



Na Mídia

23/05/2025 | [Valor Econômico](#)

Reforma de arbitragem na B3 mantém caixa preta, dizem especialistas

Mudança em discussão propõe fim de monopólio da CAM, mas pode ser ineficaz ao preservar sigilo de processos

Victoria Netto



Aprigliano: sem sigilo, informações sobre o negócio ficariam desprotegidas — Foto: Divulgação

Em votação até 30 de junho, o pacote de reformas do regulamento do Novo Mercado - o mais alto nível de governança da B3 - propõe acabar com o monopólio da Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM). Atualmente a única autorizada para resolver disputas societárias no segmento, a CAM tem sido apontada como uma instância

lenta, pouco eficiente e suscetível à influência de grandes empresas. Apesar da relevância da medida, a reforma pode ser ineficaz, segundo interlocutores ouvidos pelo Valor, por não contemplar uma questão fundamental: o sigilo dos processos arbitrais, que mantêm a câmara como uma “caixa preta”.

Criada em junho de 2001 junto com o Novo Mercado e os outros segmentos especiais de governança dentro da B3, a CAM tinha como intuito evitar a judicialização de conflitos societários e resolver disputas de forma ágil em um ambiente especializado.

A ideia era sinalizar aos investidores que nesses segmentos haveria um sistema eficiente de solução de conflitos. “Seria uma proteção importante para o investidor e uma razão a mais para ele investir em títulos brasileiros”, diz Ricardo Aprigliano, professor de direito processual da USP e sócio da área de resolução de disputas do escritório Demarest.

Diferentemente do que costuma acontecer na via judicial, na Câmara do Mercado apenas a secretaria interna e as partes (companhia e investidores que abritram) têm acesso aos casos. Embora as arbitragens sejam em geral sigilosas na esfera privada, é recorrente a avaliação de que, no mercado de capitais, esse padrão não deveria se replicar, já que se trata essencialmente de temas coletivos.

O caso da B3 é único na experiência internacional, de acordo com uma fonte que atua no segmento e prefere não ser identificada. “A questão é que não há no mundo um exemplo de câmara de arbitragem criada especificamente para conflitos de mercado de capitais, que, por natureza, são coletivos e exigem publicidade. Em muitos países, é vedada a arbitragem para conflitos de mercado de capitais por se entender que envolve interesse público”, afirma.

“Mais transparência pode trazer mais qualidade às arbitragens e evitar problemas”

— Grasiela Cerbino

Apesar da estreia otimista, os problemas com a Câmara do Mercado começaram quando se observou que ela não cumpria com o que se propunha, acumulando processos que se “arrastam por anos” e que “favorecem as companhias listadas”, diz outra fonte sob condição de anonimato. “Há arbitragens envolvendo grandes companhias e grandes questões que duram cinco, dez anos, sem nenhuma perspectiva de julgamento. A Câmara da B3, que era de boa governança, para dar celeridade e segurança jurídica, hoje é o contrário. Os investidores querem ir para o Judiciário, porque na B3 não conseguem resolver nada.”

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), regulador do mercado de capitais, determina que as empresas informem aos investidores sobre arbitragens por meio de fato relevante (Resolução 44) e por meio de comunicado de demandas societárias relevantes (Resolução 80), que obriga as companhias a divulgarem as etapas e informações de litígios que possam afetar terceiros.

“O sigilo não serve como pretexto para ocultar informações do mercado. A ideia é que o investidor tenha acesso a uma série de informações ao longo de um litígio”, diz o advogado e ex-diretor da CVM Gustavo González. Ele coordenou o grupo de trabalho da autarquia sobre a reforma das regras de “private enforcement” (relacionadas a práticas concorrenciais) com a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 2019, que discutiu o problema de sigilo em arbitragens.

A advogada Grasiela Cerbino, sócia-fundadora da Cerbino Advocacia e ex-diretora jurídica da B3, com passagem pela CAM, questiona a confidencialidade: “Isso [sigilo] não é ideal, maior transparência pode trazer mais qualidade para o processo. O sigilo também pode gerar problemas adicionais, especialmente quando existem arbitragens que tratam essencialmente do mesmo objeto, envolvendo a mesma companhia, mas investidores diferentes”, avalia.

Outro argumento a favor da quebra do sigilo é a impugnação de árbitros, que seria facilitada com a publicidade das informações. Na Câmara do Mercado, a escolha dos árbitros ocorre a partir de uma lista da secretaria da CAM para a formação de um tribunal com três membros: cada parte indica um membro, e esses dois apontam o presidente.

Embora não seja prevista em lei, a confidencialidade faz parte dos regulamentos das câmaras de arbitragem, diz Ricardo Aprigliano, que também é árbitro e vice-presidente da Câmara de Arbitragem da Câmara Brasil-Canadá. “Estamos falando de disputas empresariais que têm mil nuances. Se uma empresa está sendo processada por uma certa prática, o concorrente pode se beneficiar das informações dessa disputa. Há uma série de informações confidenciais, sigilo do negócio, que ficariam desprotegidas”, pondera.

Quem vota para reformar o regulamento do Novo Mercado são as próprias companhias listadas no segmento, contabilizadas em 190 até março, segundo a B3. A votação se dá em caráter reservado. Com isso, não é possível saber a posição das empresas sobre os temas discutidos.

“Para mudar o regulamento, você precisa ter a votação das companhias. Isso virou uma armadilha, porque em vez de pensar em regras que sejam boas para o público investidor, muitas vezes as companhias pensam na proteção do seu interesse individual”, afirma um dos interlocutores.

A proposta de encerrar o monopólio da CAM faz parte de um conjunto de revisões no regulamento do Novo Mercado, que passaram por duas fases de consulta pública feitas pela B3 desde 2024. Na primeira, houve 58 contribuições e, na segunda, outras 18, algumas delas vindas dos mesmos participantes sobre tópicos distintos. Associações do mercado como a Abrasca (empresas de capital aberto), Amec (investidores), Ancord (corretoras e distribuidoras), além de escritórios de advocacia e companhias listadas - casos de Vale, Engie e Banco do Brasil - endossaram a proposta de flexibilização das câmaras de arbitragem, com ressalvas sobre como seria o credenciamento desses outros foros.

De início, a B3 propôs que a habilitação fosse feita pela Câmara do Mercado a partir de critérios técnicos a ser definidos. Porém, na minuta da segunda consulta, considerou a manifestação do Comitê Brasileiro de Arbitragem (CBAr) e propôs que os critérios para essa “licença” sejam aprovados pelo conselho de administração da própria bolsa. Outros segmentos de listagem da B3, como o Nível 2, Nível 1, Bovespa Mais, permitem que cada companhia indique a câmara de arbitragem de preferência nos respectivos estatutos sociais.

Procurada, a B3 informou que, além da consulta pública, a CAM fez uma audiência pública em 29 de janeiro para discutir os detalhes da proposta. “Temas impactantes às arbitragens como medidas de urgência, arbitragem expedita, conexão, confidencialidade e intervenção de terceiros, dentre outros, foram amplamente debatidos.”

A B3 afirmou que o mercado de arbitragem está em constante evolução e que a “CAM está aberta e atenta às mudanças e discussões, mantendo amplo diálogo com todos os usuários de seus serviços e com a comunidade jurídica”.

