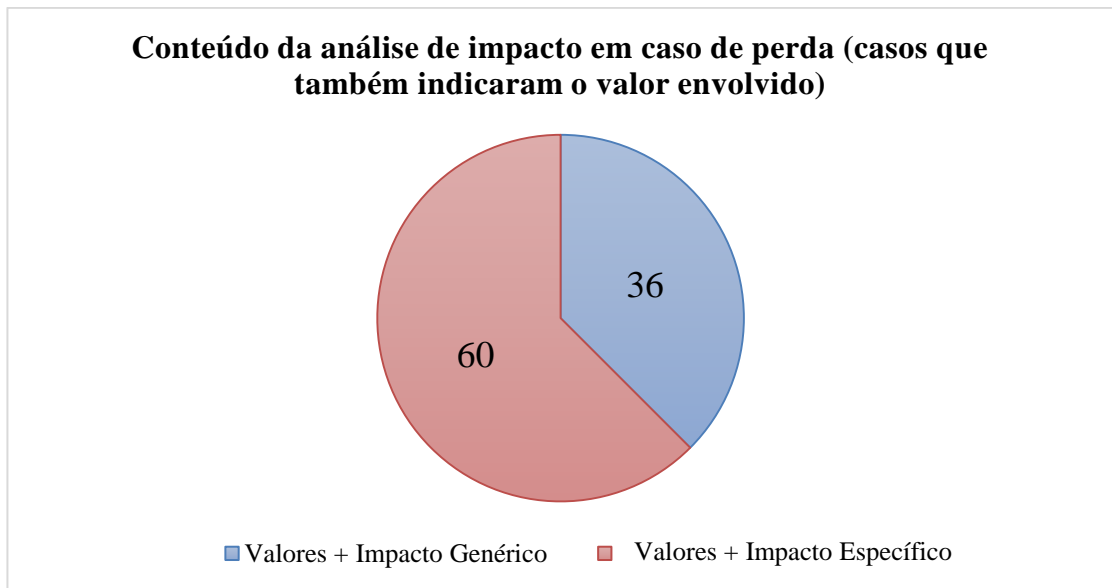


Figura 5 - Casos em que conteúdo da análise de impacto em caso de perda foi disponibilizado de forma específica ou genérica, considerando somente as oportunidades em que foi também mencionado o valor envolvido considerando o total de menções individuais a procedimentos arbitrais nos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado.

Quando se observa a quantidade de vezes que a análise de impacto em caso de perda é realizada de forma genérica no universo de casos em que as informações mínimas exigidas pela regulação foram cumpridas (Figura 5), a situação não parece tão relevante. Contudo, é importante observar que no universo de todas as menções à arbitragem, somente numa pequena parte das vezes a análise de impacto em caso de perda, informação considerada obrigatória pelo regulador, é fornecida de forma específica (Figura 4).

Também foi possível observar que somente é indicado de forma específica a análise de impacto em caso de perda quando também são indicados os valores envolvidos. Em todos os casos em que não houve indicação dos valores, a análise de impacto em caso de perda foi realizada de maneira genérica. Em melhores palavras, houve indicação de valores juntamente com a análise de impacto genérica, contudo, sempre que a análise de impacto foi feita de forma específica, foram indicados valores em conjunto.

É claro que é mais difícil indicar a análise de impacto em caso de perda de forma mais específica sem que também se apontem valores envolvidos. Contudo, isso não impede que se indique de forma global o possível impacto envolvido, como por exemplo, se será necessário, no caso de perda, o desembolso de quantias e em qual prazo, se a perda poderia implicar em

obrigações de fazer para companhia, entre outros. A indicação destas informações já configuraria a análise de impacto em caso de perda realizada de forma específica e não genérica.

Nosso estudo também buscou verificar quais são as informações fornecidas pelas companhias quando divulgam a existência de arbitragem sigilosa. Para a escolha de quais informações seriam buscadas nas descrições dos procedimentos fornecidos pelas companhias, apoiamo-nos novamente no Anexo 24 da ICVM 480/2009. Dessa forma, analisamos se as informações exigidas para a divulgação de processos sigilosos não-relevantes (item 4.3) foram apresentadas quando tratando da arbitragem.

Uma vez que já analisamos a divulgação das informações exigidas para os processos sigilosos relevantes (item 4.5), o aprofundamento da pesquisa implicaria a análise de novas informações. A escolha por aquelas exigidas para os processos não sigilosos se deu principalmente em razão de, muitas vezes, a arbitragem ser indicada no item destinado a estes processos do Formulário de Referência.

A ICVM 480/2009 exige, para o item 4.3 do Formulário de Referência, que trata de processos relevantes não sigilosos, as seguintes informações: juízo, instância, data de instauração, partes no processo, valores, bens ou direitos envolvidos, principais fatos, chance de perda, análise de impacto em caso de perda e valores provisionados. Considerando que a arbitragem, em regra, não conta com diferentes instâncias, esta informação não foi buscada; por sua vez, analisamos se o objeto do litígio é divulgado a respeito das arbitragens, ainda que não seja expressamente mencionado na ICVM 480/2009.

Foi possível apurar que a informação mais disponibilizada pelas companhias é o objeto das arbitragens, que foi divulgada em 219 das 249 arbitragens mencionadas. A relação de informações disponibilizadas segue esquematizada na imagem abaixo:

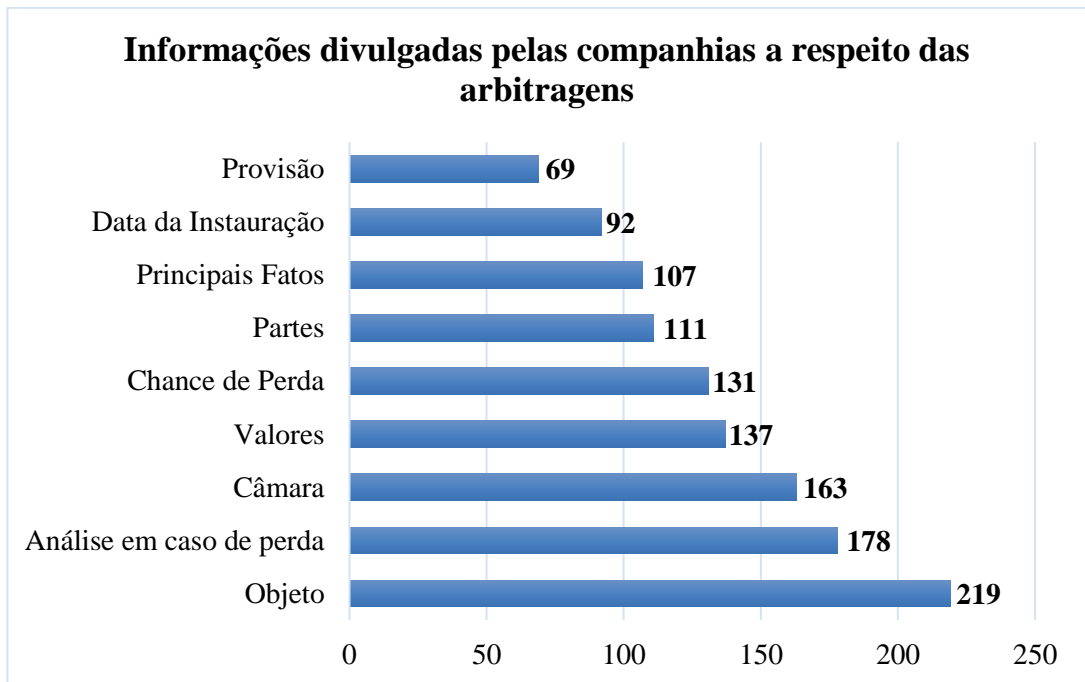


Figura 6 - Relação das informações disponibilizadas pelas companhias, classificadas por quantidade de apontamentos, considerando o total de menções individuais a procedimento arbitral nos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado.

Em que pese não ter sido divulgado em 30 casos analisados, a informação de que em 88% dos casos o objeto do procedimento arbitral foi divulgado indicaria transparência das companhias a respeito dos procedimentos arbitrais. Contudo, cabe ressaltar que, como ocorreu na análise de impacto, por muitas vezes o objeto é divulgado de forma inteiramente genérica. É o caso da Gafisa, que nas diversas arbitragens divulgadas informava o objeto de forma superficial, como se observa da transcrição das informações disponibilizadas no Formulário de Referência do ano de 2015:

[...] Procedimento Arbitral – Companhia – Processo nº 65/2013(658067) – CCBC/SP
 a. valores, bens ou direitos envolvidos: Arbitragem que cuida de inadimplemento de contrato de construção. [...]

Vê-se assim que, ainda que divulgado o objeto da arbitragem, a informação pode ser repassada de forma tão genérica que o conteúdo deixa de ter relevância. No caso de Gafisa, informar que a arbitragem envolve contrato de construção, considerando-se se tratar de companhia do ramo da construção civil, torna a informação quase inócua. Mais uma vez, vê-se

que o conteúdo da informação, e não somente a existência da informação, é de extrema importância.

O objeto é divulgado por tantas vezes de forma genérica que sequer é possível apontar, em todas as arbitragens analisadas, se estamos diante de arbitragem de natureza contratual/comercial ou de natureza societária. Das 249 arbitragens analisadas, em 42 casos não foi possível distinguir a natureza do litígio, enquanto em 141 tinha-se conflito de natureza contratual/comercial e em 66 casos litígios societários¹⁰⁷, conforme figura abaixo:

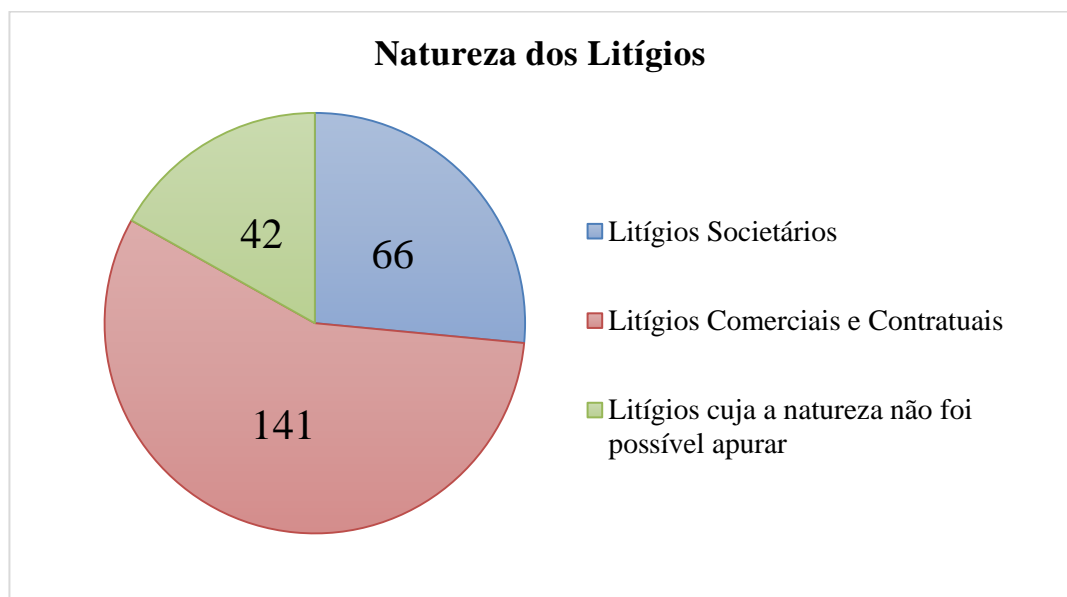


Figura 7 - Natureza dos litígios das arbitragens divulgadas, individualmente tratadas, considerando o total de menções individuais a procedimento arbitral nos Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado.

Ter conhecimento da natureza do litígio é de fundamental importância para que o investidor da companhia possa tomar uma decisão a respeito do exercício de direitos na condição de acionista da empresa, ou ainda ter conhecimento se a controvérsia afeta o negócio desenvolvido pela sociedade. Entretanto, em cerca 28% dos casos essa informação não foi passível de apuração.

¹⁰⁷ Como litígio de natureza societária considerou-se aqueles que envolviam acionistas, administradores, acordos de acionistas, ou que diziam respeito contratos de compra e venda de ações ou quotas de sociedade controlada.

Ainda no que toca às informações que são disponibilizadas pelas companhias, vê-se que sequer é possível tomar conhecimento, em grande parte dos casos, se a sociedade atua no polo ativo ou no polo passivo da arbitragem. As informações relativas ao polo processual estão demonstradas abaixo:

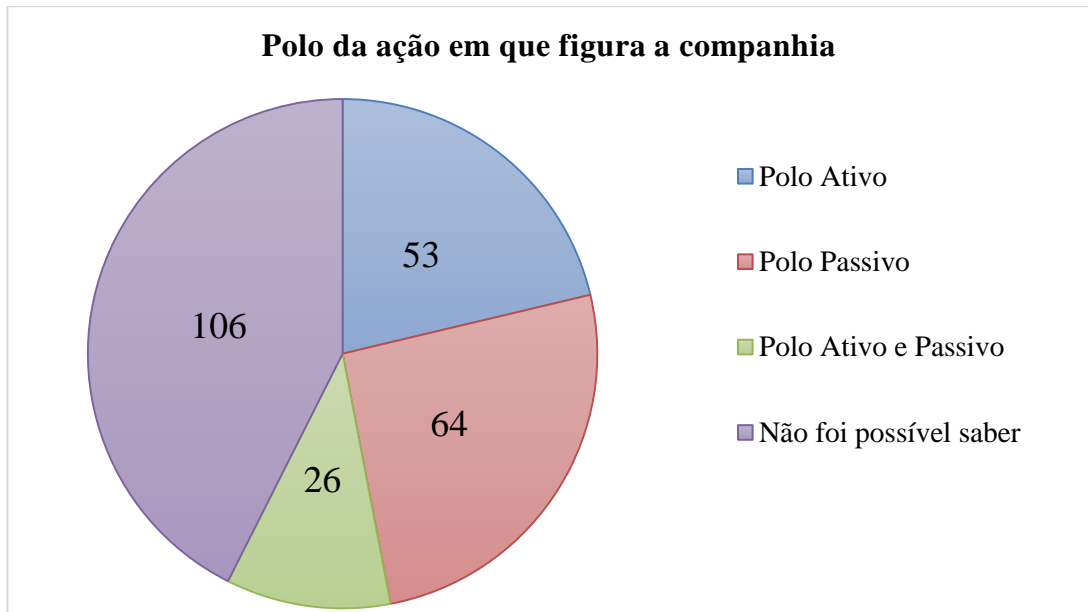


Figura 8 - Identificação dos polos em que atuam as companhias nas arbitragens divulgadas, individualmente consideradas e levando em conta os Formulários de Referência dos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado.

Ter conhecimento de qual polo processual atua a companhia é essencial para que as demais informações disponibilizadas possam ser úteis. De pouco adianta ter conhecimento a respeito dos valores envolvidos no litígio se não é possível apurar se a eventual contingência será ativa ou passiva. Entretanto, mesmo diante da importância desta informação, vê-se que em 42% dos casos não foi possível afirmar a posição processual da companhia na arbitragem.

Vislumbra-se, dessa primeira análise das informações fornecidas pelas companhias abertas, que há muita falta de padronização a respeito de qual forma são divulgadas as informações relativas à arbitragem, bem como do próprio conteúdo de tais informações. A regulamentação já é muito pouco exigente a respeito de quais informações deverão ser divulgadas, e, ainda assim, verifica-se que sequer os poucos dados exigidos são fornecidos pelas companhias.

Analisados os Formulários de Referência divulgados pelas companhias objeto de estudo, passaremos à análise daquilo que as companhias divulgaram ao mercado por meio da publicação de Fatos Relevantes.

5.2.2. *Análise dos Fatos Relevantes*

A segunda parte do estudo empírico trata da análise dos Fatos Relevantes divulgados pelas Companhias objeto desta pesquisa e durante o período de análise. Como colocado na seção 2.1. deste trabalho, os Fatos Relevantes são documentos divulgados pelas companhias sempre que ocorrer um fato considerado relevante, sem qualquer periodicidade pré-fixada.

A definição de relevância é dada pela ICVM 358/2002, em seu artigo 2º, que determina como relevantes os fatos que têm efeito sobre a precificação de um ativo e os fatos que possam ensejar o exercício de algum direito pelo acionista.¹⁰⁸ Diante da amplitude do conceito, a determinação dos fatos que se encaixarão nesta definição fica por conta da própria companhia.

Portanto, a definição de relevância é prevista na regulamentação quando tratando dos Fatos Relevantes e não dos Formulários de Referência, de forma que a análise dos primeiros pode nos indicar como essa avaliação de relevância é feita pelas companhias abertas brasileiras também para os segundos. Igualmente, os dados extraídos dos Fatos Relevantes, quando lidos em conjunto com aqueles dos Formulários de Referência, poderão demonstrar como diferentes documentos são tratados pelas companhias e como são realizadas as opções de divulgação por elas.

Foram analisados todos os Fatos Relevantes divulgados no período de 1º de janeiro de 2014 a 31 de dezembro de 2018 pelas 144 companhias abertas objeto de estudo e divulgados no sítio eletrônico da CVM. No período, verificou-se a divulgação de 4.198 Fatos Relevantes pelas companhias estudadas, nos quais foi realizada busca pelas palavras-chave “arbitragem”, “câmara” e “tribunal”.

Foram muitos os Fatos Relevantes que retornaram positivos para a busca realizada pelas palavras-chave, uma vez que nem sempre as palavras encontradas diziam respeito a

¹⁰⁸ Não é este o texto literal da ICVM 358/2002. Este critério de relevância foi descrito de forma pormenorizada anteriormente neste trabalho, sendo apenas lembrado neste ponto. Assim, a interpretação realizada nesta pesquisa e transcrita neste ponto deve considerar todo o desenvolvimento feito nas seções anteriores.

procedimentos arbitrais. Por exemplo, “arbitragem” é um termo utilizado para uma operação de compra de algum ativo com a posterior venda com um valor mais elevado, gerando lucros. Portanto, sempre que o Fato Relevante tratava de uma operação deste gênero, a palavra-chave era encontrada e, contudo, o documento não tratava de procedimento arbitral. O mesmo ocorreu com as palavras “câmara” e “tribunal”, que retornavam temas que não tinham, necessariamente, relação com procedimento arbitrais, e sim com processos judiciais, por exemplo.

Em razão disso, nos Fatos Relevantes que retornaram positivos na busca por palavras-chave, foi necessária uma análise cuidadosa para verificar se o Fato Relevante realmente dizia respeito a algum procedimento arbitral. Após este exame mais profundo, com a leitura do documento na íntegra, constatou-se que somente 37 Fatos Relevantes, dentre os 4.198 documentos analisados, tratavam de procedimentos arbitrais.

5.2.2.1. Forma de divulgação de arbitragens nos Fatos Relevantes

Em que pese terem sido encontrados somente 37 Fatos Relevantes que tratavam de arbitragem em um universo de milhares, os procedimentos arbitrais são tratados das formas mais variadas. As arbitragens mencionadas nos Fatos Relevantes não eram sempre o objeto principal do documento publicado pela companhia; por muitas vezes, a arbitragem era mencionada de forma incidental no Fato Relevante. Este foi o caso de 19 dos 37 Fatos Relevantes que trataram de arbitragem.

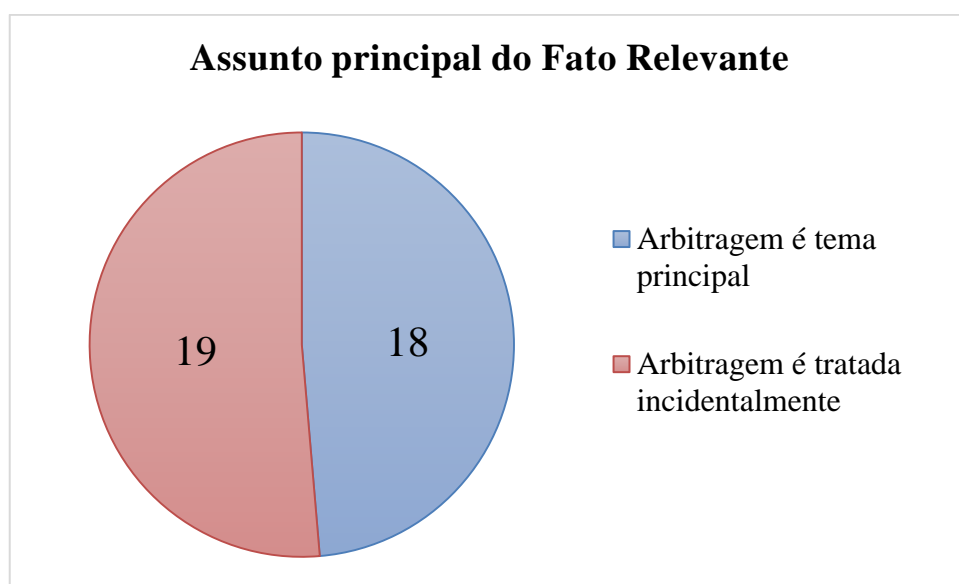


Figura 9 - Tema do Fato Relevante que continha menção à arbitragem, considerando se o procedimento arbitral era o tema principal do documento ou era tratado de forma incidental, dentro do universo dos Fatos Relevantes divulgados nos anos-base de 2014 a 2018 das companhias abertas listadas no Novo Mercado.

Portanto, tem-se que somente 18 dentre os 4.198 Fatos Relevantes divulgados tinham como objeto principal a arbitragem (o que configura sequer 0,5% da amostra). Este número é bastante insignificante diante do universo das 144 companhias abertas estudadas. E mais, considerando as 273 menções à arbitragem encontradas quando analisados os Formulários de Referência, este dado demonstra que as companhias, de forma geral, não consideram a arbitragem – e seus desenvolvimentos – tema de relevância.

Sobre a forma de divulgação da arbitragem, é importante analisarmos quando o procedimento é apresentado ao mercado de forma secundária em meio a outro assunto. Dentre os 19 Fatos Relevantes que trataram a arbitragem apenas incidentalmente, o tema foi abordado das mais diversas maneiras: desde a mera menção à existência até maiores detalhamentos.

A simples menção ao procedimento arbitral é algo semelhante ao que caracterizamos, quando do estudo dos Formulários de Referência, como conteúdo não apurável. Não é possível se ter maiores informações a respeito do procedimento senão a sua existência. Exemplo deste tipo de situação é o Fato Relevante divulgado pela BR Properties em 1º de fevereiro de 2017, como segue abaixo:

BR Properties S.A. (“Companhia”) (BRPR3), vem a público informar [...] que foi consumada na presente data operação prevista no contrato de compra e venda de ativos e ações celebrado pela Companhia e pela LPP III Empreendimentos e

Participações S.A. - sociedade do grupo GLP (Global Logistic Properties Limited) – em 30 de abril de 2014 (“Contrato”), cujo objeto era a alienação à LPP de determinados ativos de galpões industriais de propriedade da Companhia, com a alienação da totalidade das ações detidas pela Companhia na BRPR 46 Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A., a qual é proprietária de galpão industrial situado em São Bernardo do Campo com 47.353 m² de ABL (sendo que tal transação estava pendente por conta de disputa arbitral, a qual foi finalizada), pelo valor total de R\$ 240.248.762,72.

Nota-se que a companhia informou a consumação de operação que envolve mais de 240 milhões de reais, a qual estaria pendente em razão de disputa arbitral. Portanto, a arbitragem mencionada sem qualquer detalhamento impedia que a companhia recebesse a quantia objeto da operação e, em que pese a relevância da operação, esta arbitragem não havia sido mencionada em Fato Relevante anterior. Esta arbitragem, inclusive, sequer havia sido mencionada em Formulário de Referência da companhia, de forma que os investidores não tiveram informações a este respeito vindas da BR Properties.

Ainda tratando dos casos em que o procedimento arbitral foi tratado de forma incidental, temos o caso da JBS que merece destaque. Em 13 de novembro de 2017, a referida companhia publicou Fato Relevante informando que o Conselho de Administração da companhia havia autorizado a divulgação das demonstrações financeiras e do relatório de desempenho relativos ao terceiro trimestre de 2017. Nas mais de 60 páginas divulgadas em conjunto com o Fato Relevante, nas Notas Explicativas das demonstrações financeiras foram mencionados dois procedimentos arbitrais, nos termos que seguem:

- Procedimento arbitral: 93/17: Ação de responsabilização por perdas e danos sofridos pela Cia.
Câmara de Arbitragem do Mercado - CAM BM&F BOVESPA
Autores: José Aurélio Val Porto de Sá Júnior e Associação dos Investidores Minoritários AIDMIN
- Procedimento arbitral: 94/17: Direito de voto dos Requerentes no âmbito de duas deliberações da assembleia geral extraordinária da JBS S.A. convocada para o dia 1.9.2017, cuja realização está atualmente suspensa por ordem judicial;
Câmara de Arbitragem do Mercado - CAM BM&F BOVESPA
Autores: FB Participações S.A., Banco Original S.A. e Banco Original Agronegócio S.A

Como se vê, ambas arbitragens tratam de matéria societária e foram iniciadas em 2017, como se verifica pelo número do procedimento arbitral. Em que pese a temática relevante, as arbitragens sequer foram mencionadas em Fatos Relevantes em específico, tomando o

investidor conhecimento a respeito delas em razão da divulgação, junto ao Fato Relevante, das demonstrações financeiras. O exercício de direito por acionista é um dos temas que a ICVM 358/2002 aponta como relevantes para fins de divulgação de Fato Relevante; contudo, em duas ações que envolvem matérias estritamente societárias nas quais um acionista poderia ter interesse em exercer determinado direito não foram objeto de Fato Relevante.

O caso da JBS nos apresenta ainda mais uma observação: os investidores, para ter conhecimento a respeito de procedimentos arbitrais que envolvem a companhia deveriam, além de consultar os Formulários de Referência e os Fatos Relevantes por ela divulgados, também consultar as Notas Explicativas das demonstrações financeiras.

Outro ponto curioso a respeito dos Fatos Relevantes que trataram incidentalmente da arbitragem é que dez deles mencionam o encerramento do procedimento, na maioria das vezes em razão da realização de um acordo, como o caso da OSX:

[...] informa ao mercado que em 15 de novembro de 2014, sua subsidiária OSX WHP 1&2 Leasing B.V. (“OSX WHP”), em conjunto com outras subsidiárias do Grupo OSX e a Companhia, firmou acordo definitivo com a Techint Engenharia e Construção S.A. (“Techint”) de forma a encerrar as disputas envolvendo valores decorrentes do Contrato de EPCI referente a construção das plataformas WHP 1 e WHP 2 (“Acordo Techint”). O Acordo Techint foi celebrado no bojo do processo de Suspensão de Pagamentos a que está submetida a OSX WHP na Holanda, conforme noticiado no Fato Relevante de 26 de setembro de 2014, com a anuência do administrador nomeado pela Corte.

Com a assinatura do Acordo Techint, os litígios existentes entre as Partes, inclusive arbitrais, serão extintos, colaborando com o ambiente adequado para uma solução global do endividamento do Grupo OSX.

Portanto, o investidor toma conhecimento, de forma secundária, da realização de acordo que encerra arbitragem sem antes ter ciência da existência deste procedimento. Ao que nos parece, se é relevante a realização de acordo que encerra a controvérsia em que a arbitragem se cingia, o procedimento arbitral que discute e possivelmente resolve esta controvérsia também deveria ser considerado relevante. Este, contudo, não pareceu ser o caso.

Nota-se, portanto, a importância que a análise dos casos em que a arbitragem é incidentalmente mencionada, uma vez que nos permite vislumbrar as escolhas que as companhias realizam no que tocam os procedimentos arbitrais.

5.2.2.2. Conteúdo dos Fatos Relevantes

Como já posto no item anterior, 19 Fatos Relevantes dentre aqueles analisados tratavam de arbitragem apenas de forma incidental ou secundária. Somente foram localizados 18 Fatos Relevantes que abordavam como matéria principal algum procedimento arbitral. Estes documentos foram publicados por apenas dez das 144 companhias estudadas, conforme tabela que segue:

Tabela 1 - Número de Fatos Relevantes cujo o tema principal era arbitragem envolvendo a sociedade divulgado pelas companhias listadas no Novo Mercado e os documentos divulgados entre 2014 e 2018.

Companhia	Número de Fatos Relevantes
CCX Carvão Da Colômbia S.A.	7
Eletropaulo Metrop. Elet. Sao Paulo S.A.	1
Enauta Participações S.A.	1
Liq Participações S.A.	1
Log-In Logística Intermodal S.A.	1
MMX Mineração e Metálicos S.A.	1
Neoenergia S.A.	1
Parapanema S.A.	2
Pomifrutas S/A	2
Via Varejo S.A.	1

Nestes, os temas a respeito do procedimento variaram entre a instauração da arbitragem, a realização de um acordo ou a decisão proferida em procedimento arbitral, como demonstrado abaixo:

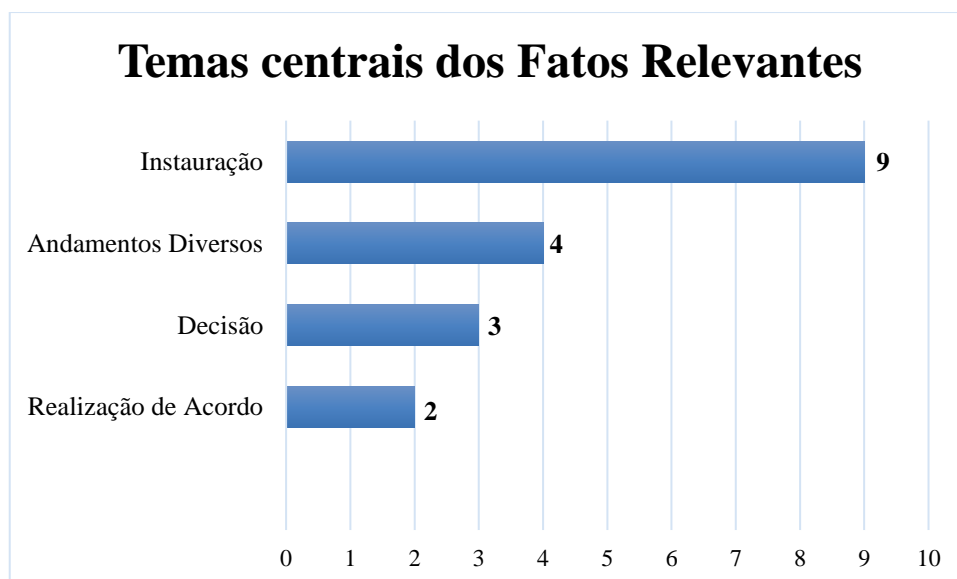


Figura 10 – Temas centrais dos Fatos Relevantes analisados que tiveram como assunto principal arbitragem envolvendo a companhia, considerando os Fatos Relevantes divulgados pelas companhias abertas listadas no Novo Mercado e no período de janeiro de 2014 a dezembro de 2018.

Esta informação nos indica que as companhias, de forma geral, vêm como acontecimentos relevantes das arbitragens seu início e sua conclusão – seja por acordo, seja por decisão final.

A figura acima, ao indicar quatro Fatos Relevantes que tratavam do que chamamos de andamentos diversos pode dar a impressão de que as companhias optam por divulgar outros andamentos do procedimento. Entretanto, este não é o caso. Os quatro documentos mencionados foram todos divulgados pela CCX, companhia que representa um caso único na nossa amostra. Dentre todos os documentos analisados, verificou-se que somente a CCX divulgou diferentes Fatos Relevantes que nos permitiu compreender todo o decorrer do procedimento arbitral. Nenhuma outra companhia divulgou as informações de forma que se compreendesse todo o decorrer do litígio. Por esta razão, optamos por nos estender na análise dos documentos divulgados por esta sociedade.

Foram divulgados dez Fatos Relevantes pela CCX, entre 5 de março de 2015 e 26 de setembro de 2016, tratando da arbitragem que estava envolvida com a YCCX (três deles, vale ressaltar, trataram apenas incidentalmente do procedimento enquanto abordavam a relação entre as partes por outra perspectiva). Para que se compreenda o conjunto de informações que

foi apresentado pela companhia, foi elaborada uma linha do tempo esclarecendo os Fatos Relevantes:

Tabela 2 - Quadro esquematizando os Fatos Relevantes divulgados pela CCX tratando do procedimento arbitral que lhe era movido pela YCCX

Data	Conteúdo
5/3/2015	<ul style="list-style-type: none"> • Informa recebimento de correspondência contendo pedido de instauração de arbitragem enviado pela YCCX • Descreve os pedidos feitos pela parte no pedido de instauração de arbitragem • Informa que em razão da arbitragem o fechamento da operação objeto provavelmente será suspenso, o que poderá colocar a companhia em complicada situação econômico-financeira
12/3/2015	<ul style="list-style-type: none"> • Informa o recebimento de proposta de aquisição não solicitada para compra da totalidade das ações de emissão da subsidiária da companhia na Colômbia. • Coloca a existência da arbitragem informada no Fato Relevante de 5/3/2015 como relevante, uma vez que a operação a que ela refere está suspensa em razão da pendência de condições precedentes • Informa que o Conselho de Administração irá analisar com cuidado a proposta recebida como alternativa para melhorar a situação econômico-financeira da companhia.
23/3/2015	<ul style="list-style-type: none"> • Informa o recebimento em 20/3/2015 de correspondência da CCI contendo o requerimento protocolado pela YCCX, em 18/3/2015, solicitando a adoção de medidas emergenciais para que a CCX se abstenha a negociar com outros potenciais compradores ativos (como é o caso da situação descrita no Fato Relevante de 12/3/2015)
7/4/2015	<ul style="list-style-type: none"> • Informa ter recebido ordem emitida pelo árbitro de emergência da CCI negando o pedido para que a CCX se abstenha de tomar quaisquer medidas relativas à proposta recebida. A CCX somente deverá se abster de negociar os ativos contemplados no <i>Asset Purchase Agreement</i> objeto da arbitragem
20/7/2015	<ul style="list-style-type: none"> • Esclarece a reunião do conselho de administração, como a decisão de não seguir com a proposta informada no Fato Relevante de 12/3/2015 em razão de, entre outros, haver discussão em arbitragem de <i>Asset Purchase Agreement</i> que limita negociações.
28/7/2015	<ul style="list-style-type: none"> • Informa a determinação de prazos pela CCI para a YCCX apresentar Manifestação e a CCX apresentar reconvenção. • Explica um pouco do procedimento, referindo a existência de audiência de mérito.
27/7/2016	<ul style="list-style-type: none"> • Informa que em função da agravada situação econômico-financeira da companhia, foi solicitada a suspensão da arbitragem pelo prazo de 60 dias para que as partes encontrem uma solução consensual.

12/8/2016	<ul style="list-style-type: none"> • Informa a retomada das negociações com a outra parte em arbitragem perante a CCI. • Conselho de Administração orientou para intensificação dos esforços para realização de um acordo.
18/8/2016	<ul style="list-style-type: none"> • Informa celebração de acordo, no dia 17/8/2016, entre as partes da arbitragem perante a CCI
26/9/2016	<ul style="list-style-type: none"> • Informa que foi concluída a operação objeto do acordo em arbitragem • Informa que as partes apresentarão conjuntamente ao tribunal arbitral o pedido de arquivamento, dispensa e encerramento da arbitragem.

Como se vê, a CCX, em relação à arbitragem que lhe movia a YCCX, manteve os investidores informados de praticamente todos os passos importantes do procedimento. Este é um exemplo único em todo o campo de estudo de que foram fornecidas informações a respeito da instituição do procedimento, do andamento e da sua conclusão.

O caso da CCX também é um exemplo no que toca à importância da divulgação dos procedimentos arbitrais, sejam qual for a sua natureza. Em que pese a controvérsia tratar de compra e venda de ativos da companhia – e não uma relação societária clássica – em todos os documentos divulgados a CCX ressaltava a relevância do procedimento em razão da suspensão da operação que seria fundamental para a estabilidade financeira da companhia. Visto na prática, assim, o argumento de que não serão exclusivamente as arbitragens societárias que poderão ter relevância e serem de fundamental conhecimento do mercado e investidores.

Saindo do caso em específico da CCX, voltamos à análise daquilo que é divulgado pelas companhias nos Fatos Relevantes que, como visto, será a instauração do procedimento, a realização de acordo ou a decisão proferida. Sobre isto, foi possível observar como a mesma informação pode ser apresentada com conteúdos diversos.

Podemos tomar como exemplo os nove Fatos Relevantes que, de alguma forma, divulgaram a instauração de procedimento arbitral. Todos os nove informaram as partes

envolvidas e o objeto da arbitragem.¹⁰⁹ Somente um deles deixou de informar a câmara de arbitragem que conduzia o procedimento. A informação que foi menos divulgada são os valores envolvidos, que foram apresentados em somente três dos nove Fatos Relevantes.

Observa-se que quando a companhia opta pela divulgação de Fato Relevante ela apresenta as principais informações a respeito da arbitragem aos investidores. O problema parece estar na decisão da companhia em divulgar Fato Relevante tratando de arbitragem que as envolva, diante do reduzido número de documentos localizados.

Dois Fatos Relevantes que trataram da arbitragem como tema principal abordaram a realização de acordo: é o caso do Fato Relevante divulgado pela CCX em 18 de agosto de 2016 e pela MMX e 2 de outubro de 2015. Quando tratamos das arbitragens que foram incidentalmente mencionadas, destacou-se que dez daqueles 19 Fatos Relevantes trataram de acordos. A principal diferença entre estes documentos é o conteúdo divulgado. Enquanto aqueles que trataram da arbitragem de forma secundária publicaram ao mercado o acordo feito com outra parte que também encerra procedimento arbitral, o foco dos Fatos Relevantes da CCX e da MMX é a realização do acordo no âmbito do procedimento arbitral.

Mesmo sendo o mesmo tema principal de ambos os Fatos Relevantes, o conteúdo do acordo é apresentado de forma bastante diferente. A MMX divulga a homologação de acordo com as principais informações a ela referentes, sem, contudo, se estender muito no tema. Vejamos o conteúdo do referido documento:

[...] foi homologado, pela Câmara FGV de Mediação e Arbitragem, acordo referente ao litígio da Companhia e de sua controlada, MMX Sudeste Mineração S.A. – Em recuperação judicial (“MMX Sudeste”) com a MRS Logística S.A. (“MRS”).

O acordo, em sede de referida disputa arbitral, foi celebrado entre a Companhia, MMX Sudeste e MRS, e dispõe que a MMX Sudeste, solidariamente com a Companhia, se compromete a pagar à MRS um montante total de R\$ 225.000.000,00 (duzentos e vinte e cinco milhões de reais) em decorrência do contrato de prestação de serviço de transporte ferroviário de carga celebrado entre as partes em 28 de dezembro de 2011.

As Administrações da MMX e da MRS entendem que o acordo nas condições pactuadas consiste em uma solução equilibrada e necessária para fazer frente às

¹⁰⁹ Cabe ressaltar que se considerou para esta contabilização que o objeto foi informado no Fato Relevante divulgado pela Paranapanema em 7 de janeiro de 2016. Isto porque, em que pese não ser expressamente divulgado o objeto, o Fato Relevante indica onde o investidor deveria procurar detalhes a respeito do objeto do procedimento arbitral, nos seguintes termos: “O objeto desta Arbitragem está retratado no item 17 das Notas Explicativas publicadas trimestralmente pela Companhia.”

situações atuais das companhias. A Companhia manterá seus acionistas e o mercado informados sobre qualquer desenvolvimento relevante referente aos objetos deste Fato Relevante.

A CCX, por sua vez, apresentou ao mercado um Fato Relevante de cinco páginas para informar a realização de acordo. Composto por 14 itens, somente no quinto item do Fato Relevante que se entende qual era o acontecimento relevante que a companhia queria divulgar ao mercado, conforme transcrito abaixo:

5. Nesse sentido, após esforço final e concessões mútuas, conforme autorizado pelo Conselho de Administração, em reunião realizada em 12 de agosto de 2016, e conforme divulgado pela Companhia no mesmo dia por meio do Fato Relevante (“Retomada das Negociações com a Yildirim e Eventual Alteração dos Termos e Condições Comerciais”), as partes (i.e., CCX Colombia e Yildirim) chegaram a um consenso e celebraram, na data de ontem (i.e., 17 de agosto de 2016), especificamente às 21:30 horas da Colombia (i.e., às 23:30 horas do horário de Brasília), um acordo (“Settlement Agreement” ou “Acordo”), por meio do qual se estabeleceram os termos e condições para a conclusão da transferência dos ativos negociados sob o APA, que não tenham sido previamente transferidos para a Yildirim (“Transação”) e as últimas questões necessárias para atingir o fechamento da Transação (“Condições Precedentes”).

[...]

12. As Partes informarão, imediatamente, ao tribunal arbitral, por meio de uma petição conjunta, a celebração do Settlement Agreement. Uma vez cumpridos os termos e condições do Acordo e atingido o fechamento da Transação, as partes deverão solicitar a dispensa e encerramento definitivo da Arbitragem.

Portanto, nem sempre o máximo de informações é a forma ideal de divulgação de um Fato Relevante. Como já colocamos, a CCX foi a única companhia a informar os andamentos do procedimento arbitral por Fato Relevante; contudo, o conteúdo do Fato Relevante nos mostra que, por vezes, a informação não estava tão acessível. Parece-nos que mais informações devem ser trazidas ao mercado, contudo, é sempre importante focar no que for essencial, principalmente em documento com a característica do Fato Relevante.

Somente três Fatos Relevantes que tiveram a arbitragem como tema principal trataram de decisões finais nela proferidas e todas eram favoráveis às companhias que divulgaram o documento. Esta nos parece uma informação relevante: certamente, considerando o universo de arbitragens que já temos conhecimento em razão da análise dos Formulários de Referência, houve mais decisões nos procedimentos arbitrais durante o período mencionado do que estas

três. Aparentemente as companhias preferem divulgar o Fato Relevante quando as decisões lhe são favoráveis e não o fazem quando as decisões são desfavoráveis.

Sobre a divulgação de informações que possam ser desfavoráveis à companhia, cabe discutir o caso da arbitragem envolvendo duas das companhias estudadas: a Eletropaulo e a Neoenergia. A primeira informou o mercado a respeito do referido procedimento arbitral em um Fato Relevante divulgado em 8 de maio de 2018 e nos termos que seguem:

ELETROPAULO METROPOLITANA ELETRICIDADE DE SÃO PAULO S.A. (“Eletropaulo” ou “Companhia”) (B3: ELPL3) informa que recebeu, nesta data, correspondência da Câmara de Arbitragem do Mercado (“CAM”), por meio da qual foi notificada acerca do pedido de instauração de procedimento arbitral apresentado por Neoenergia S.A. (CNPJ nº 01.083.200/0001-18) (“Procedimento”). O Procedimento refere-se a questões que decorrem do Acordo de Investimento celebrado entre a Companhia e a Neoenergia S.A. em 16 de abril de 2018, objeto do Fato Relevante divulgado pela Eletropaulo na mesma data. A Companhia entende que o pedido apresentado é improcedente, tendo sido o Acordo de Investimento cumprido integralmente, o que será demonstrado ao longo do Procedimento.

Já a Neoenergia, no que diz respeito ao mesmo procedimento arbitral, divulgou Fato Relevante na mesma data de forma bastante detalhada, esmiuçando a controvérsia principal da arbitragem. Para comparação, cumpre transcrever os trechos principais do Fato Relevante divulgado pela Neoenergia em 8 de maio de 2018:

[...] No dia 27 de abril de 2018, a Neoenergia iniciou procedimento arbitral em face da Eletropaulo em razão do cancelamento de oferta primária de ações da Eletropaulo por decisão do seu Conselho de Administração, comunicada ao mercado em 25 de abril de 2018.

A decisão de cancelamento da oferta primária viola o Acordo de Investimento firmado entre a Neoenergia e a Eletropaulo em 16 de abril de 2018, por meio do qual a Eletropaulo obrigou-se a realizar aumento de capital no valor mínimo de R\$ 1.500.000.000,00 (um bilhão e quinhentos milhões de reais) e a observar o direito de subscrição de determinada parcela das novas ações pela Neoenergia.

A decisão do Conselho de Administração da Eletropaulo também é inconsistente com a posição manifestada por esse mesmo órgão em diversas ocasiões anteriores, inclusive em 23 de abril de 2018, dois dias antes do cancelamento, e não atende aos melhores interesses da Eletropaulo, notadamente a sua necessidade de capitalização no curto prazo.

De um lado, vale lembrar que a oferta primária vinha sendo estruturada há meses pela Eletropaulo para reforçar a estrutura de capital da empresa e permitir-lhe cumprir seu plano de negócios. De outro, observa-se que o próprio Conselho de Administração da Eletropaulo considerou que a oferta primária não afetaria negativamente a competitividade da disputa pelo controle da empresa, no âmbito das ofertas públicas já existentes ou que ainda venham a ser lançadas.

A assinatura do Acordo de Investimento e a aprovação da oferta primária pelo Conselho de Administração da Eletropaulo foram precedidas de processo competitivo com a participação de diversos interessados, incluindo a Neoenergia e a Enel Brasil Investimentos Sudeste S.A. A Neoenergia aceitou ancorar a oferta primária após sagrar-se vencedora no referido processo competitivo, ante a apresentação de proposta em termos mais vantajosos à Eletropaulo do que seus concorrentes.

A Neoenergia iniciou o procedimento arbitral acima referido com o objetivo de defender seus direitos oriundos do Acordo de Investimento. A Neoenergia poderá, ainda, adotar outras medidas judiciais ou administrativas para defender esses direitos e responsabilizar a Eletropaulo no contexto do cancelamento da oferta primária.

Por fim, a Neoenergia comunica que mantém absolutamente inalterado seu interesse na aquisição de ações da Eletropaulo, inclusive como previsto no Acordo de Investimento, e que os termos e condições da sua oferta pública voluntária concorrente para aquisição de ações ordinárias de emissão da Eletropaulo permanecem aqueles divulgados ao mercado via fato relevante em 07 de maio de 2018. [...]

O curioso neste caso é que a parte passiva do procedimento – logo, aquele que potencialmente poderia sofrer uma condenação no momento da instauração da arbitragem – é aquele que divulgou menos informações. Este caso parece reforçar a impressão de que as companhias tendem a divulgar as informações em Fatos Relevantes que lhes são favoráveis, entrando na questão dos custos indiretos da divulgação das informações.

Também se demonstra neste caso como exatamente o mesmo procedimento arbitral pode ser tratado de forma completamente diversa, de maneira que os acionistas da Eletropaulo estariam melhores informados consultando os documentos divulgados pelo Neoenergia e não da companhia na qual investem.

Assim, analisado o conteúdo e a forma dos Fatos Relevantes divulgados, cumpre examinar estas informações levantadas em contraste com todos os elementos que já foram extraídos dos Formulários de Referência observados.

5.2.3. Relação entre os Fatos Relevantes e os Formulários de Referência

A análise dos Formulários de Referência nos mostrou que ao menos 47 companhias tinham procedimento arbitral que as envolvesse no período estudado e que foi considerado relevante para divulgação naquele documento. Somente 15 delas optaram por também divulgar Fatos Relevantes tratando dos principais acontecimentos a respeito destas arbitragens, enquanto

seis companhias divulgaram Fato Relevante sobre arbitragem e não as mencionaram em seus Formulários de Referência.

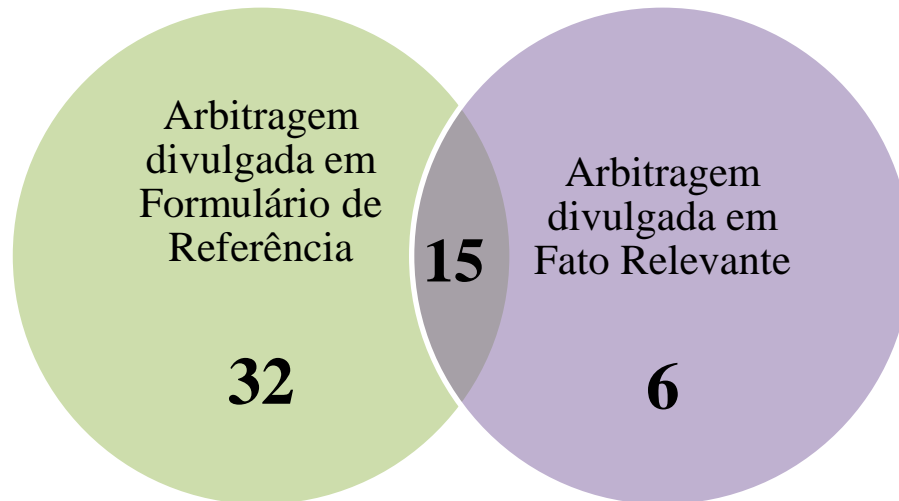


Figura 11 - Diagrama de Venn demonstrando a quantidade de vezes em que a companhia indica arbitragem no Formulário de Referência e a quantidade de vezes que a divulga em Fato Relevante, bem como as vezes em que opta pela divulgação em ambos, considerando os Formulários de Referência e os Fatos Relevantes divulgados entre 2014 e 2018 pelas companhias listadas no Novo Mercado.

Diante destas assimetrias, a relação entre as informações divulgadas pelos Formulários de Referência e pelos Fatos Relevantes é importante para que se compreenda as opções que as companhias fazem na avaliação de relevância dos procedimentos arbitrais, bem como quais informações elas entendem que devam ser divulgadas.

5.2.3.1. Arbitragens divulgadas somente por Fato Relevante

Como colocado, foram localizados 37 Fatos Relevantes tratando de procedimento arbitral, os quais foram divulgados por 21 companhias diferentes. Seis destas companhias entenderam que determinado procedimento arbitral que as envolviam atingiam critério de relevância para serem divulgados por meio de Fato Relevante, contudo, não as divulgaram no Formulário de Referência. É possível presumir que uma arbitragem que é considerada relevante para fins de divulgação de Fato Relevante também deveria ser relevante para constar nos itens do Formulário de Referência destinados a processos relevantes. Este, contudo, não é sempre o caso diante do constatado.

As seis companhias que divulgaram Fato Relevante tratando de arbitragem e não a mencionou em Formulário de Referência são a OGX, a OSX, a Eletropaulo, a Light, a Santos Brasil e a Terra Santa.

No caso da OGX, foi encontrado um Fato Relevante tratando de arbitragem no período, o qual trata do reconhecimento pela justiça inglesa da decisão que homologou a sua recuperação judicial; incidentalmente, mencionada que este reconhecimento implica na suspensão de procedimento arbitral em trâmite que envolvia a companhia. O Fato Relevante fala em suspensão de ações em geral, contudo, opta por falar em específico da arbitragem que tramita diante da LCIA, o que demonstraria a importância de tal procedimento.

Este poderia ser um caso interessante para estudo dos critérios de relevância utilizados pelas companhias para divulgação de arbitragens, entretanto, a OGX Petróleo somente apresentou Formulário de Referência no exercício de 2018 dentro do período estudado. Em razão do processo de recuperação judicial, aplicou-se a dispensa de apresentação do Formulário de Referência, conforme previsão do artigo 36 da ICVM 480/2009. Assim, a inexistência de Formulários de Referência para os exercícios de 2014 a 2017 torna o caso da OGX excepcional, de forma que não é possível estabelecer relações entre a não apresentação da arbitragem no Formulário de Referência e apresentação do Fato Relevante.

A OSX também é um caso limítrofe, uma vez que o Fato Relevante encontrado trata de forma superficial da arbitragem. O foco do único Fato Relevante da companhia que diz respeito a algum procedimento arbitral é a assinatura de acordo com outra companhia que encerraria “*os litígios existentes entre as Partes, inclusive os arbitrais*”. Em que pese o Fato Relevante ser de novembro de 2014, em todo o decorrer daquele ano não se localizou qualquer outro Fato Relevante que mencionasse procedimentos arbitrais. Assim, a única forma que se tomou conhecimento do procedimento arbitral, sem maiores detalhes, é quando de seu encerramento em razão de transação entre as partes.

A Light divulgou apenas um Fato Relevante em todo o período tratando de arbitragem e não o apresentou em Formulário de Referência. Observa-se que o documento divulgado não diz respeito à companhia em si, e sim à Renova Energia S.A., empresa na qual a Light Energia S.A., subsidiária integral da Light, participa do bloco de controle. A Light optou por transcrever integralmente o documento divulgado pela Renova Energia S.A., o qual se mostrou bastante completo em termos de informação, publicando acordo firmado para encerramento de procedimento arbitral.

O caso da Light demonstra que a companhia tem a preocupação de apresentar aos seus investidores as informações relativas a procedimentos arbitrais que possam gerar efeitos sobre si, ainda que digam respeito a empresa controlada indiretamente. Entretanto, o caso não explica porque se esta arbitragem era relevante para ser divulgada em Fato Relevante ela também não foi descrita no Formulário de Referência da companhia, uma vez que a ICVM 480/2009 menciona que devem ser divulgados processos relevantes “*em que o emissor ou suas controladas sejam parte*”.

Observando os Formulários de Referência da Light, um ponto curioso chama atenção. Nos anos de 2014, 2015 e 2016 o texto trazido no item 4.5, que trata de processos sigilosos relevantes era o seguinte: “*Não aplicável, dado que o emissor ou suas controladas não são parte em processos sigilosos relevantes e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima*”. Contudo, em 2017 e 2018, o texto divulgado no mesmo item alterou um pouco, passando a ser: “*Em 31 de dezembro de [2016/2017], a Companhia não era parte em nenhum processo sigiloso relevante e que não tenham sido divulgados nos itens 4.3 e 4.4 acima*”.

Nota-se que o termo “*ou suas controladas*” foi retirado destes dois Formulários de Referência, enquanto o Fato Relevante envolvendo arbitragem de sua controlada foi divulgado em maio de 2017. Se isto foi feito propositalmente, para que não houvesse falsa declaração no Formulário de Referência e não se divulgasse a arbitragem envolvendo a sua controlada não é possível saber, mas a coincidência certamente é curiosa.

A Terra Santa também apresentou somente um Fato Relevante a respeito de arbitragem no período estudado: em 31 de maio de 2017, de forma incidental à comunicação da assinatura de um Memorando de Entendimentos. Nos Formulários de Referência analisados, todavia, não foi mencionada qualquer arbitragem nos itens destinados a processos relevantes e, inclusive, no item destinado aos processos sigilosos relevantes (item 4.5) fez constar: “*A Companhia não possui nenhum processo sigiloso em andamento*”. Portanto, o investidor que realizasse a pesquisa somente no Formulário de Referência da companhia para buscar ter conhecimento de uma eventual arbitragem sigilosa relevante encontraria uma negativa absoluta no sentido da inexistência dela.

Constou do Fato Relevante mencionado:

A Terra Santa Agro S.A. (“Terra Santa” ou “Companhia”), em atendimento ao disposto no artigo 157, §4º, da Lei nº 6.404, de 15.12.1976, conforme alterada (“Lei das S.A.”), e na forma da Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 358, conforme alterada, comunica aos seus acionistas e ao mercado

em geral que assinou, na data de hoje, Memorando de Entendimentos com a Camera Agroalimentos S.A (“Camera”), atualmente em recuperação judicial, para formalizar o pagamento de determinado saldo decorrente do Instrumento Particular de Compromisso de Compra e Venda de Imóveis e Ativos e outras Avenças, firmado em 10 de novembro de 2011. Na ocasião, a Terra Santa Agro alienou as unidades industriais de Rosário do Sul I e II e a unidade de esmagamento de São Luiz Gonzaga para a Camera por R\$ 55,5 milhões, dos quais R\$ 25 milhões foram recebidos no momento da venda e o restante seriam pagos em 36 parcelas mensais consecutivas, as quais não foram integralmente pagas. Em setembro de 2016, o saldo de parcelas a pagar totalizava R\$ 20,3 milhões e, diante da instauração, pela contraparte, de procedimento arbitral e, posterior opinião dos consultores jurídicos da Terra Santa Agro, foi realizada a provisão para redução ao valor recuperável de títulos a receber no valor acima definido. De acordo com o Memorando de Entendimentos, a dívida atual considerando o bônus de adimplência totaliza R\$ 23 milhões e será paga da seguinte forma: [...]

A arbitragem mencionada envolvia a discussão de créditos da Companhia em quantia superior a vinte milhões de reais. Contudo, este procedimento não foi mencionado em Formulário de Referência, e sim somente no Fato Relevante em questão. O Fato Relevante, por sua vez, detalha transação entre as partes que implica em renegociação da dívida e encerramento dos processos existentes. Portanto, a opção de divulgação do procedimento arbitral somente foi feita quando o litígio da arbitragem já estava resolvido; antes disso, quando ainda havia o risco de perda da contingência ativa pela companhia, o mercado não teve conhecimento do procedimento mencionado.

Outra companhia que divulgou procedimento arbitral por meio de Fato Relevante, mas não o fez em Formulário de Referência, foi a Eletropaulo, a qual divulgou dois Fatos Relevantes, ambos em maio de 2018, tratando de arbitragens. As informações divulgadas pela Eletropaulo foram analisadas na seção anterior, quando do estudo dos Fatos Relevantes; contudo, não há prejuízo em lembrarmos.

Os dois Fatos Relevantes divulgados diziam respeito à arbitragem da companhia na qual a contraparte era a Neoenergia. O primeiro Fato Relevante divulgado, em 8 de maio de 2018 informa o recebimento de correspondência da CAM/B3 acerca do pedido de instauração de arbitragem pela Neoenergia; já o segundo, datado de 25 de maio de 2018, informa que decisão liminar prolatada pela 2ª Vara Empresarial e Conflitos de Arbitragem do Foro Central da Comarca de São Paulo e descrita em outro Fato Relevante se deu no contexto daquele mesmo procedimento arbitral.

A única informação fornecida pela companhia a respeito do procedimento é que ele se refere a “*questões que decorrem do Acordo de Investimento celebrado entre a Companhia e a Neoenergia S.A. em 16 de abril de 2018 [...]*”. Observando-se o Formulário de Referência referente ao ano de 2018, a Eletropaulo fez constar no item destinado aos processos sigilosos relevantes (item 4.5): “*Na data deste Formulário de Referência, a Companhia não figurava como parte em processos sigilosos relevantes que não tenham sido divulgados nos itens anteriores*”. Por sua vez, não foi localizada menção à arbitragem nos outros itens.

Contudo, considerando que a arbitragem foi instaurada no decorrer de 2018, é possível que ela não tenha sido mencionada no Formulário de Referência de 2018 e sim no de 2019, que não foi incluído no campo de estudo. Portanto, o caso da Eletropaulo parece não ser definitivo no que toca à opção pela não divulgação da arbitragem no Formulário de Referência.

A Santos Brasil, em dois Fatos Relevantes, mencionou procedimento arbitral incidentalmente a outros temas tratados nos documentos. Um deles, datado de 29 de janeiro de 2014, menciona sentença arbitral proferida em abril de 2012. Este Fato Relevante foi contabilizado para fins de análise por mencionar arbitragem, contudo, para efeitos de um estudo mais aprofundado, o fato de a arbitragem ter sido encerrada antes do período analisado prejudica a apreciação.

O outro Fato Relevante publicado pela Santos Brasil e que trata de arbitragem é datado de 27 de abril de 2014 e informa correspondência recebida pelo DRI por signatários de Acordo de Acionistas, na qual comunicam a realização de transação, “*ficando suspensos os atuais procedimentos arbitrais existentes entre as signatárias enquanto as condições suspensivas não forem implementadas*”. A arbitragem mencionada, como se viu, envolvia os acionistas signatários de acordo e, aparentemente, não envolvia a companhia em si. Dessa forma, a não-divulgação do procedimento no Formulário de Referência não terá maiores implicações ao estudo, uma vez que a ICVM 480/2009 exige a divulgação de procedimento que a sociedade ou suas controladas são parte.

5.2.3.2. *Comparando os Fatos Relevantes com os Formulários de Referência*

Foi verificado que 15 das companhias abertas analisadas divulgaram procedimentos arbitrais por meio de Fato Relevante e Formulário de Referência. A análise de quais informações foram publicadas por essas companhias pode ser de grande validade para que se

compreenda como – considerando o conjunto da obra – as informações são realmente fornecidas ao mercado pelas companhias abertas brasileiras.

A Neoenergia é um exemplo interessante dentre estas companhias. Nos cinco Formulários de Referência estudados foram localizadas 38 menções a procedimentos arbitrais. Por sua vez, da análise dos Fatos Relevantes, encontrou-se um único documento que informava a instauração de procedimento arbitral contra a Eletropaulo por violação a acordo de investimento.

Dentre as 38 menções à arbitragem, verificou-se procedimento arbitral que importava, em dezembro de 2017, em uma contingência passiva de mais de 150 milhões de reais para uma subsidiária da companhia e que foi considerado com risco de perda provável. Entretanto, a companhia não considerou esta arbitragem relevante para fins de divulgação de Fato Relevante, mesmo que implicasse uma provável perda para a companhia em elevada quantia.

A arbitragem considerada relevante para fins de divulgação de Fato Relevante toca um contrato de investimento firmado pela companhia com a Eletropaulo pelo qual a última se obrigou a realizar o aumento de capital no valor mínimo de um bilhão e meio de reais e a observar o direito de subscrição de determinada parcela das novas ações pela Neoenergia.

A arbitragem, pelo que consta do Fato Relevante, não trata de potenciais perdas para companhia ou de matéria societária pela qual os acionistas possam postular o exercício de algum direito. Trata, contudo, de um acordo de investimento relevante para a companhia, o que poderia encaixar no critério de relevância da ICVM 358/2002 de fato que possa influir na decisão de compra e venda do ativo ou sua precificação. Entretanto, esta avaliação não é apta a levar a compreensão de por qual razão outras diversas arbitragens não foram consideradas relevantes para divulgação de Fato Relevante e sim somente para menção no Formulário de Referência.

Como já colocado, uma das arbitragens mencionadas em Formulário de Referência dizia respeito a um potencial passivo – com risco de perda provável – superior a 150 milhões de reais e foi considerada relevante para fins de menção nos itens destinados a procedimentos relevantes no Formulário de Referência. Pelo o que se pôde identificar, a primeira menção a este procedimento arbitral paradigma ocorreu no Formulário de Referência de 2017, repetindo-se em 2018. Portanto, presume-se que houve o pedido de instauração desta arbitragem no período estudado e, mesmo assim, este não foi considerado um Fato Relevante.

Este caso mostra como é difícil compreender os critérios de relevância utilizados pelas companhias para divulgação de Fato Relevante – e mais, como os critérios de relevância aplicados para divulgação de arbitragem em Formulário de Referência são diferentes daqueles utilizados para a divulgação de Fato Relevante.

O caso da CCX também merece destaque em razão de suas peculiaridades. Como colocado na seção em que foram analisados os Fatos Relevantes, esta companhia divulgou dez Fatos Relevantes os quais, seja de forma incidental, seja de forma principal, trataram do mesmo procedimento arbitral. E nos Fatos Relevantes a arbitragem foi descrita de forma minuciosa e foi, repetidamente, mencionada como extremamente relevante para a companhia. Como exemplo dos efeitos possíveis da arbitragem para a CCX, cabe transcrever trecho do Fato Relevante de 5 de março de 2015:

Desta forma, é possível que a Companhia fique em delicada situação econômico-financeira, uma vez que em seus planos de negócio pretendia valer-se dos recursos provenientes da liquidação financeira da parcela remanescente do preço de compra dos ativos — i.e., aproximadamente US\$90.000.000,00 (noventa milhões de dólares) — para seguir honrando e cumprindo pontual e devidamente as suas obrigações.

Nota-se que no Fato Relevante traz-se a possibilidade de que a companhia fique em delicada situação econômico-financeira, inclusive levantando a possibilidade de que, sem os recursos provenientes da operação suspensa em razão da arbitragem, não se cumpram obrigações da companhia. Contudo, quando buscamos a menção a esta arbitragem no Formulário de Referência de 2016, encontramos o seguinte conteúdo:

Juízo: Câmara de Comércio Internacional (International Chamber of Commerce)
Instância: N/A
Data de instauração: 05 de março de 2015
Partes no processo: CCX Colombia S.A. e YCCX Colombia S.A.S.
Valores, bens ou direitos envolvidos: Concessões minerárias objeto do Asset Purchase Agreement (APA) celebrado em 26 de março de 2014.
Principais fatos: Requerimento para Execução de título executivo.
Chance de perda (se provável, possível ou remota): Possível
Análise do impacto em caso de perda do processo: Não há
Valor provisionado, se houver provisão: Não há

Como se observa, no Formulário de Referência a descrição da arbitragem é bastante superficial, sequer havendo análise do impacto em caso de perda. Se a arbitragem era, de fato,

tão relevante para a companhia como descrito nos Fatos Relevantes, nos parece que esta análise seria essencial para que o investidor pudesse compreender os riscos envolvidos na leitura do Formulário de Referência. Entretanto, isto não foi feito. A compreensão da relevância e dos possíveis impactos da arbitragem só poderão ser entendidos pela análise combinada dos Fatos Relevantes e do Formulário de Referência.

A JBS é outro caso interessante para compararmos as informações fornecidas por meio de Fato Relevante e por Formulário de Referência. No Formulário de Referência do ano de 2018, a companhia em questão divulgou a existência de duas arbitragens nos seguintes termos:

Procedimento arbitral nº 93/17:

Juízo: Câmara de Arbitragem do Mercado.

Data de instauração: 16 de agosto de 2017.

Partes no processo: José Aurélio Valporto de Sá Junior e Associação dos Investidores Minoritários – AIDMIN (Requerentes); Banco Original S.A.; Banco Original do Agronegócio S.A.; J&F Investimentos S.A.; ZMF Participações Ltda.; WWMB Participações Ltda.; JJMB Participações Ltda.; J&F Participações; Pinheiros Fundo de Investimento em Participações; Joesley Mendonça Batista; Wesley Mendonça Batista; e JBS S.A. (Requeridos).

Valor envolvido: R\$ 1.000.000,00 (valor da causa).

Principais fatos: Procedimento arbitral para apuração de responsabilidade por danos sofridos pela JBS S.A.

Prática do emissor ou de sua controlada que causou tal contingência: Não há prática da JBS S.A. e/ou de algumas de suas controladas em discussão."

Procedimento arbitral nº 94/17

Juízo: Câmara de Arbitragem do Mercado.

Data de instauração: 11 de setembro de 2017.

Partes no processo: J&F Investimentos S.A.; Banco Original S.A.; e Banco Original Agronegócio S.A. (Requerentes); BNDES Participações S.A. e Caixa Econômica Federal (Requeridos); e JBS S.A. (Interveniente Anuente).

Valor envolvido: R\$ 10.000.000,00 (valor da causa).

Principais fatos: Procedimento arbitral referente ao direito de voto dos Requerentes e do BNDESPar no âmbito da assembleia geral extraordinária da JBS S.A. prevista para o dia 1º de setembro de 2017, cuja realização foi suspensa por ordem judicial.

Prática do emissor ou de sua controlada que causou tal contingência: Não há prática da JBS S.A. e/ou de algumas de suas controladas em discussão."

Como é possível observar, ambas as arbitragens tratam de matéria societária e tramitam perante a CAM/B3. Portanto, é possível presumir a relevância do procedimento, em especial para o universo dos acionistas da companhia, uma vez que eles poderiam postular o exercício de direitos em alguma destas arbitragens. Entretanto, as arbitragens não foram objeto de Fato

Relevante, sendo mencionadas incidentalmente nas demonstrações financeiras divulgadas juntamente com o Fato Relevante de 13 de novembro de 2017.

Os procedimentos foram instaurados em 2017, de forma que eventual Fato Relevante informando a instauração de algum deles estaria em nosso campo de documentos estudados. Entretanto, a companhia optou por não divulgar Fato Relevante informando qualquer andamento da arbitragem.

Este caso é importante por nos mostrar, assim como no caso da Neoenergia, a assimetria dos critérios de relevância para divulgação da arbitragem em diferentes documentos, no caso, Fatos Relevantes e Formulários de Referência. Como descrito, a regulamentação só traz algum critério de relevância por meio de ICVM 358/2002, e de forma bastante aberta, de maneira que a companhia tem elasticidade na averiguação do que considerará relevante. O problema é que, se a arbitragem é sigilosa, torna-se quase impossível o controle desta aferição de relevância e se ela estaria de acordo com o que determina a ICVM 358/2002.

No caso da JBS, por exemplo, nos parece que seria relevante a divulgação da instauração da arbitragem por meio de Fato Relevante, considerando se tratarem os procedimentos de matérias societárias. Caso o acionista tenha interesse em exercer algum direito decorrente daquilo discutido na arbitragem – o que se encaixa nos critérios de relevância da ICVM 358/2002 – o momento em que se toma conhecimento da arbitragem é importante.

No tema de arbitragens societárias, cumpre analisar o caso da Liq. Em 2 de fevereiro de 2017, a companhia divulgou por Fato Relevante o recebimento de correspondência da CAM/B3 na qual informava pedido de instauração de arbitragem contra a companhia por seus acionistas, tendo o procedimento como objeto o recebimento de dividendo mínimo obrigatório. Como no caso da JBS, vê-se que se trata de arbitragem de matéria nitidamente societária. Ao contrário da JBS, entretanto, a Liq optou por informar por meio de Fato Relevante a instauração deste procedimento.

A mesma arbitragem é tratada no Formulário de Referência do ano de 2018, nos termos que seguem:

Em 02 de fevereiro de 2017, a Companhia divulgou fato relevante informando o recebimento de correspondência da Câmara de Arbitragem do Mercado notificando a requisição de procedimento arbitral em face da Companhia, pelas acionistas Verde AM Dividendos Master Fundo de Investimentos em Ações, Verde AM Unique Long Bias Master FI Em Ações, Verde AM Sul Energia FI Ações – Dividendos, Verde Master Fundo de Investimento Multimeercado, Verde

Equity Master Fundo de Investimento Multimercado, Verde Strategy II Master Fundo de Investimento Em Ações, Verde AM Valor Dividendos Fundo De Investimento Em Ações, Verde AM Performance Fundo de Investimentos Em Ações, Geen II Fund LLC, e Green Fund LLC (“Requerentes”).

Por meio do referido procedimento arbitral, as Requerentes reclamam o recebimento dos créditos referentes aos dividendos mínimos obrigatórios declarados na Assembleia Geral Ordinária da Companhia de 30 de abril de 2015, cujo pagamento está suspenso por deliberação da Assembleia Geral Extraordinária da Companhia de 29 de dezembro de 2015 e da Assembleia Geral Extraordinária 19 de dezembro de 2016. O valor total dos dividendos declarados em Assembleia Geral Ordinária, realizada em 30 de abril de 2015, foi de R\$24.161.539,91, dos quais as Requerentes teriam direito a uma parte deste valor, de acordo sua participação no capital social à época.

As informações constantes do Fato Relevante e do Formulário de Referência são muito similares, constando a mais no Formulário de Referência o valor dos dividendos declarados em Assembleia Geral Ordinária. Contudo, se não houvesse sido publicado Fato Relevante em 2 de fevereiro de 2017 informando o pedido de instituição da arbitragem, os investidores só teriam conhecimento desta quando da publicação do Formulário de Referência (a primeira versão do documento foi publicada em 30 de maio de 2018 e a última versão do Formulário de Referência, o qual se encontra ainda ativo, foi publicado em 28 de maio de 2019).

O momento de tomada de conhecimento do procedimento arbitral é extremamente relevante para que o acionista possa, eventualmente, exercer algum direito do qual faça jus. Caso queira utilizar uma forma de intervenção de terceiro ou habilitar-se no procedimento, caso a Liq não tivesse divulgado Fato Relevante, como no caso da JBS, o investidor teria conhecimento a respeito do procedimento arbitral pelo menos um ano e três meses mais tarde. Este lapso pode ser extremamente sensível para o exercício de direito pelo acionista.

6. ACHADOS EMPÍRICOS *VIS-A-VIS* TEORIA

Analizamos nas seções anteriores o arcabouço teórico que envolve a regulação do mercado de valores mobiliários, com foco na regulamentação voltada ao regime informacional, para, em um segundo momento, verificar como é a prática das companhias abertas brasileiras. Nesta seção, buscaremos unir a teoria desenvolvida com os resultados encontrados em nossa pesquisa empírica.

6.1. Custo da busca pela informação e a falta de padronização

Primeiramente, devemos considerar o que foi observado nas seções anteriores no sentido de que a informação implica em custos: custos para sua busca pelos investidores e custo para sua divulgação pelos emissores. Esses custos, por sua vez, representarão incentivos aos atores do mercado de valores mobiliários que poderão ser verificados na prática em nossos resultados empíricos.

No que toca ao custo de busca pela informação, vimos que esses custos são reduzidos quando a informação é disponibilizada de forma concisa no mercado: mais especificamente, que o custo de busca pela informação é diretamente proporcional à sua dispersão no mercado. Quando trazemos este conceito para o nosso estudo empírico, foi possível observar que há clara falta de padronização na forma com que as informações referentes às arbitragens são apresentadas aos investidores. Não há uniformidade sequer no documento em que as informações sobre arbitragens envolvendo as companhias serão divulgados, uma vez que, como observamos, há casos em que há menção somente em Fato Relevante ou somente em Formulário de Referência.

Essa falta de padronização aumenta os custos de busca pelas informações no mercado, o que leva a um desincentivo pela realização dessa procura. Inclusive, pelo custo elevado da procura pela informação, também cresce o mencionado custo de monitoramento dos administradores ou acionistas controladores pelos minoritários, levando a maior assimetria informacional. Como já visto em seções anteriores, a assimetria informacional pode ter importantes consequências para um mercado, como a seleção adversa.

Em razão da seleção adversa, poderemos ter duas consequências graves para um mercado de capitais saudável: o afastamento dos “vendedores honestos” e dos emissores de qualidade até o afastamento dos compradores – em nosso caso, investidores – do mercado. Em

uma situação extrema, inclusive, a seleção adversa decorrente da assimetria informacional poderá extinguir o mercado por completo em razão do afastamento total dos compradores.

Não nos parece que nos encontremos em uma situação tão extremada em nosso mercado de valores mobiliários. É inegável, contudo, que o nosso mercado está ainda em desenvolvimento e, principalmente, tornando-se um mercado que é efetivamente acessado por investidores não profissionais¹¹⁰ e a redução dos custos da busca pela informação por estes investidores é essencial para que o mercado seja cada vez mais desenvolvido e com mais investidores.

6.2. Estratégia regulatória, custos de divulgação e resultados empíricos

Os custos para os emissores da divulgação da informação também são relevantes para a nossa análise. Como vimos nas seções anteriores, os custos para divulgação das informações para a companhia serão compostos pelos custos diretos, como os valores necessários para a elaboração de um fato relevante, ou os indiretos, que se tratam daquilo que a companhia razoavelmente ganha ou deixa de ganhar em razão da divulgação.

A companhia emissora realizará, diante destes possíveis custos, uma análise de custo-benefício para a divulgação de alguma informação. A companhia não irá divulgar uma informação que a traga mais prejuízos que benefícios. Neste ponto, nosso estudo empírico demonstrou que esta análise deve variar significativamente entre as diversas companhias estudadas, uma vez que a divulgação de informação referente à arbitragem muda de companhia para companhia.

Além da questão dos custos de divulgação, entendemos que esta diversidade nas informações disponibilizadas a respeito da arbitragem pode se dar em razão da opção de estratégia regulatória feita pela CVM em relação ao critério de relevância. Como vimos, o critério de relevância colocado pela regulamentação é eminentemente principiológico, deixando a cargo dos administradores das companhias analisar o caso concreto e se ele atingiria os critérios de relevância.

¹¹⁰ Segundo a Revista Exame, 2019 foi um ano de crescimento excepcional no número de investidores pessoas físicas na B3. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/mercados/bolsa-brasileira-atinge-a-marca-de-15-milhao-de-investidores/>>. Acesso em 10 de fevereiro de 2020.

Como foi demonstrado, os custos para os administrados compreenderem a norma e aplicá-la quando da regulação por princípios é mais elevado, em razão da generalidade da norma. Sendo elevados os custos de compreensão da norma, não haveria por parte das companhias incentivo para efetivamente compreender o conteúdo da norma. Os resultados encontrados nos demonstram exatamente isto, uma vez que os critérios de relevância parecem não ter qualquer padronização entre as diferentes companhias.

Nesse ponto, também devemos lembrar que a regulação por princípios, por ser mais genérica e ter a si atribuído o conteúdo somente após a prática da conduta – qual seja, a aferição de relevância – podem acarretar condutas indesejadas pela falha na comunicação da norma. E parece que a falta de uniformidade no conteúdo e na forma em que as informações a respeito de arbitragens são apresentadas parece ser uma destas condutas indesejadas.

Também devemos considerar que a regulação por regra do critério de relevância para divulgação de informações poderá ser extremamente custosa para a administração. Ainda que eventualmente reduza os custos de aplicação da norma, o trabalho que envolveria criar uma regra que abarcasse todas as potenciais situações de relevância não justificaria a regulamentação por regras.

Encontramo-nos naquilo que deveria ser um meio-termo entre a regulamentação por regras e por princípios. De fato, não é possível estabelecer uma regra específica que delimite tudo que será relevante a respeito de uma arbitragem; contudo, os resultados nos mostraram que a regulamentação principiológica não se mostra suficiente para que se garanta uma divulgação adequada e uniforme ao mercado.

Neste ponto, entendemos que poderia haver espaço para os Pareceres de Orientação que são emitidos pela CVM. Eles poderiam direcionar as companhias, a partir de regulamentação principiológica já existente no sentido de o que o regulador considera relevante em relação às arbitragens, de forma a reduzir os custos de compreensão e cumprimento das normas pelas companhias.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou, a partir da compreensão da grande importância que a informação tem no mercado de valores mobiliários, compreender como a arbitragem estritamente sigilosa envolvendo companhias abertas se encaixaria em um regime informacional que preza a transparência e o *full disclosure*.

O arcabouço teórico demonstrou porque o regime informacional no mercado de valores mobiliários é importante. A busca pela informação por parte dos investidores e a divulgação das informações por parte das companhias emissoras implicam em custos. Sem a regulação, a divulgação das informações estaria à mercê da relação de custo benefício das companhias e sem a padronização que a regulamentação traz os custos da busca pela informação poderiam afastar investidores do mercado. Também observamos que a assimetria informacional, que é o que a regulamentação combate, pode causar diversas falhas importantes de mercado, causando a seleção adversa, errônea precificação do ativo e impedir o exercício de direitos pelos investidores.

Desenvolvemos também a regulação do mercado de valores mobiliários. Verificamos que a regulação poderá ser realizada por meio de regras ou por princípio, cada qual com suas características e incentivos derivados. Também analisamos a como é a regulação do mercado de valores mobiliários no Brasil, partindo daquilo que é tratado pela legislação, em especial a LSA e a LMVM, passando pela regulamentação feita pela CVM e a autorregulação, com foco na atuação da B3, da BSM e da ANBIMA. Além disso, analisamos as características da arbitragem, em especial a autonomia da vontade das partes para estabelecer total sigilo dos procedimentos, até as particularidades referentes às arbitragens envolvendo companhias abertas no Brasil.

A partir do instrumental teórico, realizamos pesquisa empírica envolvendo as 144 companhias abertas brasileiras que estavam – ou estiveram em algum momento – listadas no segmento de listagem Novo Mercado da B3 nos exercícios de 2014, 2015, 2016, 2017 e 2018. Pesquisamos a divulgação de informações por estas companhias relativas às arbitragens em dois dos principais documentos societários que a regulamentação pela CVM determina a divulgação: o Formulário de Referência e os Fatos Relevantes.

Desta pesquisa empírica, observamos que não é possível construir um critério de relevância em relação à arbitragem para divulgação dos documentos, uma vez que não há

qualquer padronização naquilo que é divulgado. Aparentemente, aquilo que se mostrou relevante para algumas não foi considerado relevante para outras.

A falta de padronização foi observada tanto na forma quanto no conteúdo que é apresentado pelas companhias a respeito das arbitragens. A inexistência de maior especificação na regulamentação a respeito de como e o que deverá ser divulgado sobre as arbitragens envolvendo as companhias torna incerto para o investidor o que será divulgado pelas companhias, agravando a assimetria informacional.

Finalmente, os resultados empíricos encontrados nos demonstram que a regulamentação dos critérios de relevância as informações a respeito de arbitragens sigilosas envolvendo as companhias abertas não está adequada para garantir a uniformidade na divulgação de informações que o regime informacional no mercado de valores mobiliários exige.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AKERLOF, George A. The market for “lemons”: Quality uncertainty and the market mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, n.3, p. 488-500, 1970.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Regulamento da Câmara de Arbitragem de Mercado. Disponível em: <<http://tiny.cc/ty4qkz>>. Acessado em 13 de fevereiro de 2020.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Regulamento do Novo Mercado. Disponível em: <<http://tiny.cc/z27yjk>>. Acessado em 13 de fevereiro de 2020.

BRASIL. Código de Processo Civil. Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2015-2018/2015/lei/113105.htm>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

_____. Constituição da República Federativa do Brasil de 1988. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

_____. Exposição de Motivos da Lei das Sociedades Anônimas. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://tiny.cc/1hijjz>>. Acessado em 3 de fevereiro de 2020.

_____. Exposição de Motivos da Lei do Mercado de Capitais. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <<http://tiny.cc/ceijjz>>. Acessado em 3 de fevereiro de 2020.

_____. Instrução da CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst358.html>>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

_____. Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

_____. Instrução da CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst461.html>>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

_____. Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

_____. Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

_____. Instrução da CVM nº 607, de 17 de junho de 2019. Disponível em:
<<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst607.html>>. Acessado em 17 de fevereiro de 2020.

_____. Lei de Arbitragem. Lei nº 9.307, de 23 de setembro de 1996. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19307.htm>. Acesso em 31 de janeiro de 2020.

_____. Lei do Mercado de Valores Mobiliários. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm>. Acesso em 31 de janeiro de 2020.

_____. Lei n ° 13.129, de 16 de maio de 2015. Disponível em:
<http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2015-2018/2015/Lei/L13129.htm>. Acesso em 31 de 2020.

CAHALI, Francisco José. A vinculação dos adquirentes de cotas ou ações à cláusula compromissória estabelecida em contrato social ou estatuto: Enunciado 16 da Jornada de Direito Comercial. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 36, p. 159-167, 2013.

CALABRÓ, Luiz Felipe Amaral. *Regulação e autorregulação do mercado de bolsa: teoria palco-plateia*. São Paulo: Almedina, 2011.

CARVALHOSA, Modesto, KUYVEN, Fernando. *Tratado de direito empresarial*, v.6. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas, 2º Volume: artigos 75 a 137*. 6ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2014.

_____. Transcrição do Seminário Da International Bar Association “*Celebrando a Carta Magna e o Estado Democrático de Direito*”. Disponível em: <<https://bit.ly/2Ur3u3I>>. Acessado em 26 de janeiro de 2019.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. *Economica*, v. 4, n. 16, p. 386-405, 1937

_____. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, v.3, p. 1-44, 1960.

CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Ed.). *Comentários à lei do mercado de capitais: Lei no 6.385/76*. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

COELHO, Eleonora. A necessidade de criação de regulamentos adaptados para arbitragens coletivas no mercado de capitais. YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J (org.). *Processo societário – Volume III*, p. 115-146, 2018. p.127.

COFFEE JR, John C.; SELIGMAN, Joel. SALE, Hillary. *Securities regulation: Cases and materials*. 10th ed. 2007

DEMOUGIN, Dominique; FLUET, Claude. Monitoring versus incentives. *European Economic Review*, v. 45, n. 9, p. 1741-1764, 2001.

ECONOMATICA. Base de dados. Disponível em: <<https://economatrica.com/>>. Acessado entre julho e dezembro de 2019.

EIZIRIK, Nelson. *A lei das S/A comentada: Volume Dois*. Editora Quartier Latin do Brasil, 2015

EPSTEIN, Lee; KING, Gary. *Pesquisa empírica em direito: as regras de inferência*. São Paulo: Direito GV (Coleção Acadêmica Livre), 2013.

FAMA, Eugene F. MALKIEL, Burton G.; Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, v. 25, n. 2, p. 383-417, 1970.

FONSECA, Rodrigo Garcia da; CORREIA, André de Luizi. A confidencialidade na arbitragem: fundamentos e limites. LEMES, Selma Ferreira; BALBINO, Inez. (coord.) *Arbitragem: Temas contemporâneos*. São Paulo: Quartier Latin. 2012.

FURLAN FILHO, Antonio Moacir A extensão da cláusula arbitral estatutária aos administradores e conselheiros não acionistas. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 49, p. 227-259, 2016.

GÓES, Gabriela Andrade. A influência dos padrões regulatórios da IOSCO nos modelos de autorregulação adotados pela BSM e pela ANBIMA. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. v.81, p. 35-50, 2018.

GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. Disclosure laws and takeover bids. *The Journal of Finance*, v. 35, n. 2, p. 323-334, 1980.

GUERRERO, Luis Fernando. *Convenção de arbitragem e processo arbitral*. São Paulo: Atlas, 2009.

IOSCO. *Adapting IOSCO international disclosure standards for shelf registration systems*. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>>. Acessado em 13 de fevereiro de 2020.

_____. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. Disponível em: <<http://tiny.cc/2h8yjz>>. Acessado em 13 de fevereiro de 2020.

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KAPLOW, Louis. Rules versus standards: An economic analysis. *Duke Law Journal*, v. 42, p. 557-629, 1992.

KOROBKIN, Russell B. Behavioral analysis and legal form: Rules vs. standards revisited. *Oregon Law Review*, v. 79, p. 23-60, 2000.

LA PORTA, Rafael et al. Investor protection and corporate governance. *Journal of financial economics*, v. 58, n. 1-2, p. 3-27, 2000.

LAINA, Roberto G. A Cláusula Compromissória e Autonomia Negocial. *Revista de arbitragem e mediação*, n. 43, p. 129-153, 2014.

LOBO, Carlos Augusto da Silveira. A cláusula compromissória estatutária (II): anotações adicionais. *Revista de arbitragem e mediação*, n. 27, p. 46-55, 2010.

MARTINS, Pedro A. Batista. A arbitrabilidade subjetiva e a imperatividade dos direitos societários como pretenso fator impeditivo para a adoção da arbitragem nas sociedades anônimas. *YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Org.). Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2012a.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. A importância do sistema de solução de conflitos para o direito societário: limites do instituto da arbitragem. *YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. Processo Societário*, São Paulo: Quartier Latin, p. 77-99, 2012

PITTA, André Grünspun. O regime de informação das companhias abertas. Editora Quartier Latin do Brasil, 2013.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Responsabilidade dos Administradores: Arbitragens Societárias. *Revista de Arbitragem e Mediação*, v. 44, p. 123-147, 2015.

SALOMÃO FILHO, Calixto. Breves notas sobre transparência e publicidade na arbitragem societária. YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (org) Processo Societário III, São Paulo: Quartier Latin, p. 39-44, 2017.

_____. *O novo direito societário*. 4ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2006

SANTOS, Ricardo Soares Stersi. Arbitragem e acesso à justiça. *Revista Seqüência*, nº 53, p. 253-268, 2006, fonte: <https://bit.ly/2USwHUM>, acessado em 26/01/2019.

STIGLER, George J. The economics of information. *The Journal of Political Economy*. v.69, n.3, p. 213-225, 1961.

VILELA, Renato. Conflito de Interesses nas Companhias: Reflexões sobre as transações entre partes relacionadas pós IRFS. 1ª ed. São Paulo: Almedina, 2017. p. 28

VON ADAMEK, Marcelo Vieira. Responsabilidade civil dos administradores de S.A. e as ações correlatas. São Paulo: Saraiva, 2010.

YOUNG, Michael N. et al. Corporate governance in emerging economies: A review of the principal–principal perspective. *Journal of Management Studies*, v. 45, n. 1, p. 196-220, 2008.

YOUSSEF, Karim. The right or obligation to arbitrate of non-signatories in groups of companies: the limits of consent. *Revista de Arbitragem e Mediação*. v. 7, p. 224, 2010.

ZINGALES, Luigi. The future of securities regulation. *Journal of Accounting Research*, v. 47, n. 2, p. 391-425, 2009.

APÊNDICE

COMPANHIAS OBJETO DO ESTUDO EMPÍRICO

Nome Da Companhia	Nome de pregão
Aliansce Shopping Centers S.A.	ALIANSCCE
Aliansce Sonae Shopping Centers S.A.	ALIANSCSONAE
Alper Consultoria e Corretora de Seguros S.A.	ALPER S.A.
Anima Holding S.A.	ANIMA
Arezzo Indústria e Comércio S.A.	AREZZO CO
Atacadão S.A.	CARREFOUR BR
B2W - Companhia Digital	B2W DIGITAL
B3 S.A. - Brasil. Bolsa. Balcão	B3
BB Seguridade Participações S.A.	BBSEGURIDADE
Banco do Brasil S.A.	BRASIL
Biosev S.A.	BIOSEV
BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes AS	BK BRASIL
Br Malls Participações S.A.	BR MALLS PAR
Br Properties S.A.	BR PROPERT
Brasil Brokers Participações S.A.	BR BROKERS
Brasil Pharma S.A.	BR PHARMA
Brasilagro - Cia Brasileira de Propriedades Agrícolas	BRASILAGRO
BRF S.A.	BRF SA
Camil Alimentos S.A.	CAMIL
CCR S.A.	CCR SA
CCX Carvão da Colômbia S.A.	CCX CARVAO
Centro de Imagem Diagnósticos S.A.	ALLIAR
CETIP S.A. - Mercados Organizados	CETIP
Cia Hering	CIA HERING
Cia Locação Das Américas	LOCAMERICA
Cia Saneamento Basico Est Sao Paulo	SABESP
Cia Saneamento De Minas Gerais-Copasa Mg	COPASA
Cielo S.A.	CIELO
Construtora Tenda S.A.	TENDA
Cosan Logística S.A.	COSAN LOG

Cosan S.A.	COSAN
CPFL Energia S.A.	CPFL ENERGIA
CPFL Energias Renováveis S.A.	CPFL RENOVAV
CR2 Empreendimentos Imobiliários S.A.	CR2
CSU Cardsystem S.A.	CSU CARDSYST
CVC Brasil Operadora E Agência De Viagens S.A.	CVC BRASIL
Cyrela Brazil Realty S.A. Empreend E Part	CYRELA REALT
Cyrela Commercial Propert S.A. Empr Part	CYRE COM-CCP
Direcional Engenharia S.A.	DIRECIONAL
Duratex S.A.	DURATEX
Ecorodovias Infraestrutura e Logística S.A.	ECORODOVIAS
EDP - Energias Do Brasil S.A.	ENERGIAS BR
Eletropaulo Metrop. Elet. Sao Paulo S.A.	ELETROPAULO
Embraer S.A.	EMBRAER
Enauta Participações S.A.	ENAUTA PART
Eneva S.A	ENEVA
Engie Brasil Energia S.A.	ENGIE BRASIL
Equatorial Energia S.A.	EQUATORIAL
Estacio Participacoes S.A.	YDUQS PART
Eternit S.A.	ETERNIT
Even Construtora e Incorporadora S.A.	EVEN
Ez Tec Empreend. e Participações S.A.	EZTEC
Fertilizantes Heringer S.A.	FER HERINGER
Fibria Celulose S.A.	FIBRIA
Fleury S.A.	FLEURY
Gafisa S.A.	GAFISA
General Shopping E Outlets Do Brasil S.A.	GENERALSHOPP
Grendene S.A.	GRENDENE
Hapvida Participacoes e Investimentos Sa	HAPVIDA
Helbor Empreendimentos S.A.	HELBOR
Hypera S.A.	HYPERA
Iguatemi Empresa De Shopping Centers S.A	IGUATEMI
Indústrias Romi S.A.	INDS ROMI

Instituto Hermes Pardini S.A.	IHPARDINI
International Meal Company Alimentação S.A.	IMC S/A
Iochpe Maxion S.A.	IOCHP-MAXION
IRB - Brasil Resseguros S.A.	IRBBRASIL RE
JBS S.A.	JBS
JHSF Participações S.A.	JHSF PART
JSL S.A.	JSL
Kroton Educacional S.A.	COGNA
Light S.A.	LIGHT S/A
Linx S.A.	LINX
Liq Participações S.A.	LIQ
Localiza Rent a Car S.A.	LOCALIZA
Log Commercial Properties	LOG COM PROP
Log-In Logística Intermodal S.A.	LOG-IN
Lojas Renner S.A.	LOJAS RENNER
Lopes Brasil - Consultoria de Imóveis S.A.	LOPES BRASIL
Lupatech S.A.	LUPATECH
M.Dias Branco S.A. Ind Com De Alimentos	M.DIASBRANCO
Magazine Luiza S.A.	MAGAZ LUIZA
Mahle-Metal Leve S.A.	METAL LEVE
Marfrig Global Foods S.A.	MARFRIG
Marisa Lojas S.A.	LOJAS MARISA
Metalfrio Solutions S.A.	METALFRIO
Mills Estruturas E Serviços De Engenharia S.A.	MILLS
Minerva S.A.	MINERVA
MMX Mineração e Metálicos S.A.	MMX MINER
Movida Participações As	MOVIDA
MRV Engenharia e Participações S.A.	MRV
Natura Cosméticos S.A.	NATURA
Neoenergia S.A.	NEOENERGIA
Notre Dame Intermedica Participações AS	INTERMEDICA
Odontoprev S.A.	ODONTOPREV
Óleo E Gás Participações S/A	OGX PETROLEO

Omega Geração S.A.	OMEGA GER
Osx Brasil S.A.	OSX BRASIL
Ouro Fino Saúde Animal Participações S.A.	OUROFINO S/A
Paranapanema S.A.	PARANAPANEMA
PBG S/A	PORTOBELLO
PDG Realty S.A. Empreend E Participações	PDG REALT
Petro Rio S.A.	PETRRIO
Petrobras Distribuidora S/A	PETROBRAS BR
Pomifrutas S/A	POMIFRUTAS
Porto Seguro S.A.	PORTO SEGURO
Positivo Tecnologia S.A.	POSITIVO TEC
Profarma Distrib Prod Farmacêuticos S.A.	PROFARMA
Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A.	QUALICORP
Raia Drogasil S.A.	RAIADROGASIL
Restoque Comércio e Confecções De Roupas S.A.	LE LIS BLANC
RNI Negócios Imobiliários S.A.	RNI
Rossi Residencial S.A.	ROSSI RESID
Rumo Logística Operadora Multimodal S.A.	RUMO LOG
Rumo S.A.	RUMO S.A.
Santos Brasil Participações S.A.	SANTOS BRP
São Carlos Empreend e Participações S.A.	SAO CARLOS
São Martinho S.A.	SAO MARTINHO
Ser Educacional S.A.	SER EDUCA
Sinqia S.A.	SINQIA
SLC Agrícola S.A.	SLC AGRICOLA
Smiles Fidelidade S.A.	SMILES
Springs Global Participações S.A.	SPRINGS
Suzano S.A.	SUZANO S.A.
T4F Entretenimento S.A.	TIME FOR FUN
Technos S.A.	TECHNOS
Tecnisa S.A.	TECNISA
Tegma Gestão Logística S.A.	TEGMA
Tempo Participações S.A.	TEMPO PART

Terra Santa Agro S.A.	TERRA SANTA
Tim Participações S.A.	TIM PART S/A
Totvs S.A.	TOTVS
TPI - Triunfo Particip. E Invest. S.A.	TRIUNFO PART
Trisul S.A.	TRISUL
Tupy S.A.	TUPY
Ultrapar Participações S.A.	ULTRAPAR
Unicasa Indústria de Móveis S.A.	UNICASA
Vale S.A.	VALE
Valid Soluções S.A.	VALID
Via Varejo S.A.	VIAVAREJO
Viver Incorporadora e Construtora S.A.	VIVER
Vulcabras/Azaleia S.A.	VULCABRAS
Weg S.A.	WEG
Wiz Soluções e Corretagem de Seguros S.A.	WIZ S.A.