

1. INTRODUÇÃO

Atrair investimentos para a atividade empresarial e a infraestrutura do país é essencial para o desenvolvimento econômico brasileiro. Ter um mercado de capitais robusto e com produtos diversificados significa aumentar oportunidades de investimentos e criar alternativas ao financiamento bancário com menor custo de capital para as empresas.

A partir disso, é possível deduzir que a proteção aos investidores é condição para o desenvolvimento do mercado de capitais e que, por consequência, também aparece como variável importante para o desenvolvimento econômico brasileiro.

Por outro lado, a leitura do artigo 5º, inciso XXXV da Constituição Federal assegura que a todos é garantido o acesso à justiça, seja estatal, seja privada.

Da conjunção dessas duas proposições, surge o problema objeto desta pesquisa, pois, a fim de assegurar o acesso à justiça a todos os investidores, sem discriminação, afigura-se impossível compreender o lugar que tal direito ocupa sem perguntar como esse direito é exercido por aqueles investidores que possuem recursos em pequena quantidade.

A liberdade tem pouco valor quando aqueles que aparentemente a possuem não dispõem dos recursos necessários para dar eficácia aos seus direitos. Afirmar que o direito tem certo custo é confessar que é necessário renunciar a algo para garanti-lo.

Ademais, embora exista muita informação disponível gratuitamente e de modo universal, constata-se que nem sempre ela é de boa qualidade ou precisa acerca do conteúdo que se pretende informar. De certo modo, o excesso de informação também é uma forma de desinformar o destinatário, porque ele não conseguirá, diante da racionalidade limitada, separar a informação verdadeiramente útil e necessária, daquela inútil, fornecida tão somente para dificultar a compreensão do agente receptor.

Tendo isso em vista, a norma constitucional precisa ser interpretada não apenas à luz do desenvolvimento da sociedade e do sistema jurídico, mas também deve levar em conta os custos de transação envolvidos entre as partes.

Partindo dessas premissas, o objetivo do presente artigo consiste em analisar se, atualmente, a partir da Teoria dos Custos de Transação de Oliver E. Williamson, a adoção compulsória da arbitragem nos níveis diferenciados de governança corporativa representa ganho para o sistema de *enforcement* no mercado de capitais brasileiro, contribuindo para o seu desenvolvimento.

Para o desenvolvimento da pesquisa, utilizou-se o método científico dedutivo-descritivo e a técnica de pesquisa empírica e bibliográfica. A parte inicial da pesquisa consistiu na observação de dados acerca do comportamento das pessoas físicas no mercado de capitais brasileiro, entre os anos de 2013 e 2023, e na revisão de literatura nacional e estrangeira com foco em material sobre arbitragem societária, inserção compulsória da cláusula arbitral pelo Regulamento do Novo Mercado da B3 e características e fundamentos da arbitragem coletiva. Ademais, para atingir os objetivos desta pesquisa, foi utilizada a Análise Econômica do Direito, em especial, as premissas da Nova Economia Institucional – NEI, em razão de sua pertinência em estudos de modalidades negociais no mercado de capitais.

Por meio da leitura de artigos, dissertações, estudos, livros e material obtido em endereços eletrônicos, buscou-se um exame crítico do objeto de estudo, com o fim de elaborar um artigo aprofundado, ainda que não exauriente.

O presente artigo foi segmentado em quatro partes, cuja introdução apresenta a visão panorâmica, o problema, o objetivo e alguns aspectos da metodologia utilizada. Na segunda parte foram demonstrados os resultados da pesquisa empírica realizada, verificando-se que, enquanto o número de investidores pessoa física na negociação de renda variável aumentou consideravelmente no Brasil, o saldo mediano investido pelas pessoas físicas reduziu.

Na terceira parte foi desenvolvida a revisão de literatura, focada em analisar de que forma a regulação do mercado de capitais se deu até o presente momento no cenário brasileiro. Na sequência, considerando que, atualmente, nos procedimentos arbitrais prevalecem os altos custos financeiros e o sigilo dos procedimentos e de seus resultados, buscou-se fazer uma análise a partir dos custos de transação *ex post* à aquisição de ações pelos acionistas minoritários no Novo Mercado. Na quarta parte foram analisadas as interações existentes entre as organizações e as instituições envolvidas no mercado de capitais brasileiro, analisando quais seriam algumas possíveis soluções para o problema apresentado.

Ao final, foram apresentadas as conclusões deste trabalho, em que se verificou que o diploma legal atual está ultrapassado e que o sistema de *enforcement* no mercado de capitais brasileiro não é igualmente eficiente a todos os *players* do mercado.

2. OS ACIONISTAS MINORITÁRIOS E A DISPERSÃO ACIONÁRIA NO BRASIL

Historicamente, o mercado brasileiro se caracterizou pela concentração acionária e pela existência de grupos de acionistas controladores definidos na maioria das companhias.

Nos anos 2000, estudos empíricos revelavam que as companhias abertas brasileiras eram caracterizadas pela concentração acionária.¹ Todavia, desde a criação do Novo Mercado em 2000, as companhias abertas brasileiras organizadas com dispersão acionária vem crescendo gradativamente.²

O Novo Mercado consiste em um segmento de listagem ao qual as companhias podem aderir, voluntariamente, e se propor a adotar medidas de governança corporativa adicionais àquelas previstas em lei, denominadas genericamente de “Boas Práticas de Governança Corporativa”.

A adesão ao Novo Mercado possibilitou que muitas companhias fossem ofertadas publicamente, principalmente por conta das regras de governança corporativa que presam pela transparência. Esse fato acabou contribuindo para a dispersão do capital acionário, já que o número de ações em circulação aumentou (MENEZES, 2017, p. 100).

Desde 2020, a média de investidores que fazem ao menos um negócio ao mês está acima de um milhão e, atualmente, os recursos de pessoas físicas representam 17% dos recursos investidos em *equities* - Ações à Vista, Fundos de Investimento Imobiliário, Fundos de Índice, *Brazilian Depositary Receipts*, dentre outros - na B3 (B3 Brasil, Bolsa Balcão, 2023).

Inclusive, o ano de 2022 foi recorde em número de CPFs distintos de investidores Pessoa Física em renda fixa e variável, com 17,2 milhões de contas (B3 Brasil, Bolsa Balcão, 2023).³

No entanto, a partir de dados fornecidos pela B3, foi possível verificar que, enquanto o número de investidores pessoa física na negociação de renda variável aumentou consideravelmente nos últimos anos, o saldo mediano investido pelas pessoas físicas reduziu.

O gráfico abaixo ilustra o crescimento de investidores em renda variável por ano, em um intervalo de dez anos, de 2013 a 2023.

¹A partir da análise dos dados de 325 companhias abertas brasileiras, referentes ao exercício social de 1996, constatou-se que 62,5% das companhias analisadas possuíam um acionista detentor de 74% do capital social votante da companhia. (VALADARES, LEAL, 2000). Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=213409>>. Acesso em 11 jul. 2023.

² Constatação realizada a partir de estudo empírico conduzido em 2008, por Erik Frederico Oioli, ao analisar a estrutura de 92 companhias listadas no Novo Mercado. (OIOLI, 2010, p. 58-67)

³ Nesse ponto, importa diferenciar que cada CPF corresponde a um investidor, enquanto cada conta pode ser equivalente a um investidor em determinada corretora.



Fonte: Relatório sobre Pessoa Física CVM - 1º Trimestre de 2023.

Todavia, em sentido contrário, houve a redução do saldo mediano investido pelas pessoas físicas ao longo dos anos. Dos 223 mil novos investidores de março de 2020, 30% fez o primeiro investimento com menos de R\$500 (quinhentos reais) (B3 Brasil, Bolsa Balcão, 2020). Em março de 2023, a mediana de primeiro investimento das 106 mil pessoas que entraram foi de R\$ 80 (oitenta reais). Observou-se que 64% entraram com investimentos de até R\$ 200 (duzentos reais) (B3 Brasil, Bolsa Balcão, 2023).

A redução do saldo mediano das pessoas físicas ao longo dos anos indica atração de pequenos investidores, o que ocorreu mesmo em um cenário de incerteza global - marcado pela pandemia e pela guerra entre a Rússia e Ucrânia - e de juros mais altos.⁴

A tendência é que, se o mercado brasileiro continuar a se desenvolver, surjam cada vez mais companhias com dispersão acionária (NASCIMENTO, 2021, p. 94). Neste cenário, novos desafios se apresentariam, exigindo que alguns conceitos da legislação societária sejam repensados.

2.1 A ATUAL REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O acionista é o sócio da sociedade anônima. Revela a pessoa natural ou jurídica que é titular das ações de uma companhia. Seus objetivos centrais são a formação e o desenvolvimento da

⁴ Considerando o seguinte cenário da Taxa SELIC (% a. a.): em fevereiro de 2019, 6,40%, em fevereiro de 2020, 4,15%, em fevereiro de 2021, 1,90%, em fevereiro de 2022, 10,65% e em fevereiro de 2023, 13,65%. (BCB – Banco Central do Brasil BCB, 2023). Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros> > Acesso em 25 jul. 2023.

sociedade que, como ente gerador de riquezas, poderá lhe propiciar ganhos e vantagens correspondentes às participações por ele titularizadas (CAMPINHO, 2023, p. 80).

Ao subscrever ações da companhia, o acionista passa a se sujeitar a um complexo de disposições legais e estatutárias que lhe asseguram direitos e impõe obrigações.

A Lei das Sociedades por Ações, alterada em 2001, positivou expressamente a possibilidade de utilização da arbitragem para solucionar divergências societárias (art. 109, parágrafo 3º). Em 2015, foi realizada uma nova modificação legal, incluindo no referido diploma o art. 136-A, que prevê a vinculação de todos os acionistas da companhia à cláusula arbitral inserida em seu estatuto, garantindo-se ao acionista que com ela não concorde o direito de retirada da sociedade, a ser exercido em prazo determinado.

Na sequência, de acordo com o art. 39 do Regulamento do Novo Mercado da B3, o estatuto social das companhias deve contemplar cláusula compromissória dispondo que a companhia, seus acionistas, administradores e membros do conselho fiscal, obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado, qualquer controvérsia que possa surgir entre eles, oriunda, inclusive, da sua condição de acionistas.

Na B3 estão listadas mais de 170 companhias abertas com cláusulas compromissórias nos estatutos sociais, o que é visto como uma ferramenta de boa governança corporativa. As regras de listagem exigem essas cláusulas desde 2001, no âmbito do Novo Mercado e do Nível II (SESTER, 2023, p. 89).

Ocorre que, o atual cenário das companhias do Novo Mercado - marcadas pela dispersão acionária e pelo crescente número de investidores pessoas físicas com aportes cada vez mais discretos - implica no surgimento de novos custos de transação aos *players* do mercado.

A pesquisa empírica sobre custos de transação quase nunca consegue medir esses custos diretamente. Em vez disso, a questão está em analisar se as relações organizacionais (práticas de contratação/ estruturas de governança) se alinham com os atributos das transações conforme previsto pelo raciocínio de custos de transação ou não (WILLIAMSON, 1985, p. 22).

A adesão aos segmentos de listagem específicos tem o potencial de tornar as ações da companhia aderente mais atrativas aos investidores e, em certa medida, mais valorizadas. No entanto, sob a perspectiva dos acionistas minoritários - representados pelo crescente percentual de pessoas físicas ingressantes no Novo Mercado - essa alternativa, na realidade, pode representar um óbice ao acesso à justiça.

3. OS CUSTOS DE TRANSAÇÃO *EX POST*

Para Oliver E. Williamson, a economia dos custos de transação coloca o problema da organização econômica como um problema de contratação. Os custos de transação podem ser *ex ante* e *ex post*.

Os primeiros são os custos de elaboração, negociação e de salvaguarda de um acordo. Por sua vez, os custos *ex post* de determinada contratação podem assumir diversas formas, sobretudo: I) os custos de má adaptação, incorridos quando as transações saem do alinhamento; II) os custos de negociação incorridos se esforços bilaterais forem feitos para corrigir desalinhamentos *ex post*; III) os custos de configuração e funcionamento associados às estruturas de governança - e que muitas vezes não correspondem aos tribunais para os quais as disputas são encaminhadas; e IV) os custos de vinculação de efetuar compromissos seguros (WILLIAMSON, 1985, p. 21).

Serão objeto de análise no presente estudo, sobretudo, os custos de má adaptação dos contratantes, entendidos como as pessoas físicas que adquirem ações de determinada companhia no Novo Mercado, bem como o custo de configuração e funcionamento associado às estruturas de governança, representado pela confidencialidade dos procedimentos arbitrais societários.

3.1 CUSTOS DE MÁ ADAPTAÇÃO DA ARBITRAGEM NO MERCADO DE CAPITAIS

Considerando que o sujeito de um direito é sempre o potencial autor de uma ação judicial (KELSEN, 1973, p. 83), cumpre observar de que forma os custos do processo arbitral implicam a impossibilidade de o acionista com menor poder econômico pleitear a reparação por algum dano eventualmente sofrido.

O desejo universal de apresentar os direitos como uma coisa positiva, sem ressalva alguma, talvez ajude a explicar por que uma abordagem que não leva em conta o custo é vista com simpatia por todos os lados do debate.

Exemplificativamente, a Lei das Sociedades por Ações no seu art. 254-A, ao prever o mecanismo conhecido como *Tag-Along*, assegura aos acionistas minoritários, em casos de alienação de controle, a possibilidade de que as suas ações com direito a voto sejam adquiridas, pelo preço, no mínimo, equivalente a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação.

A mesma lei, no art. 286, admite a possibilidade de anulação de assembleia irregularmente convocada ou instalada, violadora da lei ou do estatuto, ou eivada de erro, dolo, fraude ou

simulação. Prescreve ainda, no art. 159 §3º, que qualquer acionista poderá propor ação de responsabilidade civil contra o administrador, pelos prejuízos causados ao seu patrimônio, se não for proposta no prazo de 3 (três) meses da deliberação da assembleia geral.

No entanto, a premissa de que tais direitos, tão fundamentais aos acionistas em geral, possam ser usufruídos sem custo algum, embora muito disseminada, é evidentemente falsa. Além disso, não é plausível situar a sua origem numa suposta impossibilidade de detectar os custos ocultos (HOLMES, SUSTEIN, 2019, p. 13).

Primeiramente, cumpre observar que a utilização da arbitragem, a depender do valor pleiteado individualmente pelos investidores, mostra-se como juridicamente impossível se o montante pleiteado não justificar os custos para a sua instauração. Explica-se.

Os custos da arbitragem podem representar um gargalo para o acesso de certos investidores, de forma a resultar na “seletividade da proteção”, eis que somente grandes investidores terão aptidão de acessar o mencionado mecanismo de resolução de conflitos, afastando o acesso dos pequenos acionistas – o que, por consequência, pode gerar um distanciamento entre o instituto, as boas práticas de governança corporativa e o objetivo precípua da escolha da arbitragem: maior proteção dos investidores (PRADO, 2021).

Em consequência da cláusula compromissória, as pessoas físicas que estão a ela vinculados, não poderão dirigir-se à Justiça estatal para postular a eventual reparação da lesão de seus direitos. Poderão postular a tutela de seus direitos no juízo arbitral singular, mas, nessa seara sua tutela é apenas teórica.

Isso porque, a grande maioria destes acionistas tem capacidade e condições reduzidas para enfrentar grandes litigantes, seja em termo de recursos financeiros, seja no tocante à qualificação inferior de seus patronos em confronto com os advogados especializados da sociedade demandada ou de seus acionistas majoritários (WATANABE, 2023, p. 41).

Renda e riqueza são muitas vezes tomadas como o principal critério do êxito humano. Embora não sejam valiosos em si mesmos (SEN, 2011, p. 251), podem, em diferentes graus, auxiliar na busca daquilo que os acionistas valorizam e almejam, inclusive, na concretização de direitos legalmente assegurados, em tese, a todos. O papel da renda e da riqueza - ainda que seja importantíssimo, juntamente com outras influências - tem de ser integrado a um quadro mais completo e amplo de êxito e privação (SEN, 2010, p. 29).

Em âmbito judicial, o regime da ação civil pública foi formulado no intuito de mitigar potenciais óbices financeiros ao ajuizamento da demanda coletiva. Isso porque está previsto no artigo 87 do Código de Defesa do Consumidor e no artigo 18 da Lei n. 7.347/85, que não haverá adiantamento de custas, emolumentos, honorários periciais e quaisquer outras despesas, nem condenação da associação autora, salvo comprovada má-fé, em honorários de advogados, custas e despesas processuais. Semelhante disciplina, entretanto, não é assegurada às arbitragens.

A Lei de Arbitragem Brasileira prevê, em seu artigo 27, que respeitadas as disposições acordadas pelas partes na convenção de arbitragem, caberá ao juízo arbitral dispor, em sentença, acerca da responsabilidade pelo pagamento das despesas e custas processuais, bem como sobre verba decorrente de litigância de má-fé, se for o caso.

Não suficiente, afigura-se comum a previsão nos regulamentos das Câmaras Arbitrais estabelecendo que caberá à parte autora comprovar o recolhimento das custas iniciais quando do protocolo do requerimento de arbitragem.⁵

Conforme demonstra a tabela a seguir, o valor das custas iniciais varia em razão do montante envolvido no litígio, devendo ser pago por mês ou fração, desde o início do procedimento até a apresentação às partes da sentença arbitral ou da decisão quanto ao pedido de esclarecimentos, se houver (B3 BRASIL, BOLSA, BALCÃO, 2011).

Valor da demanda (em reais)	Taxa a ser paga (em reais)
até 100.000,00	1.000,00
100.000,00 a 500.000,00	1.500,00
500.000,01 a 1.000.000,00	2.000,00
1.000.000,01 a 10.000.000,00	2.500,00
a partir de 10.000.001,00	3.000,00

Fonte: Custas e honorários da Câmara do Mercado.

⁵ Exemplificativamente, eis o que dispõe a Cláusula 2.1.1 do Regulamento da Câmara do Mercado: a Requerente deverá anexar ao Requerimento de Arbitragem cópia do documento que contiver a convenção de arbitragem, bem como do comprovante de recolhimento das custas iniciais, conforme a Tabela de Custas e Honorários em vigor. Disponível em < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem.html> > Acesso em 10 jul. 2023.

Ressalta-se que cada parte do procedimento deve pagar integralmente a taxa de administração. No caso de múltiplas partes, cada uma delas deverá arcar com a taxa de administração, salvo se representadas pelo mesmo patrono ou sociedade de advogados.

A imposição de custos privados - na forma de taxas pagas pelos usuários, como no presente caso - é um dos meios convencionais de conservação de recursos escassos, como é o caso do acesso a uma instituição de resolução de conflitos. Mas essa técnica de triagem só impede os acionistas com menor poder aquisitivo de mover ações judiciais, vez que aqueles acionistas dotados de recursos podem continuar fazendo isso (HOLMES, SUSTEIN, 2019, p. 169).

Conforme indicou o panorama delineado no item 2, as sociedades anônimas listadas na bolsa possuem um crescente número de pequenos investidores, cujos decrescentes aportes são menores do que a média de valores gastos apenas com os honorários iniciais dos árbitros.⁶

A qualidade e a extensão da proteção dos direitos dependem também de gastos privados e não somente do dinheiro público. Uma vez que os direitos impõem custos não somente ao orçamento público, mas também aos particulares, conclui-se necessariamente que valem mais para certas pessoas do que para outras. Os que possuem mais recursos para litigar na justiça obtêm, com seus direitos, mais valor do que aqueles que não os possuem (HOLMES, SUSTEIN, 2019, p. 10).

Um exame do custo dos direitos levanta várias outras questões, não somente acerca do quanto efetivamente custam os diversos direitos, mas também sobre quem decide como serão distribuídos os escassos recursos públicos no que se refere à proteção de direitos, quais direitos serão protegidos e para quem haverá essa proteção (HOLMES, SUSTEIN, 2019, p. 19).

O custo elencado no presente trabalho diz respeito a um custo de má adaptação da arbitragem ao mercado de capitais, uma vez que o perfil atual dos investidores não mais corresponde àquele dos anos 2000, antes da criação do Novo Mercado e do fenômeno da dispersão acionária. Toda pessoa, física ou jurídica, que adquirir ações de uma companhia inscrita no Novo Mercado terá os direitos mencionados nos artigos 254-A, 286 e 159 §3º da Lei das Sociedades por Ações, mas somente o acionista que dispõe de recursos privados substanciais terá a possibilidade de efetivá-los com êxito.

⁶ Na Câmara do Mercado, o valor devido a título de honorários arbitrais, por hora, é de R\$ 1.200,00 (mil e duzentos reais) para os procedimentos arbitrais que assinarem o Termo de Arbitragem a partir de 01 de julho de 2023. (B3 Brasil, Bolsa, Balcão, 2011).

3.2 CUSTOS DE CONFIGURAÇÃO E FUNCIONAMENTO ASSOCIADOS ÀS ESTRUTURAS DE GOVERNANÇA

A possibilidade de as partes optarem pelo total sigilo do procedimento arbitral é uma característica da arbitragem que a torna muito atrativa para as sociedades, encontrando-se presente, inclusive, no regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado, objeto de análise deste artigo.

A “substituição” do Poder Judiciário pela arbitragem buscou a melhoria na qualidade técnica e a rapidez na prolação da decisão, em contraposição à habitual decisão proferida por magistrados estatais cuja formação, em média, é generalista, e à morosidade usual da prestação jurisdicional (PRADO, 2021, p. 474).

No entanto, afastar a publicidade do processo e das decisões não apareceu na agenda de reformas em 2000, gerando um ponto passível de discussão associado à estrutura de governança estabelecida. Cumpre acrescentar, inclusive, que não seria possível prever que a escolha representaria um sistema mais opaco que o Judiciário.

A situação em comento representa um paradoxo. Por um lado, presume-se que a arbitragem, que está diretamente relacionada ao sigilo, está 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.

Fernanda Farina Mansur, em pesquisa realizada em 2020, apontou que as companhias abertas noticiam a existência de procedimentos arbitrais sobre questões societárias sob as seguintes nomenclaturas: fato relevante, comunicado ao mercado, demonstrações financeiras ou formulário de referência (MANSUR, 2020).

Em razão dessa disparidade, não é possível saber, com exatidão, quais são as companhias envolvidas nas arbitragens existentes, quais são as questões controvertidas do sistema legal e quais são as múltiplas interpretações conferidas ao sistema jurídico vigente.

Todavia, se for aceitável esse baixíssimo nível de transparência dos resultados das arbitragens no Brasil, não será possível qualquer tipo de análise ou mesmo avaliação da efetividade do sistema de proteção de investidores na via civil.

A informação é um elemento de extrema importância para a formação de contratos e, por tal razão, não se pode desconsiderar a existência de um mercado da informação, que permitirá acesso livre até um certo nível, mas poderá demandar um certo valor a partir de outro. Dessa forma,

surge um problema de informação imperfeita, pois se um contratante pode pagar por uma informação melhor, poderá ficar em vantagem muito grande em relação ao outro contratante (GONÇALVES, 2020, p. 84).

Embora tal custo de configuração não afete com exclusividade os acionistas minoritários das companhias, vez que todas as classes de acionistas podem estar igualmente sujeitas à confidencialidade, evidente que apenas contribui para ampliar o hiato da assimetria informacional existente entre os acionistas minoritários e controladores. Isso porque, caso estes últimos, novamente, possam negociar em um mercado de informações, irão dispor de melhores condições financeiras para tanto.

Diante desse cenário, inclusive, não dispondo de informações necessárias, até mesmo os futuros investidores de determinada companhia poderiam vir a ser prejudicados. Isso porque, não possuindo acesso a informações relevantes das companhias – sobretudo aos dados de cunho econômico, como a existência de uma arbitragem relevante – os acionistas não terão acesso a divulgação necessária para tomar uma decisão com segurança e que corresponda aos seus reais interesses.

4. A CONSOLIDAÇÃO DA ARBITRAGEM SOCIETÁRIA E AS INSTITUIÇÕES

Conforme o presente estudo pôde demonstrar, a consolidação da arbitragem societária ao longo dos últimos 20 anos impactou na interpretação da garantia do acesso à justiça, sobretudo aos acionistas minoritários.

Entretanto, conforme será aprofundado adiante, a alternativa para reduzir os custos de transação mencionados no item 3 não está na ausência de regulação, mas no aprimoramento das disposições legais já existentes.

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. 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 (COASE, 2008, p. 15).

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 para aqueles que mais os valorizam.

Nesse cenário, o papel das leis é o de alocar os direitos de propriedade de forma a minimizar o impacto dos custos de transação sobre a eficiência econômica (PINHEIRO, 2005, p. 12).

A utilização compulsória da arbitragem, da forma como prevê o art. 136-A da Lei das Sociedades por Ações e o art. 39 do Regulamento do Novo Mercado da B3, não se justifica no cenário atual, diante do panorama de composição das sociedades anônimas brasileiras. A questão da efetividade dessas normas jurídicas merece especial atenção, uma vez que de nada servem boas regras se o sistema de *enforcement* for falho e/ou incompleto.

Tendo isso em vista, não se pode deixar de observar as dificuldades mencionadas no presente estudo, consistentes, majoritariamente, no fato de os acionistas minoritários promoverem, sozinhos ou mesmo em litisconsórcio, a arbitragem singular, principalmente nas companhias abertas e com ações com grande dispersão no mercado.

A sistemática do procedimento arbitral no mercado de capitais pode, mediante seus próprios instrumentos, adaptar-se com a finalidade de reduzir os custos de transação de acesso à justiça que se impõe, sobretudo, aos acionistas minoritários.

Para tanto, é necessário fazer frente às inovações e necessidades advindas de outros sistemas e da própria sociedade, com o intuito de garantir as liberdades e direitos individuais. (SEN, 2010, p. 29). Tal interpretação também está de acordo com o que disciplina Douglas North, acerca da interação entre as instituições e as organizações, a qual modela a evolução institucional de uma economia (NORTH, 2010, p. 22).

Embora não seja o objetivo do presente artigo, cumpre mencionar que alguns autores já buscam alternativas para aprimorar o sistema de *enforcement* do mercado de capitais, sobretudo para garantir o acesso à justiça em condições iguais para todos os acionistas. Em razão dessa necessidade de adaptação que autores como Arnoldo Wald, Peter Sester e Kazuo Watanabe defendem a admissibilidade e adequação da arbitragem coletiva como um mecanismo de acesso à justiça aos acionistas.

À semelhança do que ocorre nos EUA com a *class arbitration* para resolução de conflitos nas áreas de consumo, trabalhista, societária e de mercado de capitais, e as decisões paradigmáticas da Suprema Corte, os autores estudam a viabilidade de adaptar tal instituto ao cenário brasileiro.

Conforme pondera Arnoldo Wald, por sua vez, a grande dificuldade de se admitir a ação civil pública na arbitragem consiste na impossibilidade de vincular quem não foi parte nela aos seus resultados, ou seja, aplicar-lhes a decisão proferida pelo árbitro (WALD, 2017, p. 870).

Todavia, a situação é diferente quando se trata do direito societário, na hipótese de termos, nos estatutos da empresa, uma cláusula que submete os litígios societários à arbitragem, norma estatutária essa cuja validade é prevista pela Lei das Sociedades por Ações no seu art. 136-A e que vincula todos os acionistas. Assim, como todos os acionistas estão necessariamente vinculados à cláusula compromissória, em relação a eles poder-se-ia presumir a adesão ao pedido de arbitragem coletiva.

Ademais, outra questão a ponderar é que, admitir a ação civil pública na arbitragem, importaria na necessidade de publicizar o pedido de instauração do procedimento arbitral, a fim de que os acionistas, membros dos órgãos da companhia e a própria companhia pudesse ingressar em um dos polos do procedimento arbitral em determinado prazo - hipótese em que o custo imposto pela confidencialidade seria amenizado.

Feitos esses breves apontamentos de possíveis soluções que a literatura e a interpretação sugerem, é essencial lembrar que não é desejável nem possível a lei prevenir ou eliminar a totalidade de conflitos societários. Se os conflitos de interesse são frequentemente vistos como um mal a ser evitado a todo o custo, especialmente perante abusos, não se pode esquecer que estes surgem inevitavelmente nas relações sociais e econômicas e que uma postura excessivamente rígida da lei poderá prejudicar o bom governo societário, impondo-se por isso a busca de um ponto de equilíbrio entre regulação e o livre mercado (OLIVEIRA, 2017, p. 15).

Em razão da estrutura e lógica própria do art. 136-A, ou seja, da estrutura complexa e individual do direito societário, é que se permite a formulação institucional⁷ ainda mais específica e abrangente.

Criar as instituições que alterarão a relação de custo/benefício em favor da cooperação em trocas impessoais é um processo complexo, porque implica não só a criação de instituições econômicas, mas exige que elas sejam sustentadas por instituições políticas adequadas (NORTH, 2010, p. 25). É a mistura de regras formais, normas informais e as características de sua implementação que modelam o desempenho econômico. Embora as regras possam ser alteradas do dia para noite, as normas informais geralmente mudam gradualmente. São as normas que conferem legitimidade a um conjunto de regras (NORTH, 2010, p. 27).

⁷ Instituições são as constrições humanamente concebidas que estruturam a interação humana. Dentre elas, encontram-se as restrições formais, como as leis. Estas são capazes de definir a estrutura de incentivos das sociedades e, especificamente, das economias. (NORTH, 2010, p. 16).

As políticas moldam significativamente o desempenho econômico porque elas definem e aplicam as regras da economia. Dessa forma uma parte essencial da política de desenvolvimento é a criação de organizações políticas que criem e façam valer os direitos de propriedade eficientes (NORTH, 2010, p. 27).

No presente caso, considerando que o comportamento das pessoas físicas está mudando, uma vez que está aumentando o número de negociantes em renda variável no mercado de capitais, justifica-se a sua proteção mediante o aprimoramento da Lei das Sociedades por Ações e do Regulamento do Novo Mercado. Com tal aprimoramento, serão reduzidos os custos de transação que dizem respeito ao acesso à justiça a todos os acionistas vinculados a uma cláusula compromissória de determinada companhia, bem como os custos atrelados à opacidade do sistema arbitral em razão da confidencialidade, garantindo que os bens sejam alocados para aqueles que mais os valorizam.

5. CONCLUSÃO

A solidez dos direitos dos acionistas contribui para o fortalecimento do sistema de governança corporativa, devendo, de um lado, assegurar direitos aos acionistas e, de outro lado, criar incentivos ou diminuir desincentivos para que eles façam efetivo uso de tais direitos.

Conforme a presente pesquisa pôde demonstrar, a atual composição do mercado de capitais brasileiro - notadamente marcada pela dispersão acionária - demanda o aperfeiçoamento de algumas instituições, como a Lei das Sociedades por Ações, o Regulamento do Novo Mercado, a edição de instruções normativas que tratam da divulgação de fato relevante e de ofertas públicas de valores mobiliários e o próprio desenvolvimento da autorregulação do mercado de capitais.

As duas espécies de custos de transação *ex post* citados neste artigo estão muito longe de esgotar a discussão sobre os custos do procedimento arbitral e a sua comparação com as despesas inerentes ao litígio judicial. No entanto, pelos parâmetros observados, foi possível concluir, desde logo, que o sistema de governança corporativa imposto nos anos 2000 não comporta o cenário institucional e organizacional atual.

Ao impor uma série de custos para assegurar o acesso à justiça dos acionistas que estão submetidos ao Regulamento do Novo Mercado, permitindo que apenas o acionista que dispõe de recursos privados substanciais tenha a possibilidade de efetivá-los com êxito, verifica-se que o

diploma legal atual está ultrapassado e que o sistema de *enforcement* no mercado de capitais brasileiro não é igualmente eficiente a todos os *players* do mercado.

Embora ainda não seja possível precisar se a admissibilidade da arbitragem coletiva seria a alternativa mais eficiente à totalidade dos acionistas, evidente que o sistema que privilegia apenas os acionistas com maior potencial financeiro não é o mais adequado ao bom funcionamento do mercado de capitais brasileiro.

A partir de qualquer regulação adotada serão gerados custos, de forma que uma revisão do sistema de *enforcement* do mercado de capitais demanda uma constante análise de custo-benefício para cada situação específica apresentada ao longo do tempo pelas organizações.

6. REFERÊNCIAS

BCB – Banco Central do Brasil. **Taxas de juros básicas – Histórico.** Brasília: BCB, 2023. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicotaxasjuros> > Acesso em 25 jul. 2023.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Custas e honorários.** São Paulo, SP: 2011. Disponível em < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem--custas-e-despesas.html> > Acesso em 25 jul. 2023.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Regulamento da Câmara do Mercado.** São Paulo, SP: 2011. Disponível em < <https://www.camaradomercado.com.br/pt-br/arbitragem.html> > Acesso em 10 jul. 2023.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Regulamento do Novo Mercado.** São Paulo, SP: 2017. 45 p. Disponível em: < <https://www.b3.com.br/data/files/B7/85/E6/99/A5E3861012FFCD76AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20%28Sancoes%20pecuniarias%202019%29.pdf> >. Acesso em: 17 jun. 2023.

B3 - Brasil, Bolsa, Balcão. Bolsa de Valores São Paulo. **Relatório sobre Pessoa Física CVM - 1º Trimestre de 2023.** São Paulo: B3, 2023. Disponível em: < https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/marketdata/consultas/mercado-a-vista/perfil-pessoas-fisicas/perfil-pessoa-fisica/ >. Acesso em 16 jun. 2023. Base de Dados.

CAMPINHO, Sergio. **Curso de direito comercial:** sociedade anônima. São Paulo: Editora Saraiva, 2023

CARTER, James H. Class arbitration in the United States: life after death? *In:* HANOTIAU, Bernard; SCHWARTZ, Eric. **Class and Group Actions in Arbitration.** Haia: Kluwer Law International and International Chamber of Commerce, 2016.

COASE, Ronald. **O Problema do Custo Social**. *The Latin American and Caribbean Journal of Legal Studies*, volume 3, issue 1, 2008, article 9.

EIZIRIK, Nelson. **A Lei das S/A Comentada**. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. I. artigo 68.

MANSUR, Fernanda Farina. **Informação e Arbitragem Confidencial em Companhias Abertas Brasileiras**. 2020. 142 p. Dissertação (Mestrado em Direito dos Negócios) - Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2020.

NASCIMENTO, João Pedro Barroso. Governança Corporativa à brasileira. *In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários: Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis Nº 6.385 e 6.404. v.II. Coimbra: Grupo Almedina, 2021.*

GONÇALVES, Oksandro. **Análise Econômica do Direito**. Curitiba: Editora Iesde Brasil S.A., 2020.

HOLMES, Stephen; SUNSTEIN, Cass Robert. **O custo dos direitos: por que a liberdade depende dos impostos**. Tradução Marcelo Brandão Cipolla. São Paulo: WMF Martins Fontes, 2019.

IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. **Revista de Direito Mercantil, industrial, econômico e financeiro**. São Paulo: Malheiros, jan/mar 2007, v. 145.

KELSEN, Hans. **General Theory of Law and State**. Nova York: Russell & Russell, 1973.

MENEZES, Isabella Simão. Aquisição do Controle de Companhias Abertas: Estudo Sobre a Oferta Pública de Aquisição de Ações. São Paulo: **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, vol. 76/2017, p. 97 - 121, 2017.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. **Direito, economia e mercados**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PRADO, Viviane Muller; NANI, Ana Paula Ribeiro. 20 anos da Arbitragem no Mercado de Capitais: Escolha Acertada? *In: FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes; EIZIRIK, Nelson. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários: Edição Comemorativa dos 45 Anos das Leis Nº 6.385 e 6.404. v.II. Coimbra: Grupo Almedina, 2021.*

SEN, Amartya. **A Ideia de Justiça**. Tradução Denise Bottmann e Ricardo Doninelli Mendes. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

SEN, Amartya. **Desenvolvimento como Liberdade**. Tradução Laura Teixeira Motta. São Paulo: Companhia das Letras, 2010.

SESTER, Peter. **A necessidade de um subsistema de arbitragem societária.** São Paulo: Revista de Arbitragem e Mediação, vol. 62/2019, Jul-Set 2019.

SESTER, Peter. CUEVA. O efeito *erga omnes* da arbitragem coletiva. *In:* Ricardo Villas Bôas; GUIMARÃES, Márcio Souza (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária.** São Paulo: Quartier Latin, 2023.

VALADARES, Silvia Mourthé; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. **Ownership and Control Structure of Brazilian Companies.** New York: Social Science Research Network, 2000. Disponível em <<http://ssrn.com/abstract=213409>>. Acesso em 11 jul. 2023.

NORTH, Douglas. **Desempenho Econômico Através do Tempo.** Rio de Janeiro: Revista de Direito Administrativo, v. 255, set/dez. 2010, p. 13-30.

OIOLI, Erik Frederico. **Oferta Pública de Aquisição do Controle de Companhias Abertas,** São Paulo, Quartier Latin, 2010.

OLIVEIRA, Ana Perestrelo de. **Manual do governo das sociedades.** Coimbra: Almedina, 2017.

WALD, Arnaldo. A arbitragem de classe no direito societário. *In:* CARMONA, Carlos Alberto; FERREIRA LEMES, Selma; BATISTA MARTINS, Pedro (Coord.). **20 Anos da Lei de Arbitragem: homenagem a Petrônio Muniz.** São Paulo: Atlas, 2017. p. 847-870.

WATANABE, Kazuo. Acesso à justiça e admissibilidade da arbitragem coletiva societária. *In:* CUEVA, Ricardo Villas Bôas; GUIMARÃES, Márcio Souza (Coord.). **Arbitragem Coletiva Societária.** São Paulo: Quartier Latin, 2023.

WILLIAMSON, Oliver E. **The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting.** New York: The Free Press, 1985.