

UNIALFA – CENTRO UNIVERSITÁRIO ALVES FARIA
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM DIREITO CONSTITUCIONAL
ECONÔMICO
MESTRADO EM DIREITO

José Rodrigues Júnior

**O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais no Âmbito da
Constituição Econômica: Proteção ao Acionista Individual Minoritário**

GOIÂNIA

2025

JOSÉ RODRIGUES JÚNIOR

**O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais no Âmbito da
Constituição Econômica: Proteção ao Acionista Individual Minoritário**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito Constitucional Econômico como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Camargo Cavalcanti

GOIÂNIA/GO

2025

Catálogo na fonte: Biblioteca UNIALFA

R696p

Rodrigues Júnior, José.

O papel do Estado na regulação do mercado de capitais no âmbito da constituição econômica : proteção ao acionista individual minoritário. / José Rodrigues Júnior. – 2025.

162 f.: il. 30cm.

Orientador: Prof. Dr. Rodrigo de Camargo Cavalcanti.

Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito Constitucional Econômico, Centro Universitário Alves Faria (UNIALFA) – Goiânia, 2025.

1. Acionista individual minoritário. 2. Proteção ao investidor. 3. Ordem econômica. 4. CVM. I. Cavalcanti, Rodrigo de Camargo. II. UNIALFA. III. Título.

CDU: 346.5-057.185

Aos 25 dias do mês de agosto de 2025, a partir das 13:00 horas, na sala virtual realizou-se a Banca Examinadora do trabalho abaixo identificado:

O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais no Âmbito da Constituição

Econômica: Proteção ao Acionista Individual Minoritário.

Do(a) aluno(a): José Rodrigues Júnior

A Banca Examinadora foi composta pelos seguintes membros:

Prof.(a) Dr (a) Rodrigo de Camargo Cavalcanti UNIALFA/Orientador

Prof.(a) Dr (a) Thami Covatti Piaia UNIALFA/Membro

Prof.(a) Dr (a) Hudson Bessa

Feita a apresentação oral do Trabalho e tendo sido o(a) aluno(a) arguido(a) pela Banca Examinadora, o (a) Professor(a) Orientador(a) e os Professores Membros da Banca procederam à avaliação do (a) aluno(a) e decidiram:

☒ APROVADO

☐ APROVADO COM RESTRIÇÃO

☐ REPROVADO

NOTA 10

OBSERVAÇÃO:

Por ser verdade, assinam a presente Ata, os membros da Banca Examinadora.

PROFESSOR ORIENTADOR	PROFESSOR MEMBRO	PROFESSOR MEMBRO
NOME	NOME	NOME
Rodrigo de Camargo Cavalcanti	Hudson Bessa	Thami Covatti Piaia
ASSINATURA	ASSINATURA	ASSINATURA
		





Escaneie a imagem para verificar a autenticidade do documento
Hash SHA256 do PDF original 85aca6cfcc965e6da3f988ec0cd0d408f9f49593b66d0a806fa551e3efd5a38d
<https://valida.ae/b929b5ba021242ad25c51481adc3b68d5e18b13c80583a5c2>



Página de assinaturas

Rodrigo C

Rodrigo Cavalcanti
326.952.468-46
Signatário

HISTÓRICO

- | | | |
|-------------------------|---|--|
| 27 ago 2025
20:09:13 |  | Rodrigo de Camargo Cavalcanti criou este documento. (Email: rodrigocavalcanti@gmail.com, CPF: 326.952.468-46) |
| 27 ago 2025
20:09:15 |  | Rodrigo de Camargo Cavalcanti (Email: rodrigocavalcanti@gmail.com, CPF: 326.952.468-46) visualizou este documento por meio do IP 191.181.57.110 localizado em São Paulo - São Paulo - Brazil |
| 27 ago 2025
20:09:17 |  | Rodrigo de Camargo Cavalcanti (Email: rodrigocavalcanti@gmail.com, CPF: 326.952.468-46) assinou este documento por meio do IP 191.181.57.110 localizado em São Paulo - São Paulo - Brazil |



Escaneie a imagem para verificar a autenticidade do documento
Hash SHA256 do PDF original 85aca6cfcc965e6da3f988ec0cd0d408f9f49593b66d0a806fa551e3efd5a38d
<https://valida.ae/b929b5ba021242ad25c51481adc3b68d5e18b13c80583a5c2>



RESUMO

Esta dissertação investiga por que, apesar de um arcabouço normativo aparentemente robusto, a tutela do acionista individual minoritário no mercado de capitais brasileiro permanece insuficiente. Objetivo. Demonstrar que a proteção efetiva desse investidor é imperativo constitucional e depende da articulação coerente de mecanismos preventivos, sancionatórios e compensatórios; reconstruir o fundamento constitucional do dever estatal de proteção; mapear sobreposições e lacunas regulatórias; avaliar a eficácia das atuais “camadas de proteção” e propor melhorias inspiradas em *benchmarks* internacionais, notadamente os institutos de *disgorgement* e *fair funds*. Metodologia. Emprega-se pesquisa jurídico-econômica de cunho bibliográfico-documental e comparado, composta de: (i) análise dogmática da Constituição de 1988, da Lei 6.404/1976, da Lei 6.385/1976 e de resoluções da CVM; (ii) estudo de casos paradigmáticos – o colapso contábil da Americanas S.A. e o *settlement da Weatherford International* perante a SEC – para aferir a distância entre sanção pública e reparação privada (*last-mile problem*); e (iii) análise aplicada da inteligibilidade de documentos de divulgação obrigatória. Capítulo 1 delimita o problema de pesquisa, elenca hipóteses e alinha-o à perspectiva do Direito Constitucional Econômico, demonstrando a vulnerabilidade estrutural, técnica e informacional do pequeno acionista. Capítulo 2 detalha a arquitetura do mercado acionário e evidencia fragmentação e sobreposição de competências. Capítulo 3 conceitua o acionista individual minoritário à luz da tipologia híbrida da CVM (investidor de varejo) e da Lei das S.A.; examina os deveres de transparência, governança e monitoramento que compõem o “tripé regulatório de equilíbrio de poderes”, concluindo que tais camadas não formam barreira suficientemente dissuasória ao abuso de controle. Capítulo 4 aprofunda a análise empírica, comprova a persistência do *last-mile problem* e identifica assimetrias informacionais permanentes, morosidade sancionatória e barreiras processuais. O trabalho incorpora, ainda, exame do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) da B3/BSM — cujo teto de cobertura foi elevado de R\$ 120.000,00 para R\$ 200.000,00 em 2024 — e comparação com o modelo norte-americano (SIPC), destacando diferenças de ativação, cobertura e desenho institucional. Propostas integradas: (a) conferir à CVM poder legal de *disgorgement*; (b) criar *fair funds* com destinação automática aos investidores lesados; (c) inverter o ônus da prova quando constatada hipossuficiência técnica do acionista de varejo; (d) ampliar a legitimidade para *class actions* financiadas por um “Fundo da Última Milha”; e

(e) reforçar educação financeira e exigir sumários em linguagem simples nos documentos obrigatórios, mitigando a assimetria informacional na origem. Conclusão. a ineficácia protetiva decorre de desenho regulatório fragmentado, *déficit* de *enforcement* reparatório e obstáculos processuais. A adoção das medidas propostas aproxima sanção, reparação e prevenção, realiza o mandato constitucional de promoção da livre-iniciativa em ambiente concorrencial justo e fortalece a confiança do investidor, condição para a mobilização de poupança interna e a democratização do capitalismo no Brasil.

Palavras-chave: Direito Constitucional Econômico; Ordem Econômica; Mercado de Capitais; Acionista Individual Minoritário; Proteção ao Investidor.

ABSTRACT

This dissertation investigates why, despite a seemingly robust regulatory framework, the protection of individual minority shareholders in the Brazilian capital market remains insufficient. Objective: To demonstrate that effective protection of these investors is a constitutional imperative and depends on the coherent articulation of preventive, sanctioning, and compensatory mechanisms; to reconstruct the constitutional foundation of the state's duty to protect; to map regulatory overlaps and gaps; to evaluate the effectiveness of current "layers of protection" and to propose improvements inspired by international benchmarks, notably the disgorgement and fair funds institutes. Methodology: This study employs bibliographical, documentary, and comparative legal-economic research, consisting of: (i) a dogmatic analysis of the 1988 Constitution, Laws 6,404/1976, 6,385/1976, and CVM resolutions; (ii) study of paradigmatic cases – the accounting collapse of Americanas S.A. and the settlement of Weatherford International before the SEC – to assess the distance between public sanction and private compensation (last-mile problem); and (iii) applied analysis of the intelligibility of mandatory disclosure documents. Chapter 1 delimits the research problem, lists hypotheses, and aligns it with the perspective of Economic Constitutional Law, demonstrating the structural, technical, and informational vulnerability of small shareholders. Chapter 2 details the architecture of the stock market and highlights fragmentation and overlapping jurisdictions. Chapter 3 conceptualizes the individual minority shareholder in light of the hybrid typology of the CVM (retail investor) and Leidas S.A.; it examines the duties of transparency, governance, and monitoring that comprise the "regulatory tripod of balance of powers," concluding that these layers do not constitute a sufficiently deterrent to the abuse of control. Chapter 4 delves deeper into the empirical analysis, demonstrating the persistence of the last-mile problem, and identifying ongoing information asymmetries, sanctioning delays, and procedural barriers. The work also includes an examination of the B3/BSM Loss Compensation Mechanism (MRP)—whose coverage cap was raised from R\$120,000.00 to R\$200,000.00 in 2024—and a comparison with the North American model (SIPC), highlighting differences in activation, coverage, and institutional design. Integrated proposals: (a) grant the CVM legal power to disgorge funds; (b) create fair funds with automatic allocation to injured investors; (c) reverse the burden of proof when retail shareholders are found to be technically insufficient; (d) expand the standing of class actions

financed by a "Last Mile Fund"; and (e) reinforce financial education and require summaries in plain language in mandatory documents, mitigating informational asymmetry at the source. Conclusion: Protective ineffectiveness stems from fragmented regulatory design, a lack of enforcement, and procedural obstacles. Adopting the proposed measures brings sanctions, reparations, and prevention closer together, fulfills the constitutional mandate of promoting free enterprise in a fair competitive environment, and strengthens investor confidence, a prerequisite for mobilizing domestic savings and democratizing capitalism in Brazil.

Keywords: Economic Constitutional Law; Economic Order; Capital Markets; Minority Individual Shareholder; Investor Protection.

SUMÁRIO

Introdução.....	7
Capítulo 1. PREMISSAS METODOLÓGICAS E RELAÇÃO COM A LINHA DE PESQUISA.....	9
1.1. Conceito e importância do mercado de capitais.....	11
1.2 As Ações no Mercado de Capitais: Natureza Jurídica, Estrutura de Negociação e Dinâmica Econômica na Bolsa de Valores.....	15
1.3. Os riscos do investimento em ações.....	19
1.4. Delimitação do problema, hipóteses e enquadramento constitucional: a vulnerabilidade do pequeno acionista.....	22
Capítulo 2 – A REGULAÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL.....	24
2.1 Fundamentos Constitucionais e Legais da Regulação.....	26
2.2. O papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e sua competência regulatória.....	28
2.3 A atuação da B3 na governança do mercado.....	30
2.4 Conselho Monetário Nacional (CMN) e Banco Central do Brasil (BACEN).....	32
2.5. BSM – Supervisão de Mercados.....	34
2.6. As normas aplicáveis ao mercado de ações no Brasil.....	37
Capítulo 3. Conceituação do Acionista Individual Minoritário e as Camadas de Proteção no Mercado de Ações Brasileiro.....	39
3.1. Delimitação conceitual.....	40
3.1.1. Perfis de investidor previstos na legislação da CVM.....	41
3.1.2. Categorias societárias de acionistas previstas na Lei 6.404/1976.....	42
3.1.3. Confluência dos dois regimes normativos.....	42
3.1.4 Delimitação conceitual: o acionista individual minoritário de varejo.....	43
3.2. Camadas estatais e autorregulatórias de proteção ao investidor-acionista minoritário de varejo.....	44
3.2.1 Deveres de transparência informacional e divulgação contínua (camada 1 – ex ante).....	49
3.2.2 Adequação de produtos (<i>suitability</i>): A Proteção do Cliente no Âmbito do Mercado de Capitais (Camada 1 – ex ante).....	51
3.2.3. Governança corporativa e direitos societários mínimos (Camada 2 - ex ante).....	54
3.2.4 Monitoramento de mercado e supervisão ativa (Camada 3 – ex concomitante).....	57
3.2.5 Processo Administrativo Sancionador (PAS) (Camada 4 - ex post).....	59
3.2.6 Sanções penais (Camada 4 – ex post).....	61
3.2.7 Reparação civil coletiva e individual (Camada 4 – ex post).....	64
3.2.8. O caso Americanas e sua relevância para a reparação civil.....	69
3.2.9. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) (Camada 4 – ex post).....	72
Capítulo 4. Análise crítica e propostas de aperfeiçoamento.....	76
4.1. Limitações do modelo regulatório vigente.....	78
4.1.1 Assimetria informacional permanente.....	81
4.1.2 Morosidade sancionatória e leniência punitiva.....	86
4.2 A “última milha” da proteção do investidor: reparação civil ineficaz.....	96
4.3 Contribuições da dissertação e agenda de aprofundamento.....	105
CONCLUSÕES.....	111
Anexos.....	114
Comunicado ao Mercado Vale – processamento acima de 35 Mtpa.....	114

Informativo de Fato Relevante 02-07-25.....	115
Relatório Trimestral Vale 1T25.....	116
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	152

Introdução

Escândalos societários recentes – a exemplo da fraude contábil revelada na Americanas S.A. em 2023, que destruiu valor de mercado e deixou milhares de pequenos acionistas sem reparação – exibem, com crueza, a vulnerabilidade estrutural, técnica e informacional do investidor-acionista de varejo no Brasil. O distanciamento entre a punição pública e a efetiva reparação privada, identificado na literatura norte-americana como *last mile problem* (problema da última milha), revela-se aqui com especial intensidade, pois as multas aplicadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) são vertidas ao erário, sem retorno automático às vítimas¹.

No plano jurídico-constitucional, contudo, tal investidor não se encontra desamparado: os arts. 170 e 174 da Constituição da República de 1988 (CR/88) incumbem ao Estado o papel de agente normativo e regulador da atividade econômica, impondo-lhe a promoção de ambiente concorrencial leal e a proteção da confiança legítima. A doutrina de André Ramos Tavares enfatiza que a liberdade econômica, longe de significar abstencionismo estatal, exige atuação direcionada à eliminação de falhas de mercado que ameacem a justiça social e a segurança jurídica². Em complemento, Eros Roberto Grau esclarece que a ordem econômica constitucional somente se concretiza quando o mercado opera sob premissas de eficiência e equidade, salvaguardadas pela intervenção pública proporcional³.

É precisamente nesse entrelaçamento entre livre-iniciativa e dever estatal de proteção que se situa o objeto desta pesquisa: analisar a tutela jurídico-constitucional do investidor individual minoritário no mercado de capitais brasileiro, à luz do Direito Constitucional Econômico. A partir das diretrizes metodológicas sugeridas por Marcelo Lamy – segundo as quais a introdução deve (i) despertar o interesse, (ii) delimitar o problema, (iii) explicitar hipótese, objetivos e relevância, e (iv) apresentar o percurso da investigação⁴ – reconstroem-se, a seguir, os elementos essenciais do estudo.

1 AMERICANAS S.A. Fato Relevante de 11 jan. 2023. Disponível em: <https://ri.americanas.io>. Acesso em: 12 jun. 2025.

2 TAVARES, André Ramos. Curso de direito constitucional econômico. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2022, p. 312-313.

3 GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 16. ed. São Paulo: Malheiros, 2023, p. 57-59.

4 LAMY, Marcelo. Metodologia da pesquisa jurídica: técnicas de investigação, argumentação e redação. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, cap. 3, itens 3.2-3.3.

Delimitação do tema e problema da pesquisa. Este estudo se concentra no mercado de ações brasileiro (B3), examinando a tutela jurídico-constitucional do acionista individual minoritário de varejo. Excluem-se, portanto, outros segmentos do mercado de capitais (p.ex., fundos e renda fixa) salvo quando necessários para a compreensão do problema. **O problema central é:** por que o arranjo normativo-institucional brasileiro, a despeito de sua robustez formal, falha em assegurar proteção material efetiva ao investidor-acionista individual minoritário?

Hipótese central. A insuficiência protetiva decorre de (a) desenho regulatório fragmentado, (b) déficit de *enforcement* reparatório – *last mile problem* –, e (c) barreiras processuais que impedem o pequeno investidor de converter sanções públicas em ressarcimento patrimonial.

Objetivo geral e específicos. O objetivo é demonstrar que a tutela efetiva do investidor-acionista minoritário é imperativo da ordem econômica constitucional e depende da articulação coerente de mecanismos preventivos, sancionatórios e compensatórios. Especificamente: (i) reconstruir o fundamento constitucional do dever estatal de proteção; (ii) mapear a arquitetura regulatória do mercado de ações, identificando sobreposições e lacunas; (iii) avaliar a eficácia das camadas de proteção (transparência, governança, supervisão, sanção e reparação); e (iv) propor aprimoramentos inspirados em *benchmarks* internacionais, notadamente *disgorgement* e *fair funds*.

Metodologia. A pesquisa é jurídico-econômica, de cunho bibliográfico-documental e comparado, combinando: (i) análise dogmática da CR/88, da Lei 6.404/1976, da Lei 6.385/1976 e das Resoluções CVM; (ii) estudo de casos paradigmáticos no Brasil (Americanas S.A.) e nos EUA (*Weatherford International*), para aferir a distância entre sanção e reparação; e (iii) revisão crítica de relatórios e dados da CVM, B3 e SEC.

Estrutura do trabalho.

Capítulo 1 – Premissas metodológicas e enquadramento constitucional.

Capítulo 2 – Descreve a arquitetura regulatória (Lei 6.404, Lei 6.385, Resoluções CVM — v.g., 44/2021 e 80/2022 —, autorregulação da B3 e padrões IFRS/IOSCO), destacando zonas de sobreposição que geram “vazios de *accountability*”.

Capítulo 3 – Conceituação do acionista individual minoritário e organiza as camadas de proteção.

Capítulo 4 – Aprofunda a análise crítica e apresenta propostas integradas, incluindo (i) poder legal de *disgorgement* e (ii) criação de *fair funds* com destinação automática aos investidores;

(iii) inversão do ônus da prova em hipóteses de hipossuficiência técnica; (iv) ampliação de legitimidade para *class actions*; (v) Fundo da Última Milha financiado por multas administrativas, inclusive com mecanismos de *cost-sharing* para reduzir barreiras de acesso ao Judiciário e à arbitragem; e , (vi) Sugestões para ampliação da agenda de pesquisa com o escopo de apontar possíveis temas a serem desenvolvidos em continuação aos objetivos desse trabalho.

Conclusão – Síntese dos achados e recomendações.

Relevância. Ao sustentar que proteger o pequeno acionista não é política setorial, mas condição da livre-iniciativa e da democratização do capital — portanto, do próprio projeto constitucional de desenvolvimento —, o trabalho alinha teoria e prática regulatória. Mostra, com base no contraste CVM/SEC, que vincular sanção e reparação (*disgorgement* + *fair funds*) encurta a “última milha” e fortalece a confiança no mercado brasileiro.

Capítulo 1. PREMISSAS METODOLÓGICAS E RELAÇÃO COM A LINHA DE PESQUISA

O Direito Econômico Constitucional, concebido no Brasil a partir do art. 174 da Constituição da República de 1988 (CR/88), estabelece o Estado como agente normativo e regulador da atividade econômica, incumbindo-lhe funções de fiscalização, incentivo e planejamento. A proteção jurídica do investidor – notadamente do acionista minoritário de varejo – insere-se nesse mandato como requisito de ordem pública econômica, pois converge segurança jurídica, alocação eficiente de recursos e realização do princípio da livre iniciativa (art. 170⁵, *caput*).

A presente dissertação, focada na tutela do investidor individual minoritário no mercado de ações, parte da constatação de que esse tipo de investidor apresenta vulnerabilidade estrutural, técnica e informacional diante dos demais *players* do sistema financeiro, sobretudo no âmbito do mercado de valores mobiliários.

A lacuna normativa existente entre o modelo formal de proteção e sua eficácia prática denuncia a necessidade de reafirmar, em chave constitucional, a legitimidade e a obrigatoriedade da intervenção estatal.

O texto constitucional erige a livre iniciativa a fundamento da ordem econômica, ao lado do valor do trabalho humano. Longe de ser cláusula de “não intervenção”, o dispositivo projeta

5 BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil (1988), art. 170, *caput* e incisos.

um ideal de mercado competitivo funcional, dependente de regras estáveis que minimizem custos de transação e estimulem a participação de capitais dispersos.⁶ A confiança do pequeno investidor de que haverá tutela contra fraudes, informações assimétricas ou abuso de poder econômico é condição para: mobilização da poupança interna – essencial para o financiamento de longo prazo do setor produtivo; democratização do capitalismo – redução de barreiras de entrada e pulverização acionária; competitividade sistêmica – empresas sujeitas à disciplina de mercado tendem a adotar boas práticas de governança.

Sem essas salvaguardas, a livre iniciativa degenera em terreno propício à captura do mercado por agentes dominantes, em afronta direta ao art. 173, §4º, CR/88 (repressão ao abuso do poder econômico).

A literatura de Direito Constitucional Econômico identifica na segurança jurídica e na proteção da confiança legítima dois vetores indispensáveis à efetividade da ordem econômica.⁷ Em mercados de capitais, tais vetores manifestam-se concretamente: *ex ante* – previsibilidade das regras de *disclosure*, fiscalização e sanções; *durante* – estabilidade dos direitos acionários (voto, dividendos, *tag-along*) e acesso tempestivo a informações relevantes; *ex post* – mecanismos céleres e eficazes de reparação (PAS/CVM- Processo Administrativo Sancionador da Comissão de Valores Mobiliários, MRP – Manifestação de Recursos da Parte, ação civil pública).

A confiança constitui o ativo mais precioso e intangível do mercado. Sem ela, o prêmio de risco exigido pelos poupadores eleva-se, encarecendo o capital e inibindo projetos produtivos de longo prazo – fenômeno que compromete, em última análise, o próprio desenvolvimento nacional equilibrado (art. 3º, II e III, CR/88).

O art. 170, VII e VIII, da Constituição vincula a ordem econômica aos objetivos de redução das desigualdades regionais e sociais e de busca do pleno emprego. A literatura de Análise Econômica do Direito demonstra que a ampliação do mercado de capitais: internaliza poupança ociosa – canalizando recursos de agentes superavitários para setores produtivos; favorece a inovação – empresas com acesso a *equity* estão menos expostas a crises de liquidez bancária; dilui riscos – amplia o número de cotistas aptos a compartilhar ganhos e perdas; desconcentra renda – ao permitir a participação de investidores de menor porte no resultado das sociedades anônimas.

Todavia, tais externalidades positivas dependem da credibilidade das instituições regulatórias e da efetividade das normas de proteção já mapeadas nos capítulos seguintes. A

6 GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 16. ed. São Paulo: Malheiros, 2017, p. 57-59.

7 BONAVIDES, Paulo. Curso de direito constitucional econômico. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2022, p. 213-219.

ausência de *enforcement*⁸ célere fragiliza o círculo virtuoso entre poupança, investimento e crescimento, gerando subdesenvolvimento de mercado (*underdevelopment market failure*⁹ – tradução livre: falha de mercado por subdesenvolvimento.).

A fundamentação constitucional aqui estabelecida cumpre dupla função: legítima – do ponto de vista jurídico-constitucional, a intervenção estatal forte e tecnicamente qualificada; explica – do ponto de vista econômico, por que a proteção do investidor não é mero benefício individual, mas condição de eficiência sistêmica e de justiça distributiva.

Os capítulos subsequentes, dedicados à regulação infraconstitucional (CVM, B3/BSM, CMN/Bacen) e à análise crítica do *enforcement*, partem desta moldura: proteger o investidor é concretizar o projeto constitucional de ordem econômica democrática, baseada na livre iniciativa responsável e no desenvolvimento harmônico.

1.1. Conceito e importância do mercado de capitais

O mercado de capitais constitui, indubitavelmente, um dos pilares fundamentais do sistema financeiro contemporâneo, sendo responsável por viabilizar a intermediação de recursos entre os chamados agentes superavitários — aqueles detentores de excedentes financeiros — e os agentes deficitários — que necessitam de capital para a viabilização de suas atividades econômicas e projetos de investimento. Essa intermediação se materializa por meio da emissão, distribuição e negociação de uma gama diversificada de instrumentos financeiros, notadamente os valores mobiliários, tais como ações, debêntures, cotas de fundos de investimento, bônus de subscrição, certificados de recebíveis, entre outros.

Essa arquitetura financeira confere às empresas acesso direto ao mercado investidor, promovendo a captação de recursos de médio e longo prazos, essenciais à inovação tecnológica, à expansão da produção, à diversificação de produtos e ao aumento da competitividade no cenário global.

Entretanto, a relevância do mercado de capitais ultrapassa a função instrumental de mera captação de recursos. Trata-se, na verdade, de um mecanismo institucional essencial para a

8 Significado no contexto: refere-se à efetividade e agilidade com que as normas legais e regulatórias são fiscalizadas e aplicadas pelas autoridades competentes, como CVM, Banco Central, ou Poder Judiciário.

9 Significado no contexto: descreve uma falha estrutural em que o mercado de capitais permanece incipiente ou disfuncional, não por ausência de demanda ou oferta, mas por fatores institucionais, como: (i) baixa confiança dos investidores; (ii) ineficácia regulatória; (iii) assimetria de informações; e, (iv) ausência de cultura de investimento.

alocação eficiente do capital na economia, viabilizando que as poupanças privadas sejam canalizadas para setores produtivos, com impacto direto na geração de empregos, no aumento da produtividade e na sustentabilidade do crescimento econômico.

O mercado de capitais exerce papel essencial no financiamento das atividades produtivas, contribuindo para o crescimento econômico e permitindo a participação de investidores com diferentes perfis no processo de desenvolvimento empresarial. Esse caráter democratizante se evidencia na possibilidade de que tanto investidores sofisticados quanto pequenos poupadores atuem ativamente nesse ambiente, por meio da aquisição de valores mobiliários, tornando-se, em maior ou menor medida, coproprietários de empresas e partícipes de seus resultados.

Para fins conceituais, adota-se a definição de Pinheiro¹⁰:

O mercado de capitais pode ser definido como um conjunto de instituições e de instrumentos que negociam com títulos e valores mobiliários, objetivando a canalização dos recursos dos agentes compradores para os agentes vendedores. Ou seja, o mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas. (PINHEIRO, 2024, p. 157)

Outro aspecto que merece destaque é o papel do mercado de capitais como mecanismo de formação e transmissão de informações econômicas. A variação dos preços dos ativos negociados — ações, debêntures, fundos imobiliários, entre outros — reflete, de forma contínua, as expectativas dos agentes econômicos, os fundamentos das empresas emissoras e as condições macroeconômicas. Assim, o mercado atua como um termômetro da economia, oferecendo sinais valiosos para gestores, investidores, formuladores de política pública e para a sociedade em geral. A eficiência informacional do mercado é, portanto, uma condição essencial para a racionalidade na alocação de recursos e para a tomada de decisões com base em evidências e previsibilidade.

Sob a perspectiva jurídica, o mercado de capitais se apresenta como um ambiente fortemente regulado, em razão da relevância pública dos interesses que nele se concentram. A captação de recursos junto ao público investidor implica, necessariamente, a imposição de critérios rígidos de transparência, veracidade das informações disponibilizadas ao mercado, responsabilidade dos administradores e respeito aos princípios da boa-fé objetiva e da lealdade contratual. Tais exigências se justificam pela potencialidade de que condutas abusivas, omissões informacionais ou fraudes possam causar impactos sistêmicos que ultrapassam as partes diretamente envolvidas, atingindo a economia popular, a estabilidade do sistema financeiro e a confiança institucional, cuja erosão comprometeria o próprio Estado de Direito econômico.

10 Pinheiro, Juliano Lima. Mercado de capitais / Juliano Lima Pinheiro. – 9. ed. [3ª Reimp.] - São Paulo: Atlas, 2024, p. 157.

A Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, atenta à relevância desse setor, estabeleceu no *caput* do artigo 192 que o sistema financeiro nacional deve ser regulado por meio de lei complementar. Entretanto, a prática legislativa nacional preservou a base normativa anterior à promulgação da Constituição, especialmente as Leis nº 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e nº 6.404/1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações. Ambas foram recepcionadas pela nova ordem constitucional e continuam a constituir o alicerce jurídico do mercado de capitais brasileiro.

Ademais, nos últimos anos, o avanço das tecnologias digitais e a crescente internacionalização dos fluxos de capital impuseram adaptações normativas relevantes. Exemplo disso é a Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, que sistematizou e atualizou o regime de ofertas públicas de valores mobiliários, substituindo um conjunto fragmentado de instruções anteriores, com o objetivo de conferir maior segurança jurídica, agilidade procedimental e alinhamento com as melhores práticas internacionais.

Conforme observa Pinheiro¹¹:

O sistema de regulação do mercado de capitais brasileiro é formado por quatro principais organismos: o Conselho Monetário Nacional, a Comissão Técnica da Moeda e do Crédito, o Banco Central do Brasil e a Comissão de Valores Mobiliários. Cada um desempenha uma ou mais funções de normatização, regulamentação, fiscalização e assessoria relativa às atividades do sistema distribuidor de títulos e valores mobiliários. Exercem igualmente papel relevante as entidades autorreguladoras, como é o caso da BM&FBovespa Supervisão de Mercados (BSM). (PINHEIRO, 2024, p. 182)

Dentre esses organismos, destaca-se a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, à qual é atribuída competência legal para normatizar, fiscalizar, supervisionar e desenvolver o mercado de valores mobiliários no país. A missão institucional da CVM consiste em assegurar o funcionamento regular, eficiente e íntegro desse mercado, proteger os investidores contra práticas abusivas e fomentar tanto a formação de poupança quanto sua adequada alocação. A atuação firme e contínua da CVM revela-se indispensável para a preservação da confiança dos agentes econômicos — elemento central para a vitalidade do sistema —, bem como para a mitigação de riscos capazes de comprometer a estabilidade e a segurança do ambiente econômico-financeiro nacional.

A experiência histórica oferece lições valiosas quanto à necessidade da regulação eficiente do mercado de capitais. A crise de 1929, marcada pela quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque, evidenciou os perigos de um ambiente desprovido de transparência, controles institucionais

11 Pinheiro, Juliano Lima. Mercado de capitais / Juliano Lima Pinheiro. – 9. ed. [3ª Reimp.] - São Paulo: Atlas, 2024, p. 182.

e normas protetivas ao investidor. Como resposta àquela tragédia econômica, os Estados Unidos instituíram, em 1934, a Comissão de Valores Mobiliários dos Estados Unidos (Securities and Exchange Commission – SEC), a qual se tornou um marco internacional na regulação do mercado de valores mobiliários. Mais recentemente, a crise financeira global de 2008, detonada pela falência do Lehman Brothers e pelo colapso do mercado hipotecário norte-americano, reiterou a necessidade de uma regulação macroprudencial efetiva, apta a evitar excessos especulativos, assimetrias informacionais e comportamentos de risco sistêmico por parte das instituições financeiras.

Em conclusão, pode-se afirmar que o mercado de capitais representa uma engrenagem estratégica para o financiamento do desenvolvimento econômico e social. Entretanto, para que sua função seja plenamente exercida, é imprescindível que opere em um ambiente jurídico estável, sob normas claras, fiscalizações efetivas e mecanismos institucionais que promovam a equidade, a transparência e a confiança.

A confiança, nesse contexto, configura-se como o ativo mais precioso e intangível, cuja preservação depende diretamente da presença ativa do Estado como regulador e fiscalizador. A construção de um mercado de capitais sólido, inclusivo, acessível e eticamente orientado é, assim, não apenas desejável, mas uma condição *sine qua non* para a prosperidade econômica das nações neste século XXI.

Dentre os diversos instrumentos financeiros que integram a dinâmica do mercado de capitais, as ações ocupam posição central, não apenas pela relevância que assumem no financiamento das sociedades empresárias, mas também pela complexidade jurídica, econômica e operacional que envolvem. A compreensão de suas características, direitos associados, formas de negociação e mecanismos regulatórios aplicáveis é essencial para o entendimento do funcionamento do mercado acionário brasileiro. Cumpre ressaltar que, embora o mercado de capitais compreenda uma variedade de produtos — como debêntures, fundos de investimento, certificados de recebíveis, entre outros —, para fins do presente trabalho, a análise se concentrará exclusivamente nas ações, em estrita fidelidade ao tema proposto. Assim, passa-se à análise do produto “ações” e de sua operacionalização no ambiente da Bolsa de Valores, com ênfase nos aspectos estruturais, normativos e econômicos que o permeiam.

1.2 As Ações no Mercado de Capitais: Natureza Jurídica, Estrutura de Negociação e Dinâmica Econômica na Bolsa de Valores

Conforme dispõem as Leis nº 6.385/1976 e nº 10.303/2001, consideram-se valores mobiliários os investimentos realizados em dinheiro ou em bens passíveis de avaliação monetária, efetuados pelo investidor no contexto de uma captação pública de recursos, com o objetivo de fornecer capital de risco a determinado empreendimento. Caracteriza-se, ainda, pela ausência de participação direta do investidor na gestão do negócio, do qual, contudo, se espera a obtenção de ganho ou benefício futuro. (Brasil, 1976 e 2001).

Nesse contexto Rocha¹², brevemente, define valores mobiliários e ações:

Os valores mobiliários são todo investimento realizado em função de uma captação pública de recursos, para fornecer capital de risco a um empreendimento, no qual o investidor não tem a gestão do negócio, mas espera obter ganho futuro. Ações: títulos patrimoniais sem vencimento, que conferem ao seu titular os direitos e deveres de um sócio, proporcionalmente à quantidade de ações possuídas. (ROCHA, 2023, p. 32)

Pinheiro¹³ enumera as principais características das ações, sob ótica do investidor e da empresa, vejamos:

As principais características das ações:

Para o investidor: (i) o retorno não é previamente definido, mas potencialmente alto; (ii) não há obrigatoriedade do retorno do capital e/ou pagamento de dividendos; (iii) o investidor torna-se acionista da empresa.

Para a instituição emissora: (i) é um título patrimonial; (ii) não representa uma obrigação perante terceiros. (PINHEIRO, 2024, p. 194)

Basicamente as ações constituem os títulos de renda variável mais amplamente reconhecidos, representando uma fração do capital social da empresa emissora. Ao adquiri-las, o investidor assume a posição de sócio da companhia, passando a deter direitos relativos à distribuição de lucros e à participação nas deliberações sociais, na proporção da quantidade de ações sob sua titularidade.

De modo geral, o acionista possui uma única obrigação principal: uma vez tendo subscrito ações em decorrência de um aumento de capital — comprovado por meio do boletim de subscrição —, deve integralizar a respectiva quantia, ou seja, efetuar o pagamento do valor correspondente às ações subscritas, conforme as condições estipuladas. Cumprida essa obrigação,

12 ROCHA, Ricardo Humberto. Mercado de capitais e bolsa de valores / Ricardo Humberto Rocha, Walter Cestari, Marcos Piellusch. - 1. ed. - Santana de Parnaíba [SP] : Manole, 2023, p. 32.

13 PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais / Juliano Lima Pinheiro. - 9. ed. [3ª Reimp.] - São Paulo: Atlas, 2024, p. 194.

passa a fazer jus a uma gama de direitos, conforme enumera Pinheiro, que envolvem desde a participação nos lucros até o exercício de voto nas deliberações sociais, entre outros previstos na legislação e no estatuto da companhia.

De forma resumida, transcrevo os direitos dos acionistas enumerados por Pinheiro¹⁴:

1. **Direito à participação nos lucros:** consiste na distribuição de parte do lucro líquido da companhia aos acionistas, na forma de dividendos, após compensação de prejuízos e pagamento de impostos.
2. **Direito a informações:** garante ao acionista acesso a demonstrações financeiras, balanços e fatos relevantes que permitam avaliar a real situação da companhia.
3. **Direito de preferência na subscrição de ações:** assegura ao acionista a prioridade para adquirir novas ações emitidas pela companhia, proporcionalmente à sua participação.
4. **Direito de retirada (recesso):** permite ao acionista dissidente de certas deliberações retirar-se da sociedade, com reembolso do valor das ações, nas hipóteses previstas em lei.
5. **Direito a voto:** atribuído principalmente aos acionistas ordinários, permite participar e decidir nas assembleias gerais, influenciando os rumos da empresa.
6. **Direito de requerer a convocação de assembleia:** acionistas que detenham ao menos 5% do capital podem solicitar convocação de assembleia geral em situações específicas.
7. **Direito de requerer o adiamento da assembleia:** os acionistas podem requerer o adiamento da deliberação de matérias específicas para análise mais aprofundada.
8. **Direito ao tag along:** garante aos acionistas minoritários com ações ordinárias o direito de vender suas ações ao novo controlador, nas mesmas condições da alienação do controle.
9. **Direito de transmissão:** possibilita ao acionista transferir suas ações a terceiros, sendo que, em companhias abertas, isso ocorre com facilidade por meio do mercado de capitais. (PINHEIRO, 2024, p. 195-205)

As ações, quanto à sua espécie, classificam-se em dois tipos principais: ações ordinárias (ON) e ações preferenciais (PN). As primeiras conferem ao acionista, entre outros direitos, o direito de voto nas deliberações da assembleia geral, enquanto as segundas oferecem vantagens econômicas, como prioridade na distribuição de dividendos, mas, em regra, não asseguram direito de voto. A nomenclatura e as siglas atribuídas a cada uma dessas espécies são justificadas pela doutrina especializada:

“As ações, tanto ordinárias como preferencias, são do tipo nominativas, ou seja, devem necessariamente pertencer a uma pessoa natural ou jurídica, que constará do livro de acionistas da empresa. Em 1990, foram extintas as ações do tipo ao portador, restando apenas as ações nominativas. Dessa forma, as ações preferenciais e ordinárias são codificadas com as siglas ON e PN, que representam respectivamente as ações Ordinárias Nominativas e ações Preferenciais Nominativas.” (ROCHA¹⁵, 2023, p. 36)

14 PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais / Juliano Lima Pinheiro. – 9. ed. [3ª Reimp.] - São Paulo: Atlas, 2024, P. 195-205.

15 ROCHA, Ricardo Humberto. Mercado de capitais e bolsa de valores / Ricardo Humberto Rocha, Walter Cestari, Marcos Piellusch. - 1. ed. - Santana de Parnaíba [SP] : Manole, 2023, p. 36.

A influência do acionista ordinário nas decisões da empresa está diretamente relacionada à quantidade de ações ordinárias que ele detém, uma vez que, em regra, cada ação corresponde a um voto nas assembleias. Dessa forma, quem detiver a maioria das ações ordinárias com direito a voto, seja individualmente ou por meio de um grupo articulado, exerce o controle efetivo da companhia. Esse tema será aprofundado mais adiante, porém, já é possível concluir que o verdadeiro poder de decisão sobre os rumos da empresa pertence àquele que concentra a maioria das ações ordinárias, pois é ele quem, na prática, determina a direção estratégica e administrativa da sociedade.

Cumpre-nos lembrar que as ações das sociedades anônimas objeto do presente estudo são aquelas negociadas em Bolsa de Valores. Nessa etapa, as ações são disponibilizadas ao público em geral por meio de ofertas públicas, classificadas em dois tipos: primária e secundária. Com isso, essas ações passam a circular no mercado, ou seja, tornam-se acessíveis aos investidores. Para melhor compreensão da dinâmica desses modos de circulação, vale transcrever o raciocínio de Rocha¹⁶ sobre o tema:

A oferta primária consiste no lançamento e venda de novas ações, elevando o capital da empresa e a quantidade total de ações. Nesse caso, a totalidade dos recursos flui diretamente para a empresa. Na oferta secundária, as ações negociadas são vendidas por acionistas controladores ou que possuem uma participação significativa no capital da empresa, passando nesse momento a ter uma menor participação ou até mesmo deixando a sociedade. Na oferta secundária, os recursos fluem dos investidores novos para os antigos acionistas. (ROCHA, 2023, p. 29).

É bastante comum que as ofertas públicas combinem elementos da oferta primária com os da oferta secundária, resultando na chamada oferta mista, na qual uma parte dos recursos obtidos é destinada à empresa emissora, enquanto a outra parte é direcionada aos acionistas vendedores.

No que diz respeito ao momento em que ocorre a oferta de ações ao mercado, é possível classificá-la em duas categorias distintas: a Oferta Pública Inicial, conhecida pela sigla em inglês Initial Public Offering (IPO), e as ofertas públicas subsequentes, denominadas, em terminologia estrangeira, Follow on. A Oferta Pública Inicial (IPO) caracteriza-se por ser a primeira vez em que uma companhia abre seu capital, tornando acessíveis ao público em geral as suas ações, por meio da negociação em bolsa de valores. Trata-se, portanto, da entrada formal da empresa no mercado de capitais, com vistas à captação de recursos, ao aumento de sua visibilidade e à ampliação de sua base de acionistas.

16 ROCHA, Ricardo Humberto. Mercado de capitais e bolsa de valores / Ricardo Humberto Rocha, Walter Cestari, Marcos Piellusch. - 1. ed. - Santana de Parnaíba [SP] : Manole, 2023, p. 29.

Conforme os pensamentos de Securato¹⁷ (2005, p. 79) a Oferta Pública Inicial (*Initial Public Offering* – IPO) é a operação em que uma companhia, por meio de instituição financeira coordenadora (*underwriter*), coloca pela primeira vez suas ações no mercado primário, alienando parcela de seu capital social a investidores com o propósito de captar recursos permanentes, ampliar sua base acionária e admitir esses títulos à negociação em bolsa ou mercado de balcão organizado.

Por outro lado, as ofertas públicas subsequentes, chamadas *Follow on* — expressão que pode ser traduzida como "oferta complementar" ou "oferta subsequente" — referem-se às novas emissões de ações promovidas por empresas que já possuem ações em circulação no mercado. Tais ofertas podem ter por objetivo a captação adicional de recursos, a reorganização societária, ou mesmo permitir a alienação de ações por parte de acionistas relevantes.

Loughran e Ritter¹⁸ (1995, p. 23) definem *Follow-on* — também chamado de *Seasoned Equity Offering* (SEO) ou, em português, oferta pública subsequente de ações — é a operação pela qual uma companhia já registrada como aberta coloca novamente suas ações no mercado primário após o IPO, podendo fazê-lo (i) por oferta primária, com emissão de novos papéis e ingresso de recursos no caixa da sociedade, e/ou (ii) por oferta secundária, quando acionistas atuais alienam parte de sua participação, transferindo apenas a titularidade dos títulos.

Assim, enquanto a IPO representa o ingresso inicial da companhia no mercado acionário, o *Follow on* constitui um movimento posterior de continuidade na estratégia de captação de capital por meio da emissão ou negociação de ações já existentes.

A negociação das ações se dá no mercado secundário, tendo como principal infraestrutura a B3. A negociação ocorre por sistemas eletrônicos (*home broker* e plataformas institucionais) e os investidores acessam esse ambiente por meio de corretoras e distribuidoras. Após o casamento das ordens, a liquidação se dá em D+2, com a compensação financeira e a transferência da titularidade, administradas pela Câmara de Liquidação e Custódia da B3.¹⁹

17 SECURATO, José Roberto (coord.). Mercado financeiro e análise de investimento. São Paulo: Saint Paul, 2005, p. 79.

18 LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay R. The new issues puzzle. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 1, 1995, p. 23. — Seasoned Equity Offering (SEO) significa, na literatura norte-americana, a venda pública de ações adicionais por empresa já listada, equivalente ao “follow-on” brasileiro.

19 Conforme descrito pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) na 5ª edição da obra *Top – Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*, o processo de negociação na bolsa de valores compreende três fases — pré-negociação, negociação e pós-negociação — sendo esta última responsável pela compensação, liquidação financeira e custódia dos ativos. A liquidação ocorre, em regra, em D+2, ou seja, dois dias úteis após a realização do negócio, procedimento operacionalizado pela B3 por meio de suas câmaras especializadas. As corretoras e distribuidoras atuam como intermediárias autorizadas para envio de ordens ao sistema da bolsa, já que o investidor pessoa física não opera diretamente no ambiente da B3 (CVM, 2024, p. 270-271).

A B3 também impõe requisitos de listagem e regras de conduta, incluindo mecanismos como o *circuit breaker* e os leilões de volatilidade. Os segmentos de listagem da B3, como o Novo Mercado, exigem práticas reforçadas de governança corporativa, como a emissão exclusiva de ações ordinárias e o direito de *tag along* de 100%, que protege o acionista minoritário em caso de alienação do controle (CVM, 2024, p. 275-279). Tais mecanismos são complementares à legislação e buscam conferir maior previsibilidade, confiança e proteção ao ambiente de investimento.

Ademais, o mercado secundário confere liquidez às ações, viabilizando a existência do mercado primário. A possibilidade de revenda dos papéis em ambiente organizado estimula o ingresso de investidores nas ofertas públicas iniciais (IPOs), fomentando a capitalização das companhias. Além disso, a formação pública de preços das ações no mercado secundário serve como referência para decisões empresariais e regulatórias, tendo, portanto, função informacional essencial.

Compreendida a estrutura funcional, normativa e econômica que envolve a emissão e negociação das ações no ambiente da Bolsa de Valores, é possível avançar na análise de um dos aspectos mais sensíveis do investimento em renda variável: a exposição a riscos e os mecanismos legais destinados à proteção do acionista, especialmente aquele em posição minoritária. A existência desses riscos, inerentes à própria lógica do mercado de capitais, justifica e fundamenta a intervenção estatal como meio de assegurar equilíbrio, transparência e confiança no sistema. É o que se examina a seguir.

1.3. Os riscos do investimento em ações

Antes de tratar especificamente do risco associado aos investimentos em ações, é necessário compreender o conceito de risco no contexto do mercado de investimentos. Segundo Groppelli e Nikbakht (apud Selan, 2014, p. 49) risco “é o grau de incerteza de um investimento”. Na definição Gitman (apud Selan, 2014, p. 49) “risco é a possibilidade de perda financeira”.

Nesse sentido, os ativos considerados mais arriscados são aqueles que apresentam maior probabilidade de ocasionar perdas financeiras. De forma mais técnica, o termo 'risco' é frequentemente utilizado como sinônimo de incerteza, estando associado à volatilidade dos retornos esperados de um determinado ativo.

Investir em ações representa, simultaneamente, uma oportunidade de participação nos lucros empresariais e uma exposição direta a riscos de múltiplas naturezas. Em um ambiente de

livre mercado, os riscos não apenas são inerentes à lógica da renda variável, como também constituem elemento estruturante da racionalidade econômica que rege os mercados de capitais. A complexidade dessas operações, somada às assimetrias estruturais entre investidores e emissores, justifica a intervenção regulatória do Estado para garantir a integridade do sistema e a proteção do investidor, sobretudo do acionista minoritário.

Investir no mercado de ações implica assumir uma série de riscos que devem ser devidamente compreendidos e gerenciados pelos investidores. Todos os riscos a seguir foram extraídos da obra de Beatriz Selan²⁰ (Mercado Financeiro, 2014, p. 51-56), que apresenta uma classificação abrangente e didática sobre os principais riscos financeiros enfrentados no ambiente de mercado.

- **O risco de mercado** representa a possibilidade de perdas decorrentes da oscilação dos preços dos ativos financeiros em função de fatores econômicos, políticos e psicológicos.
- **O risco de crédito** refere-se à eventual inadimplência da contraparte em relação a pagamentos de obrigações assumidas, afetando especialmente os ativos de empresas com baixa solidez financeira.
- **O risco de liquidez** diz respeito à dificuldade de negociar um ativo no mercado sem que haja significativa perda de valor, especialmente em momentos de baixa demanda.
- **O risco operacional** resulta de falhas em sistemas, pessoas ou processos, bem como de eventos externos, comprometendo a eficiência e a segurança das operações.
- **O risco legal ou regulatório** está ligado a alterações nas leis, regulamentos ou normas que possam impactar negativamente os ativos ou os direitos dos investidores.
- **O risco sistêmico** ocorre quando há uma crise generalizada no sistema financeiro, com efeitos dominó sobre todas as instituições e ativos, independentemente de sua natureza.
- **O risco específico (ou não sistemático)** é aquele diretamente relacionado a fatores internos de uma empresa, como má gestão, fraudes ou queda na performance operacional.
- **Risco de taxa de juros**, É a possibilidade de que as variações das taxas de juros afetem negativamente o valor de um investimento. A maioria dos investimentos perde valor quando a taxa de juros sobe e ganha valor quando ela cai.
- **Risco financeiro**, relacionado ao nível de endividamento das empresas e sua capacidade de manter a saúde financeira em períodos adversos;

20 SELAN, Beatriz. Mercado financeiro / Beatriz Selan. Rio de Janeiro : SESES, 2014, p. 51-56.

- **Risco de evento**, que abrange acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, como desastres naturais ou crises sanitárias, com forte impacto nos mercados;
- **Risco de câmbio**, resultante das oscilações na cotação das moedas estrangeiras, afetando empresas com operações internacionais;
- **Risco de poder aquisitivo**, também conhecido como risco inflacionário, que reduz o valor real do investimento em razão do aumento generalizado dos preços;
- **Risco de tributação**, ligado à possibilidade de alterações na legislação fiscal que elevem os encargos ou diminuam os rendimentos líquidos dos investidores.
- **Risco de Conjuntura** decorre da possibilidade de perdas decorrentes de mudanças verificadas nas condições políticas, culturais, sociais, econômicas ou financeiras do Brasil ou de outros países.

Diante da pluralidade e da complexidade dos riscos que envolvem o investimento em ações, torna-se evidente a importância de um ambiente regulatório sólido e eficaz. A mitigação desses riscos não pode ser atribuída apenas à diligência individual dos investidores, especialmente os individuais minoritários, que muitas vezes enfrentam limitações informacionais e técnicas.

Em mercados com abundância de informação, o investidor pessoa física enfrenta uma restrição prática: atenção limitada. Nessas condições, o enquadramento (*framing*) e a saliência dos dados tendem a determinar o que é de fato processado, influenciando a percepção de risco e retorno; por isso, o desenho da informação passa a ser tão relevante quanto o seu volume.²¹ Essa constatação sustenta a opção regulatória brasileira por divulgação padronizada e comparável, e justifica, do ponto de vista de proteção do minoritário, medidas que reduzam a complexidade e organizem o risco de forma hierarquizada.

Nesse cenário, a intervenção estatal, por meio de mecanismos regulatórios e institucionais, emerge como elemento essencial para assegurar a confiança no mercado, a integridade das transações e a proteção dos direitos dos acionistas. Com isso, passa-se à análise do arcabouço jurídico e institucional que estrutura a regulação do mercado de ações no Brasil, destacando o papel fundamental desempenhado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e demais entidades envolvidas na fiscalização e normatização desse segmento estratégico da economia nacional.

21 BESSA, Hudson. Abundância de informação e efetividade informacional – uma contribuição para o debate. São Paulo: CFA Society Brazil, 2020, p. 14-20.

1.4. Delimitação do problema, hipóteses e enquadramento constitucional: a vulnerabilidade do pequeno acionista

Como anunciado no Resumo, este Capítulo 1 tem a função de delimitar o problema de pesquisa, enunciar as hipóteses de trabalho e alinhar o estudo à perspectiva do Direito Constitucional Econômico, evidenciando a vulnerabilidade estrutural, técnica e informacional do pequeno acionista.

A delimitação do problema parte da constatação — já introduzida nos itens 1.1–1.3 — de que, não obstante a sofisticação normativa, a tutela material do investidor-acionista individual e minoritário permanece insuficiente no Brasil. Em síntese operativa: por que o arranjo normativo-institucional brasileiro, embora robusto no plano formal, falha em assegurar proteção efetiva ao pequeno acionista?

As hipóteses de pesquisa, articuladas com a literatura jurídico-econômica e com a prática regulatória, concentram-se em três vetores: (i) desenho regulatório fragmentado; (ii) *déficit de enforcement* reparatório — o chamado *last-mile problem* (problema da última milha), isto é, a distância entre a sanção pública e a reparação privada; e (iii) barreiras processuais que, na prática, impedem o pequeno investidor de converter ilícitos reconhecidos em ressarcimento patrimonial.

O enquadramento constitucional decorre dos arts. 170 e 174 da Constituição de 1988: a livre iniciativa e a ordem econômica não se realizam por simples abstenção, mas exigem atuação estatal normativa, fiscalizatória e indutora, capaz de reduzir falhas de mercado e proteger expectativas legítimas no ambiente concorrencial. A doutrina de André Ramos Tavares sublinha que a liberdade econômica, no paradigma constitucional brasileiro, impõe ao Estado tarefas positivas de remoção de assimetrias que ameacem a justiça social e a segurança jurídica²²; Eros Roberto Grau observa que a ordem econômica só se concretiza quando o mercado opera sob eficiência e equidade, asseguradas por intervenção pública proporcional.²³ Essa chave de leitura — já adiantada na abertura do Capítulo 1 — situa o investidor minoritário como titular de interesse protegido de ordem pública econômica.

Nesse horizonte, evidencia-se a tríplice vulnerabilidade do pequeno acionista:

(a) Vulnerabilidade estrutural. O mercado acionário brasileiro convive com elevada concentração de controle, o que desloca o poder decisório para controladores e blocos de referência. Para o investidor disperso, o direito político é tipicamente residual, sobretudo quando sua

22 TAVARES, André Ramos. Curso de direito constitucional econômico. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2022.

23 GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 16. ed. São Paulo: Malheiros, 2023.

participação é pequena ou quando detém ações preferenciais com restrições de voto. Carvalhosa²⁴ e Comparato²⁵ demonstram que a estrutura de poder nas companhias abertas favorece conflitos entre controladores e minoritários, demandando freios e contrapesos societários e regulatórios.

(b) Vulnerabilidade técnica. A compreensão de demonstrações financeiras, eventos societários complexos e instrumentos de governança exige expertise incomum ao investidor de varejo. A literatura de Direito e Mercado de Capitais e a própria regulação (v.g., Resoluções CVM 80/2022 e 44/2021) reconhecem esse hiato ao impor regras de divulgação (*disclosure*) e deveres fiduciários (*fiduciary duties*) mais densos sobre administradores e emissores, além de deveres de adequação de produto (*suitability*) para intermediários. Nelson Eizirik, ao descrever o “tripé regulatório de equilíbrio de poderes” — transparência, governança e monitoramento —, explicita que a densidade dos deveres deve crescer quanto maior for a vulnerabilidade do investidor.²⁶

(c) Vulnerabilidade informacional. A assimetria de informação é permanente entre companhias/*insiders* e investidores dispersos. A regulação busca mitigá-la por *disclosure* público e tempestivo, por proibições de *insider trading* (uso indevido de informação privilegiada) e por regras de integridade de mercado, mas a efetividade depende da compreensibilidade e auditabilidade das informações, bem como de um *enforcement* que gere incentivos corretos. A doutrina econômico-jurídica — desde Jensen e Meckling sobre o problema de agência (*agency problem*) — demonstra que, sem mecanismos de monitoramento e alinhamento de interesses, administradores e controladores podem externalizar custos para a minoria.²⁷

A partir dessas premissas, este capítulo cumpre a proposta do Resumo: delimita a questão de fundo (proteção efetiva do minoritário), formula hipóteses de pesquisa ao longo do trabalho e ancora a análise na Constituição Econômica, demonstrando por que a proteção do pequeno acionista é corolário necessário da livre iniciativa em ambiente concorrencial leal. Nos capítulos subsequentes, examina-se a arquitetura regulatória (Cap. 2), refinam-se os contornos do acionista individual minoritário e suas camadas de proteção (Cap. 3) e se propõem (Cap. 4) melhorias institucionais — inclusive inspiradas em *benchmarks* internacionais, como *disgorgement* (devolução compulsória de lucros ilícitos) e *fair funds* (fundos de reparação justos).

24 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades por Ações. 6. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2023, v. 2.

25 COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

26 EIZIRIK, Nelson Laks. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

27 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.

Capítulo 2 – A REGULAÇÃO DO MERCADO DE AÇÕES NO BRASIL

O mercado de ações no Brasil ocupa uma posição de destaque na economia nacional, sendo reconhecido como um dos principais mecanismos de mobilização de recursos financeiros por parte das empresas de capital aberto. Simultaneamente, configura-se como um ambiente atrativo para diferentes tipos de investidores, sejam eles institucionais, como fundos de investimento e fundos de pensão, ou individuais, como pessoas físicas que atuam direta ou indiretamente no mercado. Sua relevância transcende o aspecto meramente financeiro, pois representa um instrumento fundamental para a alocação eficiente de recursos em uma economia orientada pelos princípios da livre iniciativa, da valorização da atividade produtiva e da busca pelo desenvolvimento sustentável.

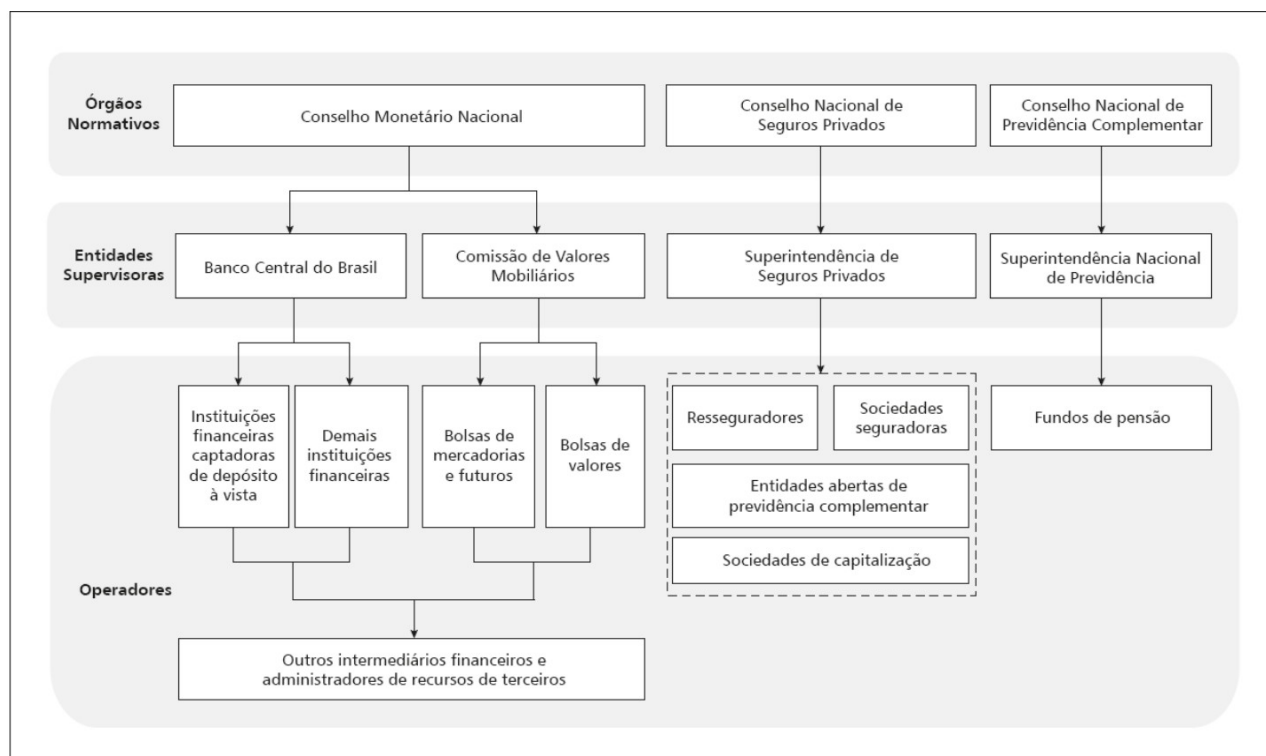
Entretanto, a relevância econômica e social atribuída ao mercado acionário exige a existência de um arcabouço regulatório sólido e articulado, que funcione não apenas como um instrumento técnico de organização das atividades econômicas ali exercidas, mas também como uma engrenagem institucional que assegure a transparência, a integridade e a equidade nas relações jurídicas estabelecidas no âmbito do mercado de capitais. É neste ponto que se insere a interface com o Direito Econômico Constitucional, cuja previsão expressa no artigo 174 da Constituição Federal de 1988 confere ao Estado o papel de agente normativo e regulador da atividade econômica, incumbindo-lhe as funções de fiscalização, incentivo e planejamento, nos moldes definidos pela legislação infraconstitucional (BRASIL, 1988).

Sob essa perspectiva, a atuação do Estado no mercado de ações — por meio da edição de normas jurídicas, da criação de órgãos reguladores especializados e da implementação de mecanismos de fiscalização e controle — não constitui mera faculdade discricionária da Administração Pública. Trata-se, antes, de um dever imposto pela ordem econômica delineada na Constituição Federal, alicerçada nos princípios da livre concorrência e da redução das desigualdades sociais e regionais. Esses princípios são essenciais para a consolidação de um ambiente de negócios estável, seguro e equitativo, sobretudo no que se refere à proteção dos acionistas minoritários, estruturalmente mais expostos às assimetrias informacionais e à concentração de poder por parte dos controladores societários.

A fim de compreender a dinâmica institucional que estrutura a regulação do mercado de capitais, é necessário partir da análise da estrutura do Sistema Financeiro Nacional (SFN).

Conforme ilustrado na Tabela 1, retirada da obra de Pinheiro (2019, p. 57), o SFN está segmentado em três grandes blocos institucionais: os órgãos normativos, as entidades supervisoras e as instituições operadoras. Cada um desses segmentos exerce funções específicas, mas interdependentes, no processo de normatização, fiscalização e execução das atividades financeiras no país.

Tabela 1 – Estrutura atual do Sistema Financeiro Nacional



Fonte: PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de capitais. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019, p. 57.

Dentre os órgãos normativos, destaca-se o Conselho Monetário Nacional (CMN), ao qual incumbe a formulação da política da moeda e do crédito. No campo das entidades supervisoras, duas instituições assumem protagonismo na regulação do mercado de ações: o Banco Central do Brasil (BACEN), com atribuições que incluem a supervisão das instituições financeiras, e a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), cuja missão é fiscalizar e disciplinar o mercado de valores mobiliários, inclusive no que se refere à emissão e negociação de ações no mercado.

No âmbito das instituições operadoras, sobressai-se a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, enquanto principal ambiente de negociação de valores mobiliários no país. A B3, além de operar o sistema de negociação eletrônica, também é responsável pela compensação e liquidação das

operações realizadas, conferindo maior segurança e eficiência ao mercado. Complementando essa função, atua a BSM Supervisão de Mercados, entidade autorregulatória vinculada à B3, encarregada da fiscalização das atividades dos participantes do mercado. Embora não esteja expressamente destacada na Tabela 1, a BSM pode ser inserida conceitualmente entre os operadores, por exercer papel fundamental na supervisão de condutas e na prevenção de práticas abusivas, complementando a atuação estatal da CVM.

Para fins do presente estudo, a estrutura apresentada na Tabela 1 será utilizada como referencial analítico para a exposição dos fundamentos normativos e institucionais da regulação do mercado de ações no Brasil. Serão detalhadas as competências e os instrumentos normativos pertinentes ao CMN, ao BACEN, à CVM, à B3 e à BSM Supervisão de Mercados, de modo a explicitar a engrenagem regulatória que sustenta o funcionamento do mercado de capitais e assegura a proteção dos direitos dos investidores, sobretudo dos acionistas minoritários.

2.1 Fundamentos Constitucionais e Legais da Regulação

A regulação do mercado de ações no Brasil está ancorada em um conjunto de fundamentos constitucionais e legais que asseguram tanto a liberdade de iniciativa quanto a proteção aos investidores e à ordem econômica. A Constituição da República de 1988, em seus artigos 170 e 174, consagra os princípios da livre concorrência, da função social da propriedade e da repressão ao abuso de poder econômico, ao passo que confere ao Estado o papel de agente regulador da atividade econômica. Esse marco normativo estabelece as bases sobre as quais se edifica a atuação das instituições reguladoras do mercado de capitais.

Conforme se depreende da leitura da obra de Juliano Lima Pinheiro (2019), os principais diplomas infraconstitucionais que estruturam o sistema financeiro nacional, com ênfase no mercado de ações, são:

- a) a Lei nº 4.595/1964, que dispõe sobre a política e as instituições monetárias, bancárias e creditícias e cria o Conselho Monetário Nacional;
- b) a Lei nº 4.728/1965, que regulamenta o mercado de capitais e suas operações;
- c) a Lei nº 6.385/1976, que institui e disciplina as atividades da Comissão de Valores Mobiliários (CVM);
- d) a Lei nº 6.404/1976, que regula as sociedades por ações;

e) a Lei nº 10.303/2001, que altera dispositivos das leis anteriores, especialmente no que se refere à proteção do investidor minoritário e à governança corporativa; e,

d) a Lei nº 13.506/2017, que trata do processo administrativo sancionador no âmbito da CVM e do BACEN.

A esse conjunto normativo de natureza legal, que constitui os pilares infraconstitucionais do ordenamento jurídico voltado à regulação do sistema financeiro nacional e, em especial, do mercado de ações, somam-se, de forma complementar e indispensável, os instrumentos normativos infralegais editados por diversas autoridades reguladoras e entidades autorreguladoras do setor.

Nesse contexto, merece destaque a atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que exerce seu poder normativo por meio da edição de Instruções, Deliberações e, mais recentemente, Resoluções, em conformidade com a Lei nº 14.195/2021. O Conselho Monetário Nacional (CMN), por sua vez, emite Resoluções que definem diretrizes gerais da política econômica e financeira nacional. O Banco Central do Brasil (BACEN), além de cumprir e implementar as resoluções do CMN, também expede Cartas Circulares, Circulares e Comunicados, os quais detalham procedimentos técnicos e operacionais para o sistema financeiro. Já a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão, como entidade administradora de mercado organizado, estabelece manuais, regras de listagem e normas operacionais que regulamentam o relacionamento com os emissores de valores mobiliários e com os participantes do mercado. Por fim, a BSM Supervisão de Mercados, entidade autorreguladora vinculada à B3, edita Códigos de Autorregulação, regulamentos internos e comunicados, com o objetivo de reforçar padrões de conduta, transparência e integridade nas operações realizadas.

Tais instrumentos normativos infralegais são fundamentais para a concretização prática da regulação do mercado de capitais, pois complementam a legislação vigente ao estabelecer, com maior precisão, os procedimentos, deveres e mecanismos de supervisão necessários à proteção do investidor e ao adequado funcionamento do mercado.

Para melhor compreensão do papel de cada uma dessas instituições e suas competências específicas na regulação do mercado acionário, este capítulo será subdividido nos seguintes tópicos: O papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e sua competência regulatória. A atuação da B3 na governança do mercado. O Conselho Monetário Nacional (CMN) e o Banco Central do Brasil (BACEN). A BSM Supervisão de Mercados e a autorregulação. As normas aplicáveis ao mercado de ações no Brasil.

Antes de adentrar diretamente na exposição dos agentes e normas que compõem o sistema de regulação do mercado acionário brasileiro, é pertinente esclarecer que a estrutura adotada neste capítulo não segue estritamente a ordem hierárquica das fontes normativas do Direito, mas sim uma lógica funcional e pedagógica. A escolha pela apresentação inicial da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), seguida da B3, do Conselho Monetário Nacional (CMN), do Banco Central do Brasil (BACEN), e só então da enumeração sistemática das normas aplicáveis, foi guiada por uma intencionalidade didática voltada ao leitor-investidor, especialmente o investidor minoritário.

Tal organização busca refletir o percurso real de atuação dessas entidades na experiência prática de quem participa do mercado de ações: da supervisão normativa mais próxima do investidor (CVM e B3) até os entes macroestruturantes (CMN e BACEN), culminando na consolidação das normas vigentes. Essa abordagem visa facilitar a compreensão daqueles que não têm formação jurídica prévia, sem prejuízo da profundidade técnica esperada em uma dissertação acadêmica. Assim, adota-se uma perspectiva orientada pela experiência do usuário do mercado, e não apenas pela dogmática jurídica tradicional.

2.2. O papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e sua competência regulatória

Conforme leciona Verçosa²⁸ (Aspectos da Teoria Geral do Mercado de Capitais, 2024, cap. 5) “em nosso atual ordenamento, o poder de fiscalização das companhias abertas é atribuído primordialmente à CVM, com base no disposto no artigo 2º, § 2º, da Lei 6.385/76, que prevê que os ‘emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas’.”

Assim, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) é o principal órgão regulador do mercado de capitais no Brasil. Instituída pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, trata-se de uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de autoridade normativa, supervisora e sancionadora. Seu papel institucional inclui assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão, proteger investidores e acionistas contra práticas ilegais e fraudes, e garantir a plena transparência informacional no ambiente de investimentos.

28 VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; WAKSMAN, Muriel; VERGUEIRO, Carlos Eduardo (Orgs.). Aspectos da Teoria Geral do Mercado de Capitais [recurso eletrônico]. São Paulo: Editora Dialética, 2024. 1 recurso online (892 p.). ISBN 978-65-270-3507-7, cap. 5.

Para cumprir esse mandato, a CVM exerce poder regulamentar, emitindo normas infralegais — anteriormente denominadas Instruções CVM, hoje Resoluções CVM — que disciplinam condutas de emissores, intermediários e investidores. Também realiza fiscalização preventiva e repressiva, instaurando processos administrativos sancionadores em caso de infrações. As sanções aplicadas incluem multas, inabilitações temporárias, suspensão de ofertas e até cancelamento de registros, nos termos da Lei nº 13.506/2017.

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários²⁹ (2024, p. 58-59) tem como principais atribuições e competências:

- Estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários;
- Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- Assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão;
- Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.
- Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- Assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.
- Regulamentar as matérias expressamente previstas nas Leis 6.385/76 e 6.404/76 (Lei da Sociedade por Ações);
- Realizar atividades de credenciamento, registro e fiscalização de auditores independentes, administradores de carteiras, analistas e consultores de valores mobiliários, agentes autônomos, entre outros;
- Fiscalizar e inspecionar as companhias abertas, os fundos de investimento e demais atividades e serviços do mercado de valores mobiliários;
- Apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não-equitativas de administradores de companhias abertas e de quaisquer participantes do mercado de valores mobiliários, aplicando as penalidades previstas em lei.

No plano infralegal, esclarece Verçosa³⁰:

À regulação desses fatos pela CVM, dentre outros previstos tanto na Lei nº 6.385/76 quanto na Lei nº 6.404/76, se dá por meio de diversas espécies normativas, a saber: resoluções, portarias e instruções normativas, nos termos da Resolução CVM nº 1/20 - que estabelece a nomenclatura de atos a serem expedidos pela CVM - e considerando o disposto na Resolução CVM nº 67/22 que dispõe sobre o processo de normatização da CVM, devem

29 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Mercado de valores mobiliários brasileiro. 5. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2024. 411 p. ISBN 978-85-67896-04-5. p. 58-59.

30 VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; WAKSMAN, Muriel; VERGUEIRO, Carlos Eduardo (Orgs.). Aspectos da Teoria Geral do Mercado de Capitais [recurso eletrônico]. São Paulo: Editora Dialética, 2024. 1 recurso online (892 p.). ISBN 978-65-270-3507-7, cap. 5.

ser observados, ainda, outros documentos divulgados pela mesma autarquia, como ofícios circulares, atos declaratórios e pareceres de orientação. (VERÇOSA, 2024, cap. 5)

Vale salientar que a jurisprudência tem conferido respaldo à atuação normativa da CVM. Destaca-se o julgamento da ADI 3.033, no qual o Supremo Tribunal Federal³¹ declarou constitucional a Instrução CVM nº 308/1999, que estabelecia critérios para a rotatividade de auditores independentes. A Corte entendeu que a autarquia atua legitimamente na regulação microeconômica do sistema financeiro, desde que respeitados os limites legais (STF, ADI 3.033, julgado em 11.11.2020).

Apesar de sua relevância, a CVM não atua de forma isolada. Ela está inserida no Sistema Financeiro Nacional, respondendo a diretrizes do Conselho Monetário Nacional (CMN) e sujeita ao controle recursal de suas decisões pelo Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN). Essa interdependência será analisada criticamente nos capítulos seguintes, sobretudo no que se refere à morosidade e à efetividade das sanções aplicadas.

Em síntese, a CVM atua como garantidora da integridade do mercado de ações, promovendo segurança jurídica, proteção ao investidor e eficiência econômica. Sua atuação normativa, fiscalizatória e sancionadora configura uma estrutura essencial para o bom funcionamento do mercado de capitais no Brasil.

2.3 A atuação da B3 na governança do mercado

A B3 — grafada como “Brasil, Bolsa, Balcão” — constitui-se, ao mesmo tempo, na bolsa de valores oficial do País e no principal provedor de infraestrutura para todo o sistema financeiro nacional. Seu estatuto societário é híbrido: de um lado, figura como companhia aberta cujo capital é negociado no próprio ambiente que administra, sob o ticker B3SA3; de outro, exerce competências de autorregulação e de governança de mercado que lhe foram delegadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), convertendo-a em pilar indispensável da arquitetura regulatória brasileira. Tal dualidade, típica das bolsas que se desmutualizaram a partir dos anos 2000, requer arranjos institucionais sofisticados capazes de harmonizar a busca legítima por rentabilidade — inerente a qualquer entidade privada — com o dever público de zelar, por meio de

31 Supremo Tribunal Federal. ADI 3.033 (incidente nº 2178395). Rel. Ministro Gilmar Mendes. Sessão virtual de 30 out.–10 nov. 2020. Ação julgada improcedente.

regras e supervisão, pela integridade, pela transparência e pela confiança dos agentes econômicos que nela operam.

A própria denominação B3 sintetiza essa vocação múltipla.

- **Brasil** assinala o alcance nacional e a centralidade que a companhia detém como infraestrutura única para todos os mercados organizados de valores mobiliários no território brasileiro, consolidada, em 2017, pela fusão da BM&FBovespa com a Cetip.³²
- **Bolsa** reflete o ambiente de negociação listado (mercado à vista e de derivativos) que a empresa mantém, bem como a função de contraparte central e de gestor dos sistemas de negociação, compensação, liquidação, depósito e registro.³³
- **Balcão** alude aos ativos e contratos registrados fora do pregão tradicional — o chamado mercado de balcão organizado — cuja custódia, registro e liquidação passaram a integrar o portfólio da companhia após a incorporação da Cetip, assegurando cobertura regulatória uniforme para instrumentos listados e não listados.³⁴

Portanto, o triplo “B” não é mero jogo de marketing: ele revela, em forma sintética, o compromisso da instituição em servir ao Brasil como infraestrutura única, operar o ambiente Bolsa com padrões globais de governança e, simultaneamente, prover soluções avançadas para o Balcão, compondo uma malha regulatória que conjuga eficiência privada e tutela pública. Essa estrutura impõe à B3 a permanente necessidade de equilibrar, de um lado, seus objetivos empresariais — geração de lucro para os acionistas e inovação competitiva — e, de outro, as obrigações de supervisão, *enforcement* e promoção da estabilidade do mercado, desempenhadas sob a fiscalização última da CVM.³⁵

Nos termos da antiga Instrução CVM nº 461/2007 e da atual Resolução CVM nº 135/2022, a B3 é autorizada a operar como entidade administradora de mercados organizados de valores mobiliários³⁶. Nessa condição, deve manter separadas suas atividades comerciais e regulatórias, sendo esta última exercida, de modo autônomo, pela BSM Supervisão de Mercados. A B3, portanto, estabelece requisitos de listagem, regras de conduta e manuais operacionais que orientam a atuação de companhias abertas e intermediários, sempre com a supervisão e anuência da CVM.

32 INFO MONEY. “O que é a B3 e como investir na bolsa brasileira.” 08 nov. 2022.

33 B3. “Quem somos.” Portal Institucional. 2025.

34 B3. “Sobre a regulação de emissores.” Diretoria de Emissores (DIE). 2025.

35 Idem.

36 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 13 jun. 2022.

Dentre os principais instrumentos de governança sob responsabilidade da B3, destacam-se os segmentos especiais de listagem (Novo Mercado, Nível 2, Nível 1), os quais impõem obrigações voluntárias de governança corporativa superiores às previstas na Lei das S.A., como a exigência de conselheiros independentes, direito de *tag along*, câmaras de arbitragem e compromissos com a transparência.

Segundo Pinheiro³⁷ (2019, p. 260) os objetivos de uma bolsa de valores são:

- facilitar a troca de fundos entre as entidades que precisam de financiamento e os investidores;
- proporcionar liquidez aos investidores em bolsa. Dessa forma, o investidor pode recuperar seu investimento quando precisar, utilizando a bolsa para vender seus ativos;
- fixar o preço dos títulos através da lei da oferta e demanda;
- dar informações aos investidores sobre as empresas que negociam em bolsa. Por esse motivo, as empresas admitidas em bolsa devem informar periodicamente sua evolução econômica e cumprir uma série de requisitos;
- proporcionar confiança aos investidores, já que as compras e as vendas de valores estão garantidas juridicamente; e
- publicar os preços e as quantidades negociadas a fim de informar aos investidores e às entidades interessadas.

A B3 também define normas operacionais voltadas à segurança e eficiência do mercado, como regras para leilões automáticos em caso de oscilações atípicas de preços, exigências de margem de garantia em operações com derivativos, calendários de negociação e protocolos de liquidação e compensação. Tais mecanismos são essenciais para mitigar riscos sistêmicos e garantir a confiabilidade das transações.

Importante notar que a atuação da B3 na supervisão direta dos participantes é feita pela BSM Supervisão de Mercados, cuja análise pormenorizada será desenvolvida em item posterior. Ali se destacará, inclusive, o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), instrumento essencial de proteção ao investidor.

Em síntese, a B3 participa ativamente da arquitetura regulatória do mercado acionário, promovendo boas práticas de governança, segurança operacional e autorregulação, em constante interlocução com a CVM. Sua atuação é complementar à do Estado, reforçando a confiança e a atratividade do mercado de capitais brasileiro para investidores domésticos e estrangeiros.

2.4 Conselho Monetário Nacional (CMN) e Banco Central do Brasil (BACEN)

37 PINHEIRO, Juliano Lima Mercado de capitais / Juliano Lima Pinheiro. – 9. ed. – São Paulo: Atlas, 2019, p. 260.

O Conselho Monetário Nacional (CMN) é o órgão máximo de formulação de políticas do sistema financeiro brasileiro. Criado pela Lei nº 4.595/1964 (Lei da Reforma Bancária), o CMN é composto pelo Ministro da Fazenda (que é o presidente), pelo Ministro do Planejamento e pelo Presidente do Banco Central, e tem competências para expedir diretrizes gerais para a política monetária, creditícia e cambial. Embora seu foco principal seja o sistema bancário e a política monetária, o CMN também exerce papel normativo em relação ao mercado de capitais em determinados aspectos, haja vista que integra o Sistema Financeiro Nacional como um todo.

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários³⁸ (2024, p. 37) o Conselho Monetário Nacional tem como principais objetivos:

- Orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas; tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;
- Propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos;
- Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- Coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

O Banco Central do Brasil foi formalmente instituído no ano de 1964, com a promulgação da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro daquele mesmo ano, conhecida como Lei da Reforma Bancária. Esta importante norma legal, além de dispor sobre a criação do Banco Central, também foi responsável pela instituição do Conselho Monetário Nacional, órgão máximo do sistema financeiro nacional. O Banco Central configura-se, desde então, como uma autarquia federal vinculada ao Ministério da Fazenda, sendo dotado de autonomia funcional, administrativa e financeira, conforme prevê a legislação vigente.

Sua principal missão institucional consiste em assegurar, de forma contínua e intransigente, a estabilidade do poder de compra da moeda nacional. Para tanto, o Banco Central atua na formulação e execução da política monetária, cambial e de crédito, além de zelar pela solidez, eficiência e regular funcionamento do sistema financeiro brasileiro como um todo. Tal atribuição abrange a regulação e a fiscalização das instituições financeiras, com vistas a garantir um ambiente econômico estável, previsível e propício ao crescimento sustentável do país.

De acordo com a Comissão de Valores Mobiliários³⁹ (2024, p. 39-40) o Banco Central (Bacen) tem como competências:

38 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Mercado de valores mobiliários brasileiro. 5. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2024. 411 p. ISBN 978-85-67896-04-5. p. 37.

39 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Mercado de valores mobiliários brasileiro. 5. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2024. 411 p. ISBN 978-85-67896-04-5. p. 39-40.

- Assegurar a estabilidade de preços é seu objetivo fundamental (LC 179/2021);
- Além de seu objetivo fundamental, o Banco Central do Brasil também tem por objetivos zelar pela estabilidade e pela eficiência do sistema financeiro, suavizar as flutuações do nível de atividade econômica e fomentar o pleno emprego;
- Conduzir a política monetária para cumprimento das metas estabelecidas pelo CMN;
- Exercer o controle de créditos;
- Controlar as operações de crédito das instituições que compõem o Sistema Financeiro Nacional;
- Formular, executar e acompanhar a política cambial e de relações financeiras com o exterior;
- Fiscalizar as instituições financeiras e as clearings (câmaras de compensação);
- Emitir papel-moeda (a partir da Constituição de 1988, a emissão de moeda ficou a cargo exclusivo do BC);
- Executar os serviços do meio circulante para atender à demanda de dinheiro necessária às atividades econômicas;
- Manter sob controle a expansão da moeda e do crédito e a taxa de juros;
- Operar no mercado aberto, de recolhimento compulsório e de redesconto;
- Executar o sistema de metas para a inflação;
- Divulgar as decisões do Conselho Monetário Nacional;
- Manter ativos de ouro e de moedas estrangeiras para atuação nos mercados de câmbio;
- Administrar as reservas internacionais brasileiras;
- Zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras nacionais;
- Conceder autorização para o funcionamento das instituições financeiras.

2.5. BSM – Supervisão de Mercados

A BSM – Supervisão de Mercados, anteriormente denominada BOVESPA Supervisão de Mercados, é uma entidade fundamental no arcabouço institucional do mercado de capitais brasileiro, desempenhando o papel de principal órgão de autorregulação vinculado à B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). Trata-se de uma associação civil sem fins lucrativos, dotada de autonomia jurídica e administrativa em relação à B3, embora a ela vinculada institucionalmente, o que lhe confere independência suficiente para exercer suas funções com isenção e tecnicidade. A BSM constitui, assim, um elo técnico-operacional entre a regulação pública, exercida pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e por outros órgãos estatais, e o ambiente privado de negociação sob responsabilidade da bolsa.

Conforme delineado pela Comissão de Valores Mobiliários⁴⁰ (2024, p. 264-265), a BSM Supervisão de Mercados é reconhecida como a mais relevante e abrangente entidade autorreguladora no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Essa classificação se fundamenta no disposto na Resolução CVM nº 135/2022, norma que define os parâmetros legais e operacionais para a atuação das entidades administradoras de mercado organizado e que consagra a BSM como

40 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Mercado de valores mobiliários brasileiro. 5. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2024. 411 p. ISBN 978-85-67896-04-5. p. 263-264.

peça essencial na engrenagem da supervisão do sistema financeiro nacional, possuindo as seguintes funções:

- Fiscalização das instituições participantes da B3. Esta atividade é realizada principalmente por meio de auditorias nestas instituições.
- Supervisão das operações realizadas nos mercados da B3. Todas as ofertas, registros e negócios realizados nos mercados da B3 passam por sofisticados sistemas de supervisão e pela análise do time da BSM para identificar possíveis operações irregulares.
- Tratamento das irregularidades identificadas para evitar sua recorrência e, quando for o caso, penalizar as instituições participantes da B3 ou os profissionais envolvidos nessas irregularidades.
- Fiscalizar as atividades da própria B3 enquanto entidade administradora de mercado organizado; e
- Administrar o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos da B3.
- A BSM tem autonomia administrativa e orçamentária, uma equipe própria dedicada exclusivamente às atividades de autorregulação e suas atividades são acompanhadas pelo seu Conselho de Autorregulação e pela Comissão de Valores Mobiliários.

A BSM opera de forma autônoma, com equipe própria e orçamento independente, sob a supervisão de seu Conselho de Autorregulação e da CVM. Seu funcionamento reflete uma busca constante por elevar os padrões de governança, equidade e segurança nos ambientes regulados, contribuindo decisivamente para o fortalecimento da confiança do público investidor.

Entre os instrumentos de salvaguarda mais relevantes que gravitam na órbita de atuação da B3, sobressai-se o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP). Previsto no Capítulo VIII, Seção IV, da Resolução CVM nº 135/2022 e disciplinado em regulamento próprio da BSM Supervisão de Mercados, o MRP constitui fundo de natureza estritamente indenizatória, alimentado por contribuições periódicas das corretoras e demais participantes, destinado a reparar danos suportados por investidores em razão de falhas operacionais, omissões ou fraudes perpetradas pelos seus intermediários. Após detalhada análise de impacto regulatório e estudos atuariais que evidenciaram a suficiência patrimonial do fundo, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários — em reunião de 30 de agosto de 2023 — aprovou a elevação do teto de cobertura, fazendo-o transitar dos R\$ 120.000,00 então vigentes para R\$ 200.000,00 (duzentos mil reais) por ocorrência, valor que passou a vigorar em 2 de janeiro de 2024. Tal incremento não apenas aproxima o nível de proteção do investidor ao observado em outros mecanismos de garantia do sistema financeiro, como também reforça a função tutelar exercida pela B3/BSM, sem comprometer a solvência do fundo, pois os testes de estresse realizados demonstraram capacidade de cobertura de mais de 99 % das solicitações históricas.⁴¹

41 BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. Regulamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP). São Paulo: BSM, 2024. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/>. Acesso em: 08 jul. 2025.

Conforme leciona Pinheiro⁴² o MRP é:

Formado por contribuições das corretoras e administrado pela Bovespa Supervisão de Mercado, é um mecanismo que procura ressarcir os investidores de prejuízos decorrentes da ação ou omissão dos participantes do mercado em relação à intermediação de negociações realizadas na bolsa ou aos serviços de custódia. Entre as causas previstas estão desde simples erros de execução de ordens até a interrupção da operação ou a intervenção do Bacen sobre o agente executor. O mecanismo de ressarcimento de prejuízos (MRP) é um instrumento de indenização que assegura aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes de erros operacionais das corretoras na intermediação de operações realizadas em bolsa ou na prestação de serviços de custódia. Situações em que o MRP pode ser acionado: (i) inexecução ou infiel execução de ordens; (ii) uso inadequado de numerário e de valores mobiliários ou outros ativos, inclusive em relação a operações de financiamento ou de empréstimo de valores mobiliários; (iii) entrega ao investidor de valores mobiliários ou outros ativos ilegítimos ou de circulação restrita; (iv) inautenticidade de endosso em valores mobiliários ou outros ativos, ou ilegitimidade de procuração ou documento necessário à sua transferência; e, (v) encerramento das atividades. (PINHEIRO, 2024, p. 184)

Assim, no desempenho de sua missão institucional, a BSM atua de forma autônoma e independente, ainda que em estreita articulação com a B3, e exerce sua função de autorregulação em três eixos estratégicos, os quais são considerados pilares para a preservação da integridade, transparência e equidade nos ambientes de negociação administrados pela bolsa. Tais frentes de atuação abarcam: a supervisão da atuação dos participantes do mercado; a análise e investigação de práticas irregulares ou lesivas aos investidores; e a proposição de medidas corretivas ou sancionatórias, quando necessário, sempre em conformidade com os princípios da boa governança e com as diretrizes da Comissão de Valores Mobiliários.

Com isso, a BSM consolida-se como uma engrenagem essencial no arcabouço de autorregulação do mercado de capitais brasileiro. Seu trabalho complementa e reforça a atuação dos demais órgãos e entidades que integram o núcleo regulatório do sistema financeiro nacional, a saber:

- **O Conselho Monetário Nacional (CMN)**, órgão normativo supremo, responsável por estabelecer as diretrizes gerais da política monetária, cambial e de crédito do país;
- **O Banco Central do Brasil (Bacen)**, órgão executivo que implementa as diretrizes do CMN, edita normas prudenciais e fiscaliza as instituições financeiras autorizadas, inclusive as que atuam no mercado de capitais;
- **A Comissão de Valores Mobiliários (CVM)**, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, que regula e fiscaliza o mercado de valores mobiliários, subordinada às diretrizes estabelecidas pelo CMN;

42 Pinheiro, Juliano Lima. Mercado de capitais / Juliano Lima Pinheiro. – 9. ed. [3ª Reimp.] - São Paulo: Atlas, 2024, p. 184.

- **A B3**, entidade operadora dos mercados organizados (bolsa e balcão), responsável pela gestão dos ambientes de negociação, liquidação e custódia de ativos, cuja autorregulação é supervisionada pela CVM, notadamente com base nos dispositivos da Resolução CVM nº 135/2022;
- **A BSM Supervisão de Mercados**, como entidade autorreguladora técnica e operacional, que garante a observância das regras pelos participantes e zela pela confiança dos investidores, especialmente os de menor porte.

Essa arquitetura institucional, composta por instâncias públicas e privadas, evidencia a integração e articulação entre normatização, supervisão, operação e autorregulação. Juntas, essas entidades compõem um sistema sólido, coeso e voltado à proteção do investidor e à estabilidade do mercado de capitais brasileiro.

2.6. As normas aplicáveis ao mercado de ações no Brasil

O arcabouço normativo que rege o mercado acionário brasileiro é extenso e multifacetado, abrangendo desde normas constitucionais até resoluções administrativas e regulamentos privados com força vinculativa. A legislação aplicável articula-se com normas infralegais emitidas por entidades reguladoras (CVM, CMN, BACEN) e normas de autorregulação formuladas por entes como a B3 e a BSM Supervisão de Mercados. Tais normas, em conjunto, formam o que se pode chamar de microsistema jurídico do mercado de capitais.

No plano constitucional, a ordem econômica brasileira assenta-se nos princípios consagrados pelo art. 170 da Constituição da República de 1988, entre os quais se destacam a livre iniciativa, a função social da propriedade, a defesa do consumidor e a repressão ao abuso do poder econômico (BRASIL, 1988, art. 170). Quanto ao Sistema Financeiro Nacional, o art. 192 — que recebeu nova redação pela Emenda Constitucional n.º 40/2003, a qual suprimiu os parágrafos originários e deslocou os detalhes regulamentares para legislação infraconstitucional — limita-se a enunciar diretrizes gerais e a remeter a disciplina pormenorizada a leis complementares e, subsidiariamente, a leis ordinárias (BRASIL, 1988, art. 192, com a redação da EC 40/2003). Por fim, o art. 22, VII, da mesma Carta atribui competência privativa à União para legislar sobre direito

comercial, política de crédito, câmbio, seguros e transferência de valores, fundamento que legitima o atual aparato regulatório do mercado financeiro (BRASIL, 1988, art. 22, VII).

No plano legal, destacam-se a Lei nº 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e regulamenta o mercado de valores mobiliários; e a Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações), que disciplina a estrutura e funcionamento das companhias abertas. Ambas foram alteradas por legislações posteriores, como a Lei nº 10.303/2001 e a Lei nº 13.506/2017, que introduziram dispositivos penais e ajustaram o processo sancionador administrativo.

Outras normas legais de significativa relevância para o mercado de capitais incluem a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, que tipifica os crimes contra o Sistema Financeiro Nacional; a Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989, que dispõe sobre a ação civil pública para a reparação de danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários; e a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, que trata dos crimes de lavagem de dinheiro e da prevenção da utilização do sistema financeiro para ilícitos dessa natureza. Cada uma dessas normas jurídicas institui mecanismos próprios de repressão a práticas ilícitas e de proteção coletiva aos investidores, contribuindo para a integridade e transparência do mercado de capitais.

Com base no livro Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro (5ª ed., 2024), as principais resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) aplicáveis ao mercado de ações e de interesse direto do investidor são:

- Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 – Trata da divulgação de informações relevantes pelas companhias abertas, do uso de informações privilegiadas e das regras sobre negociação de valores mobiliários por pessoas com acesso a tais informações.
- Resolução CVM nº 80, de 29 de março de 2022 – Dispõe sobre o regime de divulgação de informações periódicas e eventuais das companhias abertas, revogando as Instruções CVM nºs 480/09 e 552/14.
- Resolução CVM nº 88, de 27 de abril de 2022 – Regula as ofertas públicas de ações por sociedades empresárias de pequeno porte por meio de plataformas eletrônicas de investimento participativo (crowdfunding).
- Resolução CVM nº 135, de 10 de junho de 2022 – Estabelece regras para o funcionamento dos mercados organizados e das entidades administradoras de mercado, como a B3.
- Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022 – Define o regime aplicável às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, substituindo a antiga Instrução CVM nº 400.

Essas normas compõem a espinha dorsal regulatória para o bom funcionamento do mercado de ações, contribuindo para a transparência, segurança e proteção dos investidores.

O Banco Central do Brasil (BACEN), por sua vez, não apenas executa as diretrizes emanadas do CMN, mas também edita normas prudenciais e exerce função fiscalizatória sobre as instituições financeiras que atuam nos mercados de capitais, com vistas à estabilidade, solidez e integridade do sistema financeiro nacional. Essas normas, de caráter técnico e operativo, têm impacto direto na proteção dos investidores e na manutenção da confiança no ambiente regulatório.

A B3 (Brasil, Bolsa, Balcão) emite regulamentos que vinculam os participantes dos seus sistemas de negociação, como o Regulamento do Novo Mercado e o Manual de Operações. Esses documentos são aprovados ou referendados pela CVM, conferindo-lhes eficácia normativa no plano contratual. A BSM Supervisão de Mercados, por sua vez, exerce a função de fiscalização direta de corretoras e outros participantes, sendo também responsável pela gestão do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), como foi analisado na seção anterior.

Além disso, normas contábeis emitidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC), sob supervisão da CVM e alinhadas ao padrão IFRS, são obrigatórias para companhias abertas. Princípios internacionais da IOSCO e acordos multilaterais completam o quadro regulatório com diretrizes transnacionais.⁴³

Capítulo 3. Conceituação do Acionista Individual Minoritário e as Camadas de Proteção no Mercado de Ações Brasileiro

A intervenção estatal no mercado de capitais brasileiro vai muito além da mera fixação de parâmetros técnicos e operacionais para seu regular funcionamento; ela assume funções simultaneamente normativas, fiscalizatórias e protetivas. Essa atuação dirige-se, em especial, à salvaguarda dos interesses dos investidores considerados mais vulneráveis — notadamente o

⁴³ IFRS é a sigla para International Financial Reporting Standards, conjunto de normas contábeis internacionais emitidas pelo International Accounting Standards Board (IASB), com o objetivo de uniformizar os relatórios financeiros em nível global. No Brasil, as companhias abertas são obrigadas a adotar o padrão IFRS desde a Deliberação CVM 539/2008. Mais informações estão disponíveis em: <https://www.ifrs.org>.

IOSCO, sigla para International Organization of Securities Commissions, é a organização internacional que congrega os principais reguladores do mercado de valores mobiliários do mundo. Seu objetivo é estabelecer padrões internacionais para fortalecer a integridade dos mercados financeiros e a cooperação entre as autoridades reguladoras. A Comissão de Valores Mobiliários do Brasil (CVM) é membro pleno da IOSCO. Informações adicionais podem ser obtidas em: <https://www.iosco.org>.

investidor pessoa física de varejo, que, por definição, ocupa a posição de acionista minoritário nas companhias abertas que têm seus valores mobiliários negociados em bolsa. Nesse contexto, o Estado busca, ou pelo menos deveria, mitigar assimetrias informacionais, promover a transparência e preservar a integridade do ambiente de negociação, de modo a equilibrar a relação entre agentes econômicos com diferentes graus de poder econômico e acesso a informações.

Nesta perspectiva, propõe-se o presente capítulo a desenvolver uma análise aprofundada sobre o conceito de acionista individual minoritário, identificando suas principais características e desafios enfrentados na dinâmica mercadológica brasileira. Mais do que um simples perfil jurídico, este ator do mercado é atravessado por limitações informacionais, técnicas e econômicas que o colocam em posição de desvantagem frente a outros participantes com maior capacidade de articulação, conhecimento e poder de influência nas decisões corporativas.

A partir dessa contextualização, será possível compreender a construção das chamadas “camadas de proteção” conferidas pelo ordenamento jurídico e regulatório nacional, concebidas como instâncias sucessivas – e por vezes sobrepostas – de defesa dos direitos e interesses desse sujeito de direito. Não se trata, contudo, de apresentar um levantamento exaustivo de todos os instrumentos existentes para essa finalidade, mas de focalizar aqueles mecanismos que, embora relevantes sob o ponto de vista teórico e legal, mostram-se insuficientes em sua efetividade prática, revelando lacunas que comprometem a realização de uma proteção substancial e eficaz.

Assim, este capítulo se orienta pela análise crítica das estruturas jurídicas e regulatórias disponíveis, examinando a extensão e os limites de sua capacidade de proteção frente aos riscos estruturais e assimétricos que caracterizam o mercado de capitais. Pretende-se, com isso, verificar em que medida o Estado brasileiro, por meio de sua atuação normativa e fiscalizadora – notadamente pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e pela própria Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976) –, tem cumprido, de forma efetiva, o papel de promotor de um ambiente de equidade e transparência, necessário à preservação da confiança e da participação do pequeno investidor no mercado de ações da bolsa de valores.

3.1. Delimitação conceitual

A arquitetura normativa vigente distingue, de forma cada vez mais refinada, os investidores que se tornam também acionistas de companhias abertas. Duas frentes se complementam: (i) a regulação do perfil do investidor, construída pela Comissão de Valores

Mobiliários (CVM) para fins de *suitability*⁴⁴ e de ofertas públicas; e (ii) a clássica tipologia societária extraída da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/1976), que define as posições de poder dentro da companhia. A sobreposição desses dois planos é fundamental para compreender quem é – e quão vulnerável pode ser – o acionista individual minoritário, objeto deste estudo.

3.1.1. Perfis de investidor previstos na legislação da CVM

1. **Investidor Profissional** – categoria topo da pirâmide de sofisticação. É o sujeito (pessoa natural ou jurídica) que satisfaz os requisitos do art. 13 da Resolução CVM 30/2021 – por exemplo, instituições financeiras, fundos de investimento ou pessoas naturais com aplicações financeiras superiores a R\$ 10 milhões⁴⁵. A norma presume-lhes pleno domínio técnico para avaliar riscos, dispensando intermediários de verificarem a adequação (*suitability*) de produtos complexos.
2. **Investidor Qualificado** – figura intermediária, definida no art. 12 da mesma Resolução⁴⁶. Inclui, *inter alia*, quem comprova patrimônio investido acima de R\$ 1 milhão e assina termo específico. Gozam de acesso mais amplo a ofertas restritas, mas ainda recebem proteção regulatória adicional, pois podem não deter a envergadura organizacional dos profissionais.
3. **Investidor de Varejo (ou “não qualificado”)** – qualquer investidor que não se enquadre nas classes anteriores. A Resolução CVM 30 lhe oferece o mais alto grau de tutela: avaliação obrigatória de perfil, limitação de alavancagem e linguagem padronizada de divulgação⁴⁷.

A mesma dupla classificação reaparece na Resolução CVM 160/2022 (arcabouço de ofertas públicas), cujos arts. 3º–5º reiteram que determinadas distribuições destinam-se exclusivamente a investidores profissionais, enquanto outras admitem qualificados ou o público de varejo⁴⁸. A lógica é idêntica: quanto maior o suposto conhecimento e capacidade financeira do investidor, menor a intervenção estatal *ex ante*.

44 Nota explicativa: Em termos de investimentos, "suitability" refere-se à adequação de um produto financeiro ao perfil do investidor. Isso significa que o investimento deve ser compatível com seus objetivos, capacidade financeira, experiência e tolerância ao risco.

45 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 30, de 11 mai. 2021, art. 13. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 12 jun. 2025.

46 BRASIL. Resolução CVM 30/2021, art. 12. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>. Acesso em: 12 jun. 2025.

47 Id., arts. 4º–8º.

48 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 160, de 13 jul. 2022, arts. 3º–5º. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>. Acesso em: 12 jun. 2025.

3.1.2. Categorias societárias de acionistas previstas na Lei 6.404/1976

A partir do momento em que o investidor adquire ações, ele adentra a esfera societária e passa a ocupar uma das seguintes posições de poder:

a) **Acionista Majoritário** – detentor de mais de 50 % das ações ordinárias com direito de voto; exerce, por maioria simples, controle efetivo sobre a administração (art. 15 c/c art. 129)⁴⁹.

b) **Acionista Controlador** – pessoa ou grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto ou sob controle comum que, mesmo sem deter a maioria absoluta, “assegure, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral” ou de fato domine a eleição dos administradores (art. 116)⁵⁰.

c) **Acionista Minoritário** – todo acionista que não se enquadre nos conceitos anteriores. A doutrina sublinha que a minoria inclui tanto titulares de pequenas frações de ações ordinárias, incapazes de influir decisivamente nas assembleias, quanto titulares de ações preferenciais, usualmente desprovidas de voto⁵¹. Ainda que existam direitos específicos (art. 109), sua força política é residual.

3.1.3. Confluência dos dois regimes normativos

Quando se sobrepõem os “chapéus” de investidor e de acionista, obtém-se uma tipologia híbrida:

Regime de Oferta/Suitability (CVM)	Regime Societário (Lei 6.404)	Exemplos de sobreposição
Profissional	Majoritário ou Controlador	Fundos <i>private equity</i> que adquirem o bloco de controle
Qualificado	Minoritário estratégico	<i>Family offices</i> com < 50 % ONs mas acordo de acionistas
Varejo	Minoritário disperso	Pessoa física que compra poucas ON ou PN via corretora

49 BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 dez. 1976, arts. 15 e 129. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 12 jun. 2025.

50 Id., art. 116.

51 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades por Ações. 6. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2023, v. 2, p. 107-109.

A vulnerabilidade cresce de cima para baixo. Mesmo um investidor profissional pode ser minoritário e sofrer com conflitos de agência⁵²; todavia, o acionista de varejo é duplamente frágil: carece de poder de voto e de expertise técnica para filtrar as assimetrias informacionais. A CVM reconhece esse hiato ao impor, via Resoluções 80/2022 (*disclosure* periódico)⁵³ e 44/2021 (fatos relevantes e *insider trading*)⁵⁴, deveres rigorosos de transparência justamente para mitigar o desequilíbrio.⁵⁵

3.1.4 Delimitação conceitual: o acionista individual minoritário de varejo

Para os fins desta dissertação, adota-se a seguinte definição operacional:

Acionista individual minoritário é a pessoa física, não vinculada a bloco de controle ou a veículo institucional, cuja participação acionária – em ações ordinárias ou preferenciais – não ultrapassa o limiar de influência capaz de alterar o resultado das votações assembleares, enquadrando-se, ademais, como investidor de varejo nos termos da Resolução CVM 30/2021.

Esse acionista:

- **não controla** órgãos de gestão nem integra acordos de voto;
- **enfrenta assimetria informacional** acentuada, dependendo das divulgações exigidas pelas Resoluções 80/2022 e 44/2021;
- **possui limitada capacidade técnica e patrimonial** razão pela qual a CVM obriga os intermediários a verificarem o *suitability* (adequação do produto ao perfil do investidor, conforme art. 4º da Resolução nº 30), e exige que a companhia observe

52 Nota explicativa - Conflitos de agência referem-se às divergências de interesses entre os proprietários (acionistas) e os gestores (administradores) de uma empresa, que surgem devido à separação entre propriedade e controle. Os gestores, ao tomarem decisões, podem priorizar seus próprios interesses em detrimento dos interesses dos acionistas, especialmente os minoritários. A Teoria da Agência trata dessas assimetrias e propõe mecanismos para mitigá-las. (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).

53 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 80, de 29 mar. 2022, arts. 1º e 13. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 12 jun. 2025.

54 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 44, de 23 ago. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 12 jun. 2025.

55 COFFEE JR., John C. Securities Regulation: Cases and Materials. 14. ed. New York: Foundation Press, 2021, p. 51.

práticas de governança que promovam o *full disclosure* (divulgação completa e transparente de informações);

À luz da tipologia híbrida erigida no item anterior — que combina a classificação regulatória da Comissão de Valores Mobiliários (investidor profissional, qualificado ou de varejo) com a categorização societária da Lei 6.404/1976 (acionistas majoritário, controlador ou minoritário) — impõe-se investigar, com maior acuidade, o papel ocupado pelo acionista individual minoritário de varejo no desenho institucional do mercado brasileiro de capitais. A intervenção estatal, longe de se resumir a fixar parâmetros operacionais para a intermediação de valores mobiliários, apresenta-se como verdadeiro arsenal normativo, fiscalizador e protetivo, dirigido precipuamente à salvaguarda de investidores estruturalmente vulneráveis.

Não obstante essa arquitetura protetiva, persistem zonas de fragilidade que comprometem a eficácia prática dos direitos assegurados ao pequeno investidor.

3.2. Camadas estatais e autorregulatórias de proteção ao investidor-acionista minoritário de varejo

A efetividade das salvaguardas *ex ante* não depende apenas da quantidade de informações, mas do seu poder informacional: simplicidade, saliência e padronização do *disclosure* aumentam a chance de que o investidor capture o essencial (riscos, custos e conflitos) e tome uma decisão consciente.⁵⁶ Em outras palavras, não é o excesso de dados que protege, e sim como eles são apresentados.

O aparato protetivo do mercado brasileiro de ações não é uma “colcha de retalhos”, mas um sistema de defesa escalonado que responde à vulnerabilidade econômica, informacional e política do pequeno investidor: quanto maior a vulnerabilidade, mais densas devem ser as salvaguardas. Em síntese, o desenho combina instrumentos *ex ante* (deveres de informação e adequação de produtos), *ex concomitante* (supervisão tecnológica de mercado) e *ex post* (sanções e reparação), constituindo o que a doutrina descreve como um tripé regulatório de transparência, governança e monitoramento, articulado ao *enforcement* (aplicação coercitiva) dos direitos do investidor minoritário.⁵⁷

56 BESSA, Hudson. Abundância de informação..., op. cit., p. 38-39 (princípios de simplicidade, saliência e padronização do disclosure)

57 EIZIRIK, Nelson Laks. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 45.

Camada 1 — Transparência informacional e adequação de produtos (ex ante).

Esta primeira camada reduz a assimetria informacional e limita *mis-selling* (venda inadequada):

(i) Dever de divulgação contínua (*disclosure-based regulation*). Os atos/fatos relevantes e as informações periódicas e eventuais devem ser divulgados de forma clara, completa e tempestiva. A Resolução CVM nº 44/2021 disciplina a definição, o conteúdo mínimo e o padrão de publicidade do fato relevante⁵⁸; a Resolução CVM nº 80/2022 consolida o regime de registro e de prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores, reforçando a comparabilidade e a uniformidade informacional⁵⁹. Para fins de qualidade informacional — sobretudo quanto a relevância e representação fidedigna — adota-se a Estrutura Conceitual do CPC 00 (R2) (*Conceptual Framework for Financial Reporting*), tornada obrigatória às companhias abertas pela Resolução CVM nº 136/2022⁶⁰, em alinhamento às IFRS⁶¹. No plano econômico, Coffee Jr. sustenta que a divulgação tempestiva é um dos antídotos mais eficientes contra as assimetrias informacionais típicas do mercado de capitais.⁶²

(ii) Adequação de produtos (*suitability*) — adequação do produto ao perfil do cliente: a Resolução CVM 30/2021 impõe aos intermediários o dever de avaliar perfil, objetivos e tolerância a risco do investidor de varejo, impondo linguagem padronizada e limites de alavancagem; a Resolução CVM 160/2022 faz distinções de público-alvo em ofertas.⁶³⁶⁴ Esta fronteira ex ante é crucial para o minoritário pessoa física, que depende do *full disclosure* (divulgação completa e transparente) e de orientação adequada para decidir.⁶⁵

58 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 44, de 23 ago. 2021. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Diário Oficial da União, 24 ago. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 13 ago. 2025.

59 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 80, de 29 mar. 2022. Dispõe sobre o registro e a prestação de informações periódicas e eventuais dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados. Diário Oficial da União, 30 mar. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html>. Acesso em: 13 ago. 2025.

60 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 136, de 15 jun. 2022. Ratifica o Pronunciamento Técnico CPC 00 (R2) — Estrutura Conceitual para Relatório Financeiro — e revoga a Deliberação CVM nº 835/2019. Diário Oficial da União, 20 jun. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol136.html>. Acesso em: 13 ago. 2025.

61 IFRS FOUNDATION. About IFRS Standards. Disponível em: <https://www.ifrs.org/>. Acesso em: 13 ago. 2025.

62 COFFEE JR., John C. Securities Regulation: Cases and Materials. 14. ed. New York: Foundation Press, 2021, p. 51.

63 BRASIL. CVM. Resolução CVM nº 30/2021 (*suitability*), arts. 4º–8º. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol030.html>.

64 BRASIL. CVM. Resolução CVM nº 160/2022 (ofertas públicas), arts. 3º–5º. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol160.html>.

65 Termo *full disclosure*: divulgação completa e transparente; expressão consagrada na regulação informacional (v. notas 55–58).

(iii) Padrões contábeis e referências internacionais: a observância das IFRS (pelo CPC, sob supervisão da CVM) e diretrizes da IOSCO reforça comparabilidade e confiabilidade dos relatórios, reduzindo risco de seleção adversa.⁶⁶

Efeito sistêmico: a Camada 1 opera como piso informacional e de proteção comportamental (“*suitability*”), sem o qual as demais camadas perdem eficácia.

Camada 2 — Governança corporativa e autorregulação (mitigação de conflitos de agência)

A segunda camada mitiga conflitos de agência (divergência entre gestores e acionistas) por meio de direitos societários mínimos (Lei 6.404/1976) e obrigações autorregulatórias da B3 (segmentos especiais). No plano legal, destacam-se: direitos essenciais (art. 109), voto proporcional em Conselho Administrativo, direito de retirada em reorganizações (art. 137) e instalação de conselho fiscal pela minoria qualificada (arts. 161 e 163). A doutrina ressalta a posição estruturalmente frágil do minoritário e a importância de contrapesos internos de controle.⁶⁷⁶⁸

No plano autorregulatório, os segmentos da B3 (Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado) escalam obrigações contratuais adicionais: *free float* mínimo, tag-along de 100%, *one share, one vote* (uma ação, um voto), arbitragem obrigatória e conselheiros independentes. O Novo Mercado representa o padrão mais elevado, exigindo capital apenas com *ON, compliance* reforçado (comitê de auditoria, auditoria interna, políticas de remuneração e riscos) e divulgação simultânea em português e inglês.⁶⁹⁷⁰⁷¹ Para a companhia, há redução de prêmio de risco e ganho reputacional; para o investidor, maior simetria informacional e proteção política/corporativa.⁷²

Efeito sistêmico: a Camada 2 internaliza incentivos de diligência e lealdade por desenho estatutário-contratual, complementando a transparência da Camada 1.

66 IOSCO. Objectives and Principles of Securities Regulation. Disponível em: <https://www.iosco.org/>.

67 CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades por Ações. 6. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2023, v. 2, p. 107–109.

68 BRASIL. Lei nº 6.404/1976 (Lei das S.A.), arts. 109, 137, 161 e 163. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm.

69 B3. Regulamento do Novo Mercado (2023): princípios one share, one vote, tag-along 100%, independência do CA. Disponível em: <https://www.b3.com.br/>.

70 PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019, p. 178.

71 CVM. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 5. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 277–278 (segmentos da B3; free float).

72 Id., p. 263–264 (atribuições da BSM Supervisão de Mercados).

Camada 3 — Monitoramento de mercado e supervisão ativa (detecção, ex-concomitante)

A terceira camada atua em tempo real, com CVM, BSM e B3 rastreando operações (big data/dados massivos e *machine learning*/aprendizado de máquina) para identificar *insider trading*, manipulação de preços e *spoofing* (ordens fictícias). A BSM — com autonomia e orçamento próprios — fiscaliza corretoras, supervisiona operações e administra o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP).⁷³⁷⁴ A Resolução CVM 135/2022 estrutura deveres das entidades administradoras de mercado e o *framework* de autorregulação (com aprovação/controle da CVM).⁷⁵

Medidas cautelares operacionais da B3 (p.ex., *stop orders* — ordens de parada e suspensões temporárias) mitigam danos enquanto a supervisão apura.⁷⁶

Efeito sistêmico: a Camada 3 eleva a probabilidade de detecção e cria desincentivos práticos à fraude, ativando o pipeline sancionatório da camada seguinte.

Camada 4 — Enforcement sancionatório e reparatório (ex post)

Quando se confirmam indícios de infração, a CVM instaura Processo Administrativo Sancionador (PAS), regido pela Resolução CVM 45/2021, com sanções do art. 11 da Lei 6.385/1976 (multa, inabilitação, advertência), além de termo de compromisso como mecanismo consensual.⁷⁷⁷⁸ O enforcement (aplicação coercitiva) tem função repressiva e dissuasória.⁷⁹

No plano penal, a Lei 6.385/1976 tipifica delitos como uso de informação privilegiada e manipulação de mercado (arts. 27º-D e 27-C), acionando o Ministério Público conforme o caso. No plano civil, coexistem: ação *ut singuli* (art. 159, Lei 6.404/1976) e ação civil pública no mercado de capitais (Lei 7.913/1989), cuja legitimidade da CVM foi expressamente prevista pela Lei

73 BRASIL. CVM. Resolução CVM nº 135/2022 (entidades administradoras de mercados organizados). Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol135.html>.

74 BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. Regulamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), 2024. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/>.

75 BRASIL. Lei nº 6.385/1976, art. 11 (sanções). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm.

76 BRASIL. CVM. Resolução CVM nº 45/2021 (PAS). Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol045.html>.

77 Expressão enforcement: aplicação coercitiva da regulação; uso consagrado na doutrina de direito do mercado de capitais (v. notas 73-74).

78 BRASIL. Lei nº 7.913/1989 (ACP no mercado de capitais), com Lei nº 14.195/2021 (legitimidade ativa da CVM).

79 BRASIL. Lei nº 6.404/1976, art. 159 (ação *ut singuli*).

14.195/2021 — avanço institucional que aproxima sanção e indenização e amplia a tutela coletiva.⁸⁰⁸¹⁸²

Como rede de segurança para falhas operacionais de intermediários, o MRP/BSM assegura indenização objetiva (sem exame de culpa) até R\$ 200.000,00 por ocorrência — cobertura elevada a partir de 02/01/2024 — em hipóteses como inexecução de ordens, uso indevido de ativos do cliente e liquidação extrajudicial da corretora.⁸³⁸⁴ (Não cobre oscilações naturais de preço, operações fora da B3, Tesouro Direto etc.)

Estudo de caso — Americanas S.A. (2023-): o colapso contábil expôs a distância entre punição e reparação efetiva do minoritário — o chamado *last-mile problem* (problema da última milha). Houve Recuperação Judicial, procedimentos sancionadores na CVM (por falhas de divulgação e *insider trading*), investigação penal e ações civis individuais/coletivas; contudo, mecanismos coletivos de ressarcimento permanecem limitados, e as multas administrativas não se vinculam por lei ao retorno de valores às vítimas (ausência de *fair funds*).

Efeito sistêmico: a Camada 4 fecha o ciclo com sanção e reparação, mas depende de instrumentos coletivos e de uma ponte financeira-processual que converta punição em indenização de forma célere e proporcional.

Essas camadas articulam-se em sequência lógica—prevenção, mitigação, detecção e reparação—formando uma arquitetura de defesa escalonada capaz de proteger, de maneira proporcional à sua vulnerabilidade, o investidor-acionista minoritário de varejo no mercado brasileiro.

Desse modo, as camadas estatais e autorregulatórias se interpenetram numa arquitetura de defesa escalonada: (i) informação adequada para minimizar riscos de seleção adversa; (ii) governança corporativa para mitigar conflitos de agência; (iii) supervisão tecnológica para detecção precoce de ilícitos; e (iv) *enforcement* sancionatório e reparatório para restaurar a confiança abalada.

A evidência analisada sugere que a efetividade do sistema não se explica primariamente pelo número de normas, mas pela sua coerência e pela capacidade institucional de implementá-las

80 CVM. Guia CVM – MRP (2021), p. 5–6 (hipóteses de cobertura e procedimento).

81 Aumento do teto do MRP para R\$ 200.000,00: deliberação colegiada (30.08.2023), com vigência em 02.01.2024; v. Regulamento MRP/BSM (nota 72).

82 AMERICANAS S.A. Fato Relevante de 11 jan. 2023; Timeline e documentos de RJ (2023–2024) no site de RI.

83 CVM. Nota institucional de 06 set. 2023 (atualização sobre o caso Americanas; menção à ACP); Decisão do Colegiado de 01 abr. 2025 (PAS 19957.019109/2024-25).

84 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 (conflitos de agência: síntese geral; pinpoint introdutório p. 308–310).

com celeridade, previsibilidade e proporcionalidade — especialmente no que toca à proteção do acionista minoritário pessoa física.

3.2.1 Deveres de transparência informacional e divulgação contínua (camada 1 – ex ante)

A transparência informacional firmou-se como um dos eixos estruturantes do modelo regulatório moderno dos mercados de capitais, inspirado na regulação baseada em divulgação (*disclosure-based regulation*) do direito norte-americano. Tal paradigma parte da premissa de que a assimetria de informações compromete a eficiência alocativa e, em última instância, a legitimidade político-econômica do mercado. Coffee Jr. demonstra que o dever de revelar, de forma “ampla, tempestiva e precisa”, todas as informações capazes de afetar o preço dos valores mobiliários “equaliza o jogo competitivo (*levels the playing field*) ao reduzir o poder monopolístico de quem detém a informação escassa”.⁸⁵

No ordenamento brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) positivou esse paradigma sobretudo em dois diplomas que constituem o núcleo do regime informacional das companhias abertas: (i) a Resolução CVM nº 44/2021, que define fato relevante como “qualquer informação potencialmente capaz de influir de modo ponderável na decisão de investimento” e impõe sua divulgação clara, simultânea e on-line⁸⁶; e (ii) a Resolução CVM nº 80/2022, que disciplina a divulgação periódica e eventual, exigindo demonstrações financeiras alinhadas às Normas Internacionais de Relatório Financeiro (*International Financial Reporting Standards* – IFRS), o Formulário de Referência anual e os Informes Trimestrais de Resultados (ITR)⁸⁷.

Como ensina o Professor Bessa, o desenho do *disclosure* deve priorizar (i) simplicidade da linguagem, (ii) saliência do que é crítico (riscos, custos recorrentes e eventuais; governança), e (iii) padronização visual e terminológica, para permitir comparabilidade entre emissores.⁸⁸ Essas diretrizes maximizam o poder informacional do *disclosure* contínuo e periódico, reduzindo vieses de atenção do investidor de varejo.

Evidências discutidas na literatura mostram que, quando os riscos de perda são exibidos primeiro e de forma destacada, os investidores tendem a ancorar a decisão de modo mais prudente, evitando a negligência do risco em ambientes de euforia.⁸⁹ Assim, recomenda-se que relatórios e

85 COFFEE JR., John C. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 14. ed. New York: Foundation Press, 2021, p. 51.

86 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 44, de 23 ago. 2021.

87 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 80, de 29 mar. 2022.

88 BESSA, Hudson. *Abundância de informação...*, op. cit., p. 38-39 (simplicidade, saliência e padronização).

89 Id., p. 40-41 (posição do risco “à frente e em destaque”, com linguagem fluida e hierarquia de relevância).

fatos relevantes tragam “caixas de risco” (*risk boxes*) no início do documento, antes de benefícios e projeções. (“*Warnings*”/Avisos: “*Investors can lose all of, or part of, the capital invested in shares...*” — “Investidores podem perder todo ou parte do capital investido em ações...”)⁹⁰

Complementa-se o arcabouço com o art. 27-D da Lei 6.385/1976, que criminaliza a negociação com informação privilegiada (*insider trading*), reforçando a lógica de “nivelar o campo de jogo”.⁹¹

Destaca-se, ainda, o art. 27-D da Lei 6.385/1976, que criminaliza o uso de informação privilegiada, reforçando a lógica de “nivelar o campo de jogo” proclamada expressamente no art. 4º da Res. 44/2021.

A esse respeito, Eizirik⁹² (2011) enfatiza: “Nenhum mercado goza de credibilidade se o pequeno aplicador se sentir — ou permanecer — desamparado”, afirmativa que reforça a dimensão ética e social do dever de transparência no mercado de capitais, especialmente no que tange à proteção do investidor acionista minoritário. A informação, nesse contexto, transcende o formalismo documental: converte-se em garantia substancial de igualdade de oportunidades decisórias e, portanto, em instrumento de realização do princípio constitucional da livre iniciativa sob perspectiva concorrencial.

Os deveres informacionais desdobram-se em três camadas interdependentes:

- **Divulgação contínua de fatos relevantes** – qualquer deliberação societária ou ocorrência capaz de impactar (i) a cotação do valor mobiliário, (ii) a decisão de investimento de compra, manutenção ou venda ou (iii) o exercício de direitos do acionista deve ser prontamente revelada, coibindo a negociação com informação privilegiada (*insider trading*).
- **Disclosure periódico e eventual** – A Resolução CVM 80/2022 — que sistematiza o regime de divulgação periódica e eventual das companhias abertas — introduziu um conjunto de obrigações padronizadas que visam tornar as informações corporativas não apenas acessíveis, mas também homogêneas e comparáveis entre emissores. No campo periódico, a norma exige, por exemplo, (i) demonstrações financeiras anuais auditadas elaboradas segundo o padrão IFRS, (ii) o Formulário de Referência atualizado anualmente, no qual a companhia descreve sua estrutura societária, fatores de risco, política de dividendos, práticas de governança e informações sobre a alta administração, e (iii) os Informes Trimestrais de Resultados (ITRs), que oferecem uma visão tempestiva do desempenho econômico-

90 Id., p. 32-33 (modelo de summary prospectus com quadro “WARNINGS”; tradução nossa).

91 BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 dez. 1976. Art. 27-D.

92 EIZIRIK, N.; et al. Mercado de Capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

financeiro a cada trimestre. Já no âmbito eventual, a Resolução determina a divulgação imediata de documentos ou fatos que possam influenciar a decisão de investimento, como incorporações, cisões, alterações relevantes de controle ou mudanças na política de remuneração dos executivos. Ao exigir que todos esses relatórios sigam layouts uniformes, a CVM reduz a margem para relatórios seletivos, facilita a comparação entre empresas do mesmo setor e fortalece a *accountability* dos administradores, pois eventuais inconsistências ou omissões tornam-se mais facilmente detectáveis por investidores, analistas e órgãos de fiscalização. Em síntese, a Res. 80/2022 opera como um eixo central da política de transparência, mitigando assimetrias informacionais e reforçando a confiança no mercado de capitais brasileiro.

- **Publicidade de negociações de pessoas obrigadas** – administradores e controladores devem noticiar suas negociações pessoais, permitindo aos demais agentes inferir sinais de governança ou, inversamente, potenciais conflitos de interesse.

Todavia, a aparente completude do regime oculta uma lacuna: a CVM não diferencia as categorias de investidores quanto à forma e à profundidade do conteúdo divulgado. Trata-se, como anota a doutrina, de um modelo “tamanho único” (*one-size-fits-all*), que pode agravar assimetrias cognitivas ao privilegiar agentes munidos de aparato analítico sofisticado em detrimento dos investidores pessoa física, muitas vezes neófitos. A eficácia do direito à informação não se esgota na simples disponibilização de dados; exige utilidade, inteligibilidade e tempestividades adequadas ao público-alvo.

Em vista desse déficit, impõe-se reflexão crítica sobre: (a) segmentação do *disclosure* por perfis de risco, (b) emprego sistemático de linguagem simples (*plain language*) nos comunicados e (c) integração de canais digitais acessíveis, convertendo o reconhecimento formal do direito em concretude material.

A transparência informacional, longe de formalismo burocrático, ergue-se como pilar normativo apto a reforçar a confiança sistêmica, catalisar o desenvolvimento do mercado de capitais.

3.2.2 Adequação de produtos (*suitability*): A Proteção do Cliente no Âmbito do Mercado de Capitais (Camada 1 – ex ante)

A exigência de *suitability* – palavra inglesa cuja acepção mais próxima em português é “adequação” ou “compatibilidade” – constitui pilar contemporâneo da governança dos mercados de capitais. Seu propósito é mitigar o tradicional problema da assimetria informacional que permeia a relação entre distribuidores de valores mobiliários e investidores de varejo, prevenindo o denominado *misselling* (venda inadequada).⁹³

No Brasil, o tema adquire crescente densidade normativa desde a primitiva Instrução CVM 539/2013 até a moderna Resolução CVM 30/2021. Já nos Estados Unidos, a Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) consolidou a matéria na Rule 2111, posteriormente reforçada pela *Regulation Best Interest* (Reg BI) da *Securities and Exchange Commission* (SEC), que conferiu estatuto fiduciário expresso à obrigação de recomendar produtos no “melhor interesse” do cliente.

A Resolução CVM 30/2021 unificou e aperfeiçoou as normas difusas então existentes, alçando a adequação de produtos à categoria de dever público-regulatório dos intermediários.⁹⁴ A lógica subjacente, segundo a própria CVM, é fomentar um “mercado livre, eficiente e competitivo” em que o investidor assuma apenas os riscos inerentes ao negócio por ele conscientemente escolhido.⁹⁵

O art. 5º da Resolução institui quatro obrigações centrais: (i) Anamnese do investidor – questionário periódico que abrange tolerância a risco, horizonte temporal e objetivos financeiros; (ii) Classificação de produtos por faixas de risco; (iii) Recusa ou bloqueio automático de ordens incompatíveis; (iv) Registro e guarda das informações e justificativas de deferimento/recusa.⁹⁶

A *suitability* opera no ponto de contato entre informação e comportamento. Em decisões de investimento, heurísticas (ex.: familiaridade, ancoragem, contabilidade mental) e o efeito de enquadramento (*framing effect*, “efeito de frame”, i.e., a forma de apresentação altera a escolha) podem desalojar a coerência entre produto e perfil.⁹⁷ Por isso, além de coletar dados do cliente, o intermediário deveria estruturar a apresentação das alternativas para guiar a atenção ao que realmente importa para aquele perfil — uma arquitetura da escolha (*nudge*, “empurrão”) que reduz erro previsível sem suprimir a liberdade decisória.⁹⁸

93 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 5. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 393-395.

94 Idem, p. 394-395.

95 Idem, p. 63-64.

96 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM 30, de 11 de fevereiro de 2021. Art. 5º. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/>. Acesso em: 9 jul. 2025.

97 BESSA, Hudson. Abundância de informação..., op. cit., p. 26-29 (Sistemas 1/2, fluência, heurísticas e framing).

98 Id., p. 29-31 (uso de nudge/arquitetura da escolha; explicação e exemplos; tradução/explicação nossas).

Como ensina o Professor Bessa, simulações de perda e cenários de estresse colocados antes de custos e potenciais ganhos ajudam a conter o excesso de confiança e a sobre-extrapolação de tendências recentes, típicos do investidor de varejo.⁹⁹ A adoção de tais arranjos de design deveria ser prevista em norma específica, de modo a reforçar o critério de *suitability*, tornando evidentes as condições que o cliente efetivamente estaria disposto a tolerar.

A Autorregulação da ANBIMA complementa o regime, exigindo a segmentação mínima em três perfis de risco (conservador, moderado e arrojado) e impondo às instituições signatárias diretrizes procedimentais específicas.¹⁰⁰

Ao coibir recomendações dissociadas do perfil do investidor, o sistema brasileiro busca evitar perdas patrimoniais que desafiem a confiança no mercado. O Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos, administrado pela B3, atua como rede de proteção secundária quando falhas operacionais do intermediário resultam em danos diretos ao cliente.¹⁰¹

O modelo norte-americano - FINRA Rule 2111 – a tríplice obrigação de adequação.

Desde 2012, a Rule 2111 impõe três níveis de diligência: (i) *reasonable-basis suitability* (o produto deve ser razoavelmente adequado a algum universo de investidores), (ii) *customer-specific suitability* (deve ser adequado ao perfil concreto do cliente) e (iii) *quantitative suitability* (o conjunto de transações não pode ser excessivo ou abusivo).¹⁰²

Em vigor desde 2020, a Reg BI converteu a velha obrigação de adequação em verdadeiro padrão fiduciário. O profissional deve agir no “melhor interesse” do investidor (*duty of care*), submetendo-se a quatro obrigações cumulativas: (i) *Disclosure* – transparência, em linguagem clara, sobre riscos, custos e potenciais conflitos; (ii) *Care* – análise comparativa de custos e benefícios de cada alternativa; (iii) *Conflict of Interest* – identificação, mitigação ou eliminação de conflitos; (iv) *Compliance* – manutenção de políticas e registros que comprovem a observância do dever.¹⁰³

A Reg BI insere-se em arquitetura regulatória híbrida: autorregulação (FINRA) + supervisão federal (SEC), potencializando a eficácia do *enforcement*.

99 Id., p. 40-41

100 ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. Diretriz de Suitability nº 1/19. São Paulo, 2019.

101 B3. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – Manual do Investidor. São Paulo: B3, 2024, p. 309-311.

102 FINRA. Rule 2111 – Suitability. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2111>. Acesso em: 9 jul. 2025.

103 UNITED STATES OF AMERICA. Securities and Exchange Commission. Regulation Best Interest: The Broker-Dealer Standard of Conduct. Release No. 34-86031, 5 jun. 2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/>. Acesso em: 9 jul. 2025.

Com base nos apontamentos acima a respeito das particularidades de cada sistema, podemos fazer o seguinte quadro comparativo:

Critério	Brasil (CVM30/2021+ANBIMA)	EUA (FINRA2111+SECREG BI)
Natureza do dever	Regra de conduta pautada na “adequação” (<i>suitability</i>)	Padrão fiduciário de “melhor interesse” (<i>best interest</i>)
Estrutura regulatória	Regulação estatal (CVM) e autorregulação setorial (ANBIMA)	Dupla camada: autorregulação (FINRA) + supervisão direta (SEC)
Escopo do perfil do cliente	Questionário padronizado, revisto periodicamente	“Investment profile” amplo, incluindo fatores de saúde, situação familiar e tributária
Classificação de produtos	Faixas de risco definidas pela instituição, sem metodologia única	Dever implícito de diligência técnica; FINRA emite guidance periódica
Sanções	Multas administrativas, suspensão, indenização via MRP	Multas civis, <i>disgorgement</i> , bars profissionais e ações privadas
Cultura de mercado	Ênfase educacional recente, ainda em consolidação	Tradição consolidada de responsabilidade fiduciária e compliance

Percebe-se que o regime norte-americano adiciona obrigação substancial de colocar o interesse do cliente acima de incentivos comissionados, ao passo que o modelo brasileiro ainda privilegia procedimentos formais de verificação. A ampliação do *duty of care* nos EUA reduz a margem para venda excessiva de produtos complexos, enquanto o Brasil caminha, mas não iguala, tal rigor fiduciário.

O alinhamento entre perfil do investidor e produto financeiro é condição *sine qua non* para a funcionalidade social do mercado de capitais. O Brasil avançou ao codificar a *suitability* na Resolução 30/2021 e ao fortalecer a autorregulação, mas ainda pode absorver lições do modelo norte-americano – sobretudo a transformação da adequação em verdadeiro compromisso fiduciário e a adoção de mecanismos de supervisão coordenada que combinem eficiência de mercado e severidade sancionatória.

3.2.3. Governança corporativa e direitos societários mínimos (Camada 2 - ex ante)

No contexto da proteção jurídica conferida aos acionistas minoritários no mercado de capitais brasileiro, a governança corporativa desempenha papel central, servindo como instrumento normativo e prático de equacionamento das assimetrias de poder nas estruturas societárias. Nesse sentido, a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conhecida como Lei das Sociedades por Ações, estabelece um conjunto de prerrogativas fundamentais, cujo objetivo é conferir aos acionistas não controladores condições mínimas de participação, deliberação e fiscalização na companhia.

Entre os direitos societários consagrados, destacam-se, de forma exemplar, os seguintes: o voto proporcional na eleição de membros do conselho de administração, a prerrogativa de retirada do acionista dissidente nos casos de reorganização societária, como fusões, cisões e incorporações (arts. 5º e 137 da referida lei), bem como a possibilidade de instalação de conselho fiscal, a qualquer tempo, mediante requerimento de acionistas que representem, ao menos, 2% (dois por cento) do capital social da companhia (art. 161).

A criação e o funcionamento do conselho fiscal como órgão independente e autônomo da estrutura de governança da companhia visam justamente a proporcionar um instrumento de fiscalização da gestão societária. A atuação desse órgão é garantida ainda que a maioria do capital social não manifeste interesse em sua constituição, bastando, para tanto, o requerimento da minoria qualificada (art. 163 da Lei nº 6.404/1976).

Ademais da disciplina legal posta na Lei nº 6.404/1976 e nas resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão estruturou, desde 2000, quatro grandes degraus de autorregulação em matéria de governança corporativa — **Mercado Tradicional, Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado** — por meio dos quais as companhias podem voluntariamente assumir obrigações crescentes de transparência e de proteção acionária. A lógica subjacente a essa arquitetura regulatória consiste em premiar, com maior visibilidade e potencial redução do custo de capital, as sociedades que aceitam renunciar a determinadas prerrogativas societárias em prol de um alinhamento de interesses entre gestores e investidores.

No **Mercado Tradicional**, a empresa satisfaz apenas os requisitos mínimos previstos em lei e nas normas da CVM. Não há exigência adicional de *free float* (o mínimo de ações em circulação no mercado) nem de composição do conselho de administração, de sorte que os direitos dos minoritários permanecem restritos ao patamar estatutário-legal. A vantagem competitiva, para a companhia, reside na menor carga de *compliance* (conformidade) e de custos de divulgação; entretanto, do ponto de vista do investidor, a assimetria informacional persiste elevada e a liquidez dos papéis tende a ser mais modesta.

O **Nível 1** inaugura o primeiro salto qualitativo: exige *free float* mínimo de 20 % (ou 15 % quando o volume médio diário de negociações supera R\$ 20 milhões) e impõe a divulgação de calendário anual de eventos corporativos, reforçando o princípio da *disclosure* (divulgação de informações) plena¹⁰⁴. Para a empresa, o ingresso nesse segmento favorece a ampliação da base acionária e sinaliza compromisso incremental com transparência; contudo, obriga a adoção de rotinas de prestação de contas mais onerosas. Para o investidor, há ganho razoável de liquidez e previsibilidade informacional, mas os direitos políticos ainda não atingem o padrão máximo.

Já o **Nível 2** aproxima-se do grau de excelência do Novo Mercado, porém permite que o capital continue dividido entre ações ordinárias (ON) e preferenciais (PN). Neste segmento, além do *tag along* integral (direito de acompanhamento) de 100 % para ON e PN em caso de alienação de controle, os preferencialistas recebem direito de voto em matérias estruturais (fusões, incorporações, contratos partes relacionadas)¹⁰⁵. A empresa mantém a flexibilidade de financiar-se via PNs, mas deve submeter eventuais conflitos à Câmara de Arbitragem do Mercado e produzir relatórios mais extensos, o que eleva custos fixos; por outro lado, investidores percebem incremento relevante de proteção jurídica, ainda que aceitem a coexistência de classes acionárias distintas.

Vale explicar melhor o direito de *tag-along* integral, ou seja, a obrigatoriedade de extensão da oferta de aquisição, em igualdade de condições, a todos os acionistas minoritários, em caso de alienação do controle societário da companhia, conforme ensina Pinheiro¹⁰⁶:

Nos casos em que ficar caracterizada a alienação de controle da empresa aberta, o novo controlador tem a obrigação de realizar oferta pública para adquirir as ações pertencentes aos acionistas minoritários com direito a voto.

Essa é uma maneira de os acionistas minoritários com participação no capital votante obterem o direito ao *tag along* (possibilidade atribuída ao minoritário de alienar suas ações ao novo controlador, por ocasião da transferência do controle de empresa aberta).

Os elementos que tornam obrigatória a realização da oferta pública para aquisição das ações pertencentes aos acionistas minoritários são: que os integrantes do bloco de controle cedam suas ações para terceiro e este assuma posição dominante na empresa, isto é, que o resultado da operação institua a presença de um novo acionista controlador ou grupo de controle; e que a transparência do controle apresente caráter oneroso, ou seja, que os antigos controladores recebam algum pagamento pela cessão das ações que compõem o bloco de controle. (PINHEIRO, 2019, p. 178).

No topo da pirâmide, o **Novo Mercado** estabelece o paradigma de “*one share, one vote*” (uma ação, um voto), suprimindo a emissão de PNs e exigindo capital formado exclusivamente por ON. Entre outras obrigações, impõe (i) *free float* de 25 % (ou 15 % mediante condições de liquidez), (ii) conselho de administração com, no mínimo, dois conselheiros independentes ou 20 % de

104 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro. 5. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 277

105 Idem, p. 278.

106 PINHEIRO, Juliano Lima Mercado de capitais / Juliano Lima Pinheiro. – 9. ed. – São Paulo: Atlas, 2019, p. 178.

independência, (iii) comitê de auditoria, área de auditoria interna e função de *compliance*, (iv) elaboração de políticas formais de remuneração, gerenciamento de riscos e partes relacionadas, e (v) divulgação simultânea em português e inglês¹⁰⁷. Do ângulo empresarial, as vantagens concentram-se na redução do *equity premium*, na ampliação do acesso a *pools* de capitais internacionais e na valorização reputacional; as desvantagens gravitam em torno da proibição de emitir PNs (que tradicionalmente diluem menos o controle) e do significativo incremento de custos de governança. Para o investidor, o Novo Mercado representa o maior grau de simetria informacional, liquidez e segurança jurídica — não obstante, tais atributos costumam se refletir num prêmio de preço a pagar pela ação, além de não eliminarem por completo riscos de agência internos.

Em síntese, a gradação dos segmentos especiais da B3 opera como um cardápio regulatório: a companhia escolhe o nível que melhor equilibra, no seu caso concreto, custo de governança e benefício reputacional; o mercado, por sua vez, precifica essa escolha, recompensando as firmas que internalizam padrões mais robustos de governança — e punindo, pelo *spread* de risco, aquelas que permanecem nos patamares mínimos. Afinal, governança corporativa, antes de um conjunto de regras, constitui-se em ativo reputacional que, quando bem gerido, converte-se em valor de longo prazo para todas as partes interessadas¹⁰⁸.

3.2.4 Monitoramento de mercado e supervisão ativa (Camada 3 – ex concomitante)

No exercício de sua função fiscalizatória e regulatória, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em conjunto com a BSM Supervisão de Mercados — entidade autorreguladora responsável pela supervisão das atividades dos participantes do mercado administrado pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão — tem adotado instrumentos tecnológicos avançados, baseados em ciência de dados e inteligência artificial, para identificar condutas atípicas que possam configurar ilícitos no âmbito do mercado de capitais.

107 Idem, p. 276.

108 SILVA, A. L. C. Governança corporativa e sucesso empresarial. São Paulo: Saraiva, 2006, p. 43-45.

Em termos práticos, a atuação da BSM Supervisão de Mercados se revela essencial na arquitetura de proteção ao mercado de capitais brasileiro. Essa função é exercida com rigor técnico, conforme declarado pela própria instituição em seu sítio eletrônico oficial¹⁰⁹:

Monitoramos todas as ofertas e operações realizadas nos mercados organizados administrados pela B3. Por meio dessa atividade, buscamos identificar indícios de operações irregulares, tais como manipulação de ofertas e preços, criação de condições artificiais de oferta e demanda, utilização indevida de informação privilegiada, operações fraudulentas e lavagem de dinheiro.

Durante essa atividade, que pode ter início pela sinalização de alertas criados no monitoramento supervisionado da BSM, são realizadas análises a fim de se identificar irregularidades, momento no qual os Participantes envolvidos podem ser chamados a prestar esclarecimentos e informações sobre as operações, ofertas e clientes envolvidos.

Uma vez aprofundada a análise e aberto o caso dentro da BSM, o processo pode ser arquivado ou encaminhado para eventual aplicação de medida de Enforcement. (BSM, 2025)

<https://www.bsmsupervisao.com.br/supervisao-de-mercado?section=como-funciona>. Acessando em 13/06/25)

O termo “enforcement”, conforme empregado pela entidade, corresponde ao conceito de “ação coercitiva” ou “aplicação de medidas sancionatórias”, sendo usualmente adotado na literatura regulatória internacional para designar o conjunto de medidas administrativas e punitivas adotadas por autoridades de supervisão com vistas à repressão de condutas ilícitas e à preservação da confiança no sistema financeiro.

A Resolução CVM nº 135, de 10 de outubro de 2022, estabelece o marco normativo para a identificação e repressão às práticas fraudulentas e de manipulação de mercado, disciplinando o art. 27-C da Lei nº 6.385/1976. Essa norma atualiza os procedimentos e critérios para apuração de condutas como manipulação de preços, disseminação de informações falsas e operações fraudulentas, definindo o escopo e os limites das condutas vedadas com base no impacto potencial sobre a formação de preços, liquidez e decisões de investimento.

No plano operacional, os sistemas automatizados da CVM e da BSM incorporam algoritmos de varredura com capacidades de big data e aprendizado de máquina (*machine learning* — em português, “aprendizado de máquina”), capazes de processar grandes volumes de dados transacionais em tempo real. Esses algoritmos rastreiam padrões anômalos de negociação, como variações abruptas de preço e volume, comportamentos atípicos de mercado, correlações entre ordens e notícias falsas disseminadas em redes sociais e canais digitais — condutas que, isolada ou

109 BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. Supervisão de Mercado: como funciona. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/supervisao-de-mercado?section=como-funciona>. Acesso em: 13 jun. 2025.

conjuntamente, podem indicar o cometimento de manipulação de mercado ou uso indevido de informação privilegiada.

A própria CVM destaca que a Resolução nº 135/2022 “visa aprimorar os mecanismos de supervisão e sanção das práticas ilícitas no mercado de valores mobiliários, elevando o grau de sofisticação dos instrumentos de detecção, inclusive com a incorporação de tecnologias disruptivas e análise de dados em larga escala”.

Em caso de *red flag* — expressão da terminologia internacional que significa “alerta vermelho” ou “sinal de alerta” — detectado por esses sistemas, a CVM pode instaurar investigação preliminar no prazo máximo de 48 horas, com vistas à colheita de provas e averiguação da materialidade e autoria das infrações eventualmente praticadas. Essa celeridade busca impedir a consolidação dos efeitos lesivos sobre o mercado e proteger os investidores de boa-fé.

Paralelamente, a B3 dispõe de instrumentos de resposta imediata, como a suspensão cautelar de negociações com ativos envolvidos e a emissão de ordens administrativas de paralisação, conhecidas como *stop orders* — termo que pode ser traduzido como “ordens de parada”. Tais medidas visam interromper ou mitigar danos patrimoniais em tempo real, assegurando a estabilidade do ambiente de negociação e a integridade do processo de formação de preços.

Essas práticas refletem a evolução do aparato regulatório brasileiro, que tem buscado acompanhar o dinamismo e a complexidade dos mercados modernos, caracterizados pela elevada velocidade das transações e pela interconexão de múltiplos canais informacionais.

Portanto, conforme pontua Eizirik, a atuação coordenada entre a CVM, a BSM e a B3, amparada por uma base normativa robusta e por tecnologia de ponta, constitui ferramenta essencial para o monitoramento preventivo do mercado, funcionando como verdadeira linha de frente contra condutas ilícitas e distorções que possam comprometer a confiança dos investidores e a eficiência do sistema¹¹⁰.

3.2.5 Processo Administrativo Sancionador (PAS) (Camada 4 - ex post)

Uma vez detectada, por meio de seus sistemas automatizados de supervisão, ou a partir de denúncia ou comunicação obrigatória, a prática de infração às normas que regem o mercado de capitais, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) poderá instaurar o competente Processo

110 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de F. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019, p. 40-41.

Administrativo Sancionador (PAS). Este procedimento é atualmente disciplinado pela Resolução CVM nº 45¹¹¹, de 2021, que regulamenta os princípios, etapas e garantias aplicáveis à persecução administrativa de condutas que atentem contra a integridade, transparência ou regularidade do mercado de valores mobiliários.

A abertura do PAS insere-se na lógica do chamado “enforcement regulatório” — expressão oriunda da doutrina anglo-americana que, traduzida, significa “aplicação coercitiva da regulação” — e tem por finalidade não apenas reprimir a conduta ilícita, mas sobretudo dissuadir novos comportamentos infracionais, promovendo um ambiente de confiança para os investidores e a estabilidade do sistema financeiro nacional.

Nos termos do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, com redação atualizada, e conforme detalhado pela Resolução CVM nº 45/2021, o rol de sanções aplicáveis pela autarquia compreende:

- Multa pecuniária, que pode atingir o valor de até R\$ 50.000.000,00 (cinquenta milhões de reais) por infração, ou até o triplo da vantagem econômica obtida ou pretendida pelo infrator;
- Inabilitação temporária, por prazo determinado, para o exercício de cargo de administrador ou conselheiro fiscal em companhia aberta ou em outras entidades supervisionadas;
- Advertência pública, de caráter não pecuniário, com função pedagógica e reputacional.

Além das sanções principais, o processo pode culminar em imposição de penalidades acessórias, como obrigações de fazer ou não fazer, conforme o grau de gravidade da conduta e seus impactos sobre o mercado.

Importa ressaltar que, como mecanismo alternativo e consensual de resolução de conflitos, a CVM está legalmente autorizada a celebrar Termo de Compromisso, conforme previsto no § 5º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976. Este instrumento permite a suspensão do PAS mediante a assunção, pelo investigado, de obrigações específicas que se revelem convenientes, oportunas e proporcionais à natureza da infração apurada.

De todo modo, o poder sancionador da CVM está sujeito aos princípios constitucionais do devido processo legal, da ampla defesa e do contraditório, exigindo-se, para a imposição de

111 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 45, de 2021. Dispõe sobre o processo administrativo sancionador no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br>. Acesso em: 13 jun. 2025.

qualquer penalidade, a devida motivação e observância do rito estabelecido, como forma de assegurar legitimidade e segurança jurídica às decisões proferidas.

3.2.6 Sanções penais (Camada 4 – ex post)

A repressão penal às condutas fraudulentas no mercado de capitais representa uma dimensão essencial da tutela jurídica da integridade dos mercados financeiros, especialmente em face das práticas que atentam contra a isonomia informacional e a confiança dos investidores. No ordenamento jurídico brasileiro, os artigos 27-C e 27-D da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, preveem sanções penais específicas para dois tipos de infrações particularmente graves: a manipulação de preços de ativos mobiliários e o uso indevido de informação relevante ainda não divulgada ao mercado, conhecida pela expressão inglesa *insider trading* — cuja tradução literal é “negociação com informação privilegiada”.

O tipo penal previsto no art. 27-C da Lei nº 6.385/1976 refere-se à manipulação de mercado, que consiste em “realizar operações simuladas ou executar outras manobras fraudulentas destinadas a elevar, manter ou baixar a cotação, o preço ou o volume negociado de um valor mobiliário, com o fim de obter vantagem indevida ou lucro, para si ou para outrem, ou causar dano a terceiros”.

Wellisch¹¹² delimita bem a conduta a ser combatida:

O bem jurídico tutelado pelo crime de *insider trading* é o regular funcionamento do mercado de valores mobiliários e, portanto, a estabilidade e a confiança nos mercados, mais precisamente o processo de disclosure, ou seja, da ampla e completa divulgação de informações, como elemento essencial para a proteção aos investidores do mercado de capitais e a própria eficiência de tal mercado, assim como a atuação regulatória e fiscalizatória da CVM. (WELLISCH, 2017, p. 281)

Uma vez delineado o conceito jurídico de *insider trading*, bem como os fundamentos que justificam sua vedação no ordenamento brasileiro, impõe-se, como etapa subsequente da análise, a devida conceituação dos elementos que compõem a estrutura típica dessa conduta, notadamente os conceitos de “informação relevante” e “informação privilegiada”.

112 WELLISCH, Julya Sotto Mayor. INFRAÇÕES ADMINISTRATIVAS E WELLISCH, Julya Sotto Mayor. INFRAÇÕES ADMINISTRATIVAS E CRIMES CONTRA O MERCADO DE CAPITAIS. In: COMITÊ CONSULTIVO DE EDUCAÇÃO DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (org.). Direito do Mercado de Valores Mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2017. p. 241–298. p. 281.

Nelson Eizirik¹¹³ (2011, p. 372-373), reconhecido jurista e especialista em direito do mercado de capitais, oferece uma definição precisa e amplamente adotada no meio acadêmico e regulatório, sendo a informação relevante é aquela que:

[...] possa influir, de modo ponderável, na cotação dos valores mobiliários, causando, uma vez divulgada, sua alta ou queda. Trata-se daquela informação que seria levada em consideração por um investidor médio ao negociar com os valores mobiliários. Assim, a noção de fato relevante abrange qualquer evento que potencialmente acarrete efeitos significativos sobre as negociações de títulos de emissão da companhia. [...] para se configurar o *insider trading*, a informação além de relevante deve ser sigilosa, ainda não divulgada ao mercado [...] (i) tem um caráter razoavelmente preciso, ou seja, refere-se a um fato, não a meros rumores, apresentando, pois, um mínimo de materialidade; (ii) não está disponível para o público; (iii) é tida como price sensitive, isto é, poderia, caso divulgada, afetar a cotação dos títulos; e (iv) refere-se a valores mobiliários ou seus emissores. (EIZIRIK, 2011, p. 372-373)

O ilícito de *insider trading* também é definido e tipificado no âmbito administrativo, por meio da Lei nº 6.404/76 (Lei das S.A), no art. 155, que trata do dever de lealdade do administrador à companhia. Os parágrafos 1º e 4º do referido artigo trazem o dever de guarda e a vedação ao uso indevido de informações privilegiadas nos seguintes termos:

§ 1º Cumpre, ademais, ao administrador de companhia aberta, guardar sigilo sobre qualquer informação que ainda não tenha sido divulgada para conhecimento do mercado, obtida em razão do cargo e capaz de influir de modo ponderável na cotação de valores mobiliários, sendo-lhe vedado valer-se da informação para obter, para si ou para outrem, vantagem mediante compra ou venda de valores mobiliários.

(...)

§ 4º É vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários.

Como bem observou a Comissão de Valores Mobiliários¹¹⁴ a proibição normativa dirige-se a todos, ou seja, administradores ou não, bastando o conhecimento pelo agente da informação caracterizada como privilegiada, pois:

Vê-se que todas as normas citadas vedam o uso de informação privilegiada para obtenção de vantagem mediante negociação de valores mobiliários, sejam os acusados administradores da companhia ou não, sem entrar no mérito de como a informação foi obtida. Não há exigência de que a informação tenha sido obtida de forma fraudulenta ou com quebra do dever fiduciário para uma condenação administrativa e penal. (CVM, 2023, p. 50)

113 EIZIRIK, Nelson Laks. Lei das S/A Comentada V.2. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2011, p. 372-373.

114 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Construindo as bases da regulação financeira moderna no Brasil. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2023. 130p., p. 50.

A CVM¹¹⁵ cita como exemplo notório a aquisição de controle da Perdigão pela Sadia:

É notório o caso da aquisição de controle da Perdigão, quando administradores ligados à Sadia negociaram papéis da Perdigão antes do anúncio de uma oferta de aquisição hostil por parte da Sadia. Os envolvidos usaram informações confidenciais em benefício próprio e foram condenados tanto na esfera administrativa quanto criminal. Essas condenações deixam claro que o insider não precisa ser administrador ou funcionário da companhia negociada para que a atividade seja considerada ilícita. (CVM, 2023, p.50)

Outro precedente emblemático que reforça a imprescindibilidade das sanções penais e administrativas no combate ao uso ilícito de informações privilegiadas é o denominado “caso JBS 2017”. Dias antes de vir a público a colaboração premiada firmada pelos controladores da JBS S.A. com a Procuradoria-Geral da República – acordo cuja divulgação depreenderia forte repercussão política e, por consequência, impacto nos preços de ativos –, as sociedades ligadas a Joesley e Wesley Batista compraram, no mercado, entre US\$ 750 milhões e US\$ 1 bilhão em contratos de dólar e, simultaneamente, alienaram cerca de R\$ 327,4 milhões em ações de própria emissão. A informação sobre a delação constituía, portanto, *price-sensitive* e ainda sigilosa, de modo que tais operações configuraram aparente *insider trading*¹¹⁶.

A repercussão foi imediata: no dia 18 de maio de 2017, após a notícia vazar, o Ibovespa acionou *circuit breaker* em razão da súbita volatilidade cambial e do tombo das ações da companhia. Em resposta, a Comissão de Valores Mobiliários instaurou o Inquérito Administrativo n.º 19957.005390/2017-90 (e processos derivados), culminando, anos depois, no Processo Administrativo Sancionador n.º 19957.004676/2018-39. Em 18 de abril de 2023, o Colegiado da CVM aprovou termo de compromisso que obrigou cada um dos irmãos Batista ao pagamento de R\$ 3,25 milhões e condicionou o arquivamento definitivo do feito ao adimplemento das obrigações¹¹⁷.

Paralelamente, no âmbito penal, o episódio motivou a prisão preventiva dos empresários por suposta violação dos arts. 27-C e 27-D da Lei 6.385/1976. O Supremo Tribunal Federal, no HC 148.240/DF (Rel. Min. Gilmar Mendes, julgado em 22.9.2017), manteve a custódia cautelar sob o argumento de que a conduta “afetou gravemente a economia nacional” e revelou propensão à reiteração delitiva¹¹⁸. Embora posteriormente revogada, a medida evidencia a dimensão criminal que

115 Idem.

116 ASSAD, E. D. B.; RODRIGUES, F. S. R.; SILVA, K. P. O uso indevido de informações privilegiadas no mercado financeiro e o Direito Penal Econômico. In: ALVARENGA, I. D. M. et al. (org.). Direito penal econômico. [s.l.: s.n.], 2024, p. 156-158.

117 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão Colegiada de 18 abr. 2023 – PAS 19957.004676/2018-39. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm>. Acesso em: 5 maio 2025.

118 BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Habeas Corpus 148.240/DF, Rel. Min. Gilmar Mendes, DJe 26 set. 2017.

o ordenamento confere às práticas que distorcem a formação de preços e abalam a confiança do público investidor.

Dessarte, o episódio da JBS, desencadeado em 2017, converte-se em paradigma eloquente para confirmar que o ilícito de *insider trading* dispensa a condição de o agente integrar os quadros administrativos, societários ou funcionais da companhia emissora: basta que ele, por qualquer meio — lícito ou espúrio —, tenha obtido acesso a informação relevante ainda sigilosa para, a partir dela, realizar negociações capazes de lhe proporcionar benefício econômico indevido. Tal constatação reforça, de maneira incontornável, o entendimento de que a sinergia entre os domínios sancionatórios penal e administrativo é imprescindível à salvaguarda da integridade e da credibilidade do mercado de capitais brasileiro, porquanto viabiliza a repressão efetiva a condutas que, além de atentarem contra o processo de formação de preços, corroem a confiança sistêmica indispensável ao funcionamento eficiente desse mercado.

Com efeito, a prática de *insider trading* — assim como a manipulação de preços — compromete o regular funcionamento do ambiente bursátil, promove distorções na precificação dos ativos e afeta, em cascata, não apenas os interesses imediatos dos investidores diretamente lesados, mas o equilíbrio e a transparência do mercado como um todo. Não é por outro motivo que, à margem das penalidades administrativas aplicadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), torna-se necessária a atuação complementar do Direito Penal, como instrumento vocacionado a tutelar a ordem econômica e a moralidade nos negócios, conferindo resposta coercitiva proporcional à gravidade da infração.

Cumprido destacar, por derradeiro, que a vedação ao uso de informação privilegiada recai sobre qualquer pessoa que, de algum modo, tenha tido contato com o dado sensível — e não apenas sobre administradores, diretores ou empregados da companhia emissora —, compreensão essa que foi reafirmada pela própria Autarquia ao julgar o emblemático caso Sadia/Perdigão, ocasião em que se concluiu, com todas as letras, que “o insider não precisa ser administrador ou funcionário da companhia negociada para que a atividade seja considerada ilícita” (CVM, 2023, p. 50).

3.2.7 Reparação civil coletiva e individual (Camada 4 – ex post)

A Lei das Sociedades por Ações, consagrada pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, estrutura um regime jurídico que visa à responsabilização dos administradores por atos que violem a lei, o estatuto social ou o dever de diligência e lealdade para com a companhia. O cerne

dessa responsabilização está previsto no artigo 159, que distingue as ações judiciais conforme a natureza do prejuízo causado — se este atinge diretamente o acionista ou a sociedade.

A primeira modalidade é a ação individual, cabível nos casos em que o administrador causa dano direto ao patrimônio do acionista. Exemplos incluem a obstrução do direito de preferência na subscrição de ações ou o impedimento de participação em assembleia geral. Nesses casos, o acionista lesado detém legitimidade exclusiva para a propositura da ação, com base no caput do artigo 159 da Lei das S.A.¹¹⁹

A segunda modalidade é a ação social, voltada à reparação dos prejuízos sofridos pela própria companhia em decorrência de atos ilícitos dos administradores. O ordenamento jurídico brasileiro reconhece três formas de ação social: (i) a ação “*ut universi*”, ajuizada pela própria sociedade mediante deliberação da assembleia geral; (ii) a ação “*ut singuli derivativa*”, proposta por acionistas que representem pelo menos 5% do capital social com direito a voto, quando a assembleia se omitir quanto à deliberação de ajuizamento da demanda; e (iii) a ação “*ut singuli substitutiva*”, que pode ser intentada por qualquer acionista caso a companhia, mesmo após autorização assemblear, permaneça inerte por mais de três meses¹²⁰.

Ainda que dotado de notável estrutura normativa, o regime brasileiro apresenta significativos obstáculos à sua eficácia prática. Dentre eles, destacam-se: a necessidade de quóruns qualificados para a propositura de determinadas ações, a onerosidade do processo (custas judiciais e honorários advocatícios), a ausência de mecanismos eficazes de acesso a provas e o risco de comportamento oportunista por parte de outros acionistas, que se beneficiam do êxito da demanda sem arcar com seus custos — fenômeno conhecido na doutrina como “*free rider*”.¹²¹

O ordenamento norte-americano, por sua vez, adota instrumentos processuais mais adequados à realidade do mercado de capitais, dentre os quais se destaca a chamada “*securities class action*”, expressão que pode ser traduzida como ação coletiva de valores mobiliários. Essa ação permite que investidores ajuízem demandas coletivas em face de companhias abertas por condutas ilícitas que causem prejuízos financeiros, como fraudes contábeis, omissões de fatos relevantes ou manipulações informacionais. Tal processo coletivo opera sob o regime denominado

119 BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em: <https://www.planalto.gov.br>. Acesso em: 9 jul. 2025.

120 RODRIGUES, Ana Carolina. A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários brasileiro. 2011. Dissertação (Mestrado) – Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2011, p. 45-46.

121 TIROLI, Luiz Gustavo; BECHARA, Matheus Toledo; ALFAYA, Natália Maria Ventura da Silva. A responsabilidade civil das empresas de capital aberto: uma perspectiva de proteção aos acionistas minoritários. Revista Jurídica UNIGRAN, Dourados, MS, v. 22, n. 43, p. 181-189, jan./jun. 2020.

“*opt-out*” — ou seja, inclusão automática do investidor na ação coletiva, salvo manifestação expressa em sentido contrário¹²².

O modelo norte-americano apresenta ainda outras características que o tornam mais eficaz. Um dos elementos centrais é a figura do “*lead plaintiff*” — expressão que designa o autor principal da demanda coletiva. Trata-se, via de regra, de um investidor institucional, como fundos de pensão ou fundos soberanos, com maior capacidade técnica e econômica de representar os interesses da coletividade de investidores. Além disso, há a previsão dos “*contingency fees*”, honorários advocatícios que são devidos apenas em caso de êxito da demanda, o que reduz substancialmente os custos iniciais para o proponente da ação¹²³.

A Lei nº 7.913, de 7 de dezembro de 1989, representa um marco normativo fundamental na estrutura de proteção coletiva dos investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro. Promulgada com o objetivo de preencher lacunas de acesso à justiça em um ambiente caracterizado pela dispersão dos danos e pela assimetria informacional, esta lei confere ao Ministério Público Federal (MPF) a legitimidade ativa para a propositura de ações civis públicas com vistas à prevenção de prejuízos ou ao ressarcimento de danos causados aos investidores por práticas fraudulentas.

Historicamente, a Lei nº 7.913/1989 concentrava no MPF o protagonismo da tutela coletiva de investidores, notadamente diante de condutas como uso indevido de informação privilegiada (*insider trading*), manipulação de mercado (*market manipulation*) ou omissão dolosa de informações relevantes. Tais infrações, frequentemente apuradas em processos administrativos sancionadores instaurados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), podem ensejar o encaminhamento de relatórios técnicos ao MPF, que, com base nesses elementos, ingressa com a competente ação judicial.

Contudo, a experiência brasileira revelou uma atuação limitada do MPF na seara cível, concentrando seus esforços principalmente nas esferas penal e administrativa. Essa inatividade relativa comprometeu, ao longo dos anos, a efetividade da Lei nº 7.913/1989 como instrumento de proteção patrimonial dos acionistas minoritários. Como bem destaca Tirolí, embora a legislação ofereça uma ferramenta robusta, sua aplicação prática permaneceu, por décadas, marginal no cotidiano do *enforcement* brasileiro.¹²⁴

122 CARAMÊS, João Bosco Leopoldino. Responsabilidade civil dos administradores e proteção dos investidores minoritários no mercado de capitais. Revista de Direito Mercantil, São Paulo, v. 155, p. 36, 2017.

123 Idem, p. 37,

124 TIROLI, Luiz Gustavo et al. A responsabilidade civil das empresas de capital aberto: uma perspectiva de proteção aos acionistas minoritários. Revista Jurídica UNIGRAN, v. 22, n. 43, jan./jun. 2020, p. 185.

Essa realidade começou a se alterar com a promulgação da Lei nº 14.195, de 26 de agosto de 2021, que reformou substancialmente o art. 1º da Lei nº 7.913/1989. A partir de então, conferiu-se também à CVM legitimidade ativa para propor ação civil pública com vistas à reparação de danos causados aos investidores. Essa medida tem duplo alcance. Em primeiro lugar, fortalece a eficácia da tutela estatal, na medida em que permite à própria autarquia, detentora de conhecimento técnico especializado e de acesso a provas em sede administrativa, acionar o Judiciário com base em elementos que já foram robustamente examinados. Em segundo lugar, amplia as possibilidades de acesso à justiça pelos investidores de pequeno porte, que frequentemente enfrentam obstáculos financeiros intransponíveis, como os custos periciais em demandas individuais.

Nesse novo arranjo, o pequeno acionista, embora continue não sendo legitimado direto para a propositura da ação civil pública especial, vê-se dotado de instrumentos mais acessíveis para viabilizar a defesa de seus direitos. Quatro caminhos principais destacam-se na prática recente:

- (i) Provocação das autoridades competentes: o investidor pode apresentar uma notícia de fato acompanhada de documentos comprobatórios ao MPF ou requerer à CVM a instauração de processo administrativo. Desde 2022, a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) da CVM adota protocolo que converte petições de minoritários em dossiês padronizados.
- (ii) Adesão à execução coletiva: julgada procedente a ação civil pública, o juízo fixa o montante global a ser ressarcido. O investidor, então, comparece em fase de liquidação, comprova seu prejuízo e habilita-se ao recebimento da quota-parte correspondente.
- (iii) Ação individual ou derivada societária: o investidor pode propor ação individual diretamente com fundamento nos danos experimentados em virtude de condutas lesivas ao mercado, especialmente quando estiverem configuradas as hipóteses de responsabilidade civil dos administradores previstas nos arts. 159 e 246 da Lei nº 6.404/1976. Nesses casos, o investidor pode utilizar como prova documentos obtidos em processos administrativos sancionadores conduzidos pela CVM ou em ações civis públicas previamente julgadas.
- (iv) Atuação via associações de investidores: conforme reiterado pelo Superior Tribunal de Justiça, as associações que representem interesses coletivos dos investidores (tais como a ABRADIN) possuem legitimidade extraordinária para ajuizar ação civil pública,

conferindo ao investidor minoritário a oportunidade de atuar como cooperante ou aderente¹²⁵.

Em arremate, a reforma introduzida pela Lei nº 14.195/2021¹²⁶ — ao investir a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) da legitimidade para acionar, em juízo, pretensões reparatórias de índole coletiva — densificou o arranjo protetivo dos investidores minoritários e imprimiu novo vigor ao sistema brasileiro *de enforcement* (aplicação coercitiva da lei). A autarquia, titular de expertise técnica e detentora de amplo acervo probatório oriundo dos seus processos sancionadores, converte-se, assim, em verdadeiro protagonista da *accountability* (responsabilização) dos administradores e das companhias, reduzindo os custos de transação e mitigando o tradicional desequilíbrio informacional que permeia o mercado de capitais.

Dessarte, conjuga-se a eficiência procedimental — pela concentração de competências investigativas e processuais em um único órgão — à ampliação concreta do acesso à justiça, sobretudo para o pequeno investidor que, até então, via-se refém de barreiras econômicas e processuais quase intransponíveis.

Dessarte, como bem adverte Caramês¹²⁷, a inexistência, ainda, de um mecanismo processual coletivo análogo à *securities class action* norte-americana — estruturada sob o regime *opt-out* (inclusão automática dos investidores, salvo manifestação contrária) — continua a comprometer, em alguma medida, a efetividade da tutela jurisdicional no Brasil, mormente em litígios de alta complexidade técnica e elevado valor probatório. A despeito dos avanços normativos, subsistem óbices que recomendam a evolução legislativa e jurisprudencial: a superação do fenômeno do *free rider* (aproveitamento oportunista de terceiros), a criação de incentivos econômicos à atuação qualificada de *lead plaintiffs* (investidores institucionais que lideram a demanda) e o aperfeiçoamento de mecanismos de distribuição equitativa de honorários sucumbenciais.

Por conseguinte, o percurso rumo a um ambiente de mercado mais íntegro, transparente e seguro requer a conjugação de reformas legislativas adicionais, práticas regulatórias resolutas e

125 BRASIL. Supremo Tribunal Federal. Recurso Extraordinário n. 573.232/SC. Rel. Min. Ricardo Lewandowski; Rel. p/ o acórdão Min. Marco Aurélio. Julgado em 14 maio 2014, Plenário. Diário da Justiça Eletrônico, n. 182, 19 set. 2014. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br>. Acesso em: 12 jul. 2025.

126 Brasil. Lei nº 14.195, de 26 ago. 2021. Dispõe sobre a facilitação para abertura de empresas e institui medidas de proteção ao investidor minoritário.

127 CARAMÊS, Tiago. Responsabilidade civil no mercado de capitais brasileiro: entraves e perspectivas. São Paulo: Editora Jurídica, 2023, p. 215-219.

uma cultura de governança corporativa que prestigie a diligência e a lealdade como eixos inegociáveis da administração societária.

3.2.8. O caso Americanas e sua relevância para a reparação civil

Em 11 de janeiro de 2023, a Americanas S.A. divulgou Fato Relevante informando a descoberta de cerca de R\$ 20 bilhões em “inconsistências contábeis” que vinham sendo mascaradas por operações de risco sacado (*forfait/confirming*) e pela classificação de verbas de propaganda cooperada (VPC) como redutoras de custo¹²⁸. A companhia acrescentou que tais lançamentos estavam fora dos padrões da contabilidade societária brasileira e poderiam alterar substancialmente seu endividamento.

Poucos dias depois, em 19 de janeiro de 2023, a empresa ingressou com pedido de Recuperação Judicial (RJ) na 4ª Vara Empresarial do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro; o juiz de primeira instância deferiu a tutela provisória no mesmo dia, inaugurando um “*stay period*” (suspensão de execuções individuais contra a devedora) segundo a Lei 11.101/2005¹²⁹. Nesse mesmo contexto, a Americanas solicitou, nos Estados Unidos, o Chapter 15 (mecanismo que dá reconhecimento internacional à RJ) para proteger eventuais ativos no exterior — instituto aproximado da recuperação judicial brasileira, mas regulado pelo *Bankruptcy Code* norte-americano, doravante explicado aos leitores não familiarizados com o jargão estrangeiro.

A partir de 13 de junho de 2023, relatório preliminar do Comitê Independente demonstrou que a diretoria anterior adulterara deliberadamente as demonstrações financeiras — fraude que envolvia contratos de VPC inexistentes (R\$ 21,7 bi) e financiamentos não reconhecidos como dívida (R\$ 20,6 bi). O documento identificou, nominalmente, ex-executivos potencialmente responsáveis e autorizou a remessa dos autos a CVM, Ministério Público Federal e Polícia Federal¹³⁰.

Em termos societários, os credores aprovaram, em 19 de dezembro de 2023, o Plano de Recuperação Judicial (PRJ) — que previu, entre outras medidas, a capitalização mínima de R\$ 12 bi pelos acionistas de referência, emissão de DIP financing (crédito novo com garantia super-preferencial) e conversão de parte da dívida financeira em participação acionária (*debt-for-equity*

128 AMERICANAS S.A. Fato Relevante de 11 jan. 2023. Disponível em: Americanas RI.

129 AMERICANAS S.A. Timeline – Recuperação Judicial (evento de 19 jan. 2023).

130 AMERICANAS S.A. Fato Relevante de 13 jun. 2023.

swap). O TJ-RJ homologou o PRJ em 26 de fevereiro de 2024, tornando-o título judicial executivo e vinculante para todos os credores sujeitos ao processo¹³¹.

No âmbito regulatório, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) instaurou diversos Processos Administrativos Sancionadores (PAS) para apurar infrações administrativas ligadas às divulgações contábeis e a eventual uso de informação privilegiada. Em outubro de 2024 a Autarquia concluiu inquérito específico sobre *insider trading* e preparou a peça acusatória respectiva¹³². Em 1.º de abril de 2025, o Colegiado decidiu recurso da própria Americanas contra indeferimento de acesso aos autos de um PAS que apura falhas de auditoria independente, mantendo o sigilo dos documentos sensíveis¹³³.

O que já se constatou e foi comprovado: (i) **Fraude contábil sistêmica**: contratos fictícios de VPC e financiamento de fornecedores registrados como “conta a pagar” — estimativa preliminar de R\$ 25 bi em passivos omitidos¹³⁴. (ii) **Ocultação deliberada**: e-mails internos e aprovações fora de governança indicam intenção de ludibriar o Conselho de Administração e o mercado¹³⁵. (iii) **Desvio de governança**: ex-diretores identificados já respondem a investigações cíveis, administrativas (CVM) e penais. (iv) **Endividamento real**: a reclassificação elevou o passivo financeiro total a cerca de R\$ 43 bi, motivando o pedido de RJ¹³⁶. (v) **Responsabilidade corporativa**: o PRJ exige dos controladores aporte mínimo, reforço de controles internos e reporte trimestral de execução¹³⁷.

Próximos passos previstos (julho de 2025 em diante):

- (1) Execução do PRJ - (a) Conclusão do aumento de capital de R\$ 12 bi até 4.º tri/2025; (b) Segunda rodada de conversão de bônus em ações para credores financeiros (1.º tri/2026).
- (2) Supervisão judicial - O administrador judicial apresentará relatórios mensais até o marco de dois anos da homologação (fev./2026).

131 AMERICANAS S.A. Timeline – Recuperação Judicial (eventos de 19 dez. 2023 e 26 fev. 2024).

132 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. “CVM conclui inquérito relacionado ao uso de informação privilegiada...” 24 out. 2024.

133 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Decisão do Colegiado em 01 abr. 2025 – “PAS 19957.019109/2024-25”.

134 AMERICANAS S.A. Fato Relevante de 13 jun. 2023

135 Idem.

136 AMERICANAS S.A. Timeline – Recuperação Judicial (evento de 19 jan. 2023).

137 AMERICANAS S.A. Timeline – Recuperação Judicial (eventos de 19 dez. 2023 e 26 fev. 2024)

(3) Processos sancionadores - A CVM deverá julgar, ainda em 2025, as responsabilidades dos ex-administradores e dos auditores independentes – possíveis multas, inabilitação temporária e indenizações¹³⁸.

(4) Reparação civil – (a1) Coletiva – Depois da revelação da fraude contábil, associações de investidores (e.g., ANCORD, AMEC) invocaram o art. 5.º, V, da Lei 7.347/1985 para ajuizar ACPs buscando a indenização de acionistas minoritários. Esses processos correm em varas cíveis federais e estaduais, em paralelo aos inquéritos da CVM. (a2) O MPF ainda analisa se ajuizará ACP própria fundamentada no art. 1.º da Lei 7.913/1989, a partir de relatórios da Polícia Federal e da CVM sobre *insider trading* e manipulação de mercado. (a3) Na nota institucional de 6 set. 2023 que atualizou a força-tarefa sobre o caso Americanas, a CVM informou ter arquivado uma denúncia “sem elementos para avaliação sobre a pertinência da propositura de ação civil pública”. O texto deixa claro que a Autarquia já analisa, internamente, se utiliza ou não a faculdade introduzida pela Lei 14.195/2021.¹³⁹ Até julho de 2025, não há registro público de ACPs ajuizadas diretamente pela CVM; os processos coletivos em curso continuam sendo propostos por associações de investidores ou pelo Ministério Público. A própria Autarquia, contudo, passou a citar a possibilidade de propositura em ofícios e relatórios técnicos (p. ex., pareceres SOI/SEP de 2022-2024) como “eventual medida” caso se confirmem ilícitos relevantes. (b) Individual – milhares de ações individuais correm em varas cíveis estaduais e na própria 4.ª Vara Empresarial, com pedidos de perdas e danos emergentes e lucros cessantes. (c) Arbitragem B3 – alguns fundos estrangeiros optaram pelo foro arbitral previsto no regulamento de listagem do Novo Mercado; procedimentos iniciados em 2024 entram agora em fase de produção de provas.

(5) Investigações criminais - O Ministério Público Federal conduz inquérito policial que pode resultar em denúncia por crimes contra o mercado de capitais (arts. 7.º-A e 27-C da Lei 6.385/1976).

138 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Decisão do Colegiado em 01 abr. 2025 – “PAS 19957.019109/2024-25”.

139 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Atualização de informações relativas a fatos no âmbito da companhia aberta Americanas S.A. Nota, 06 set. 2023 (item 54: arquivamento “sem elementos para avaliação sobre a pertinência da propositura de ação civil pública”).

(6) Reputação e continuidade operacional - A companhia pretende concluir a reabertura de 150 lojas e integrar canais digitais até 2026, segundo projeções gerenciais divulgadas em junho de 2024 (*management projections* não auditadas).¹⁴⁰

A emenda de 2021 corrigiu lacuna histórica e fortaleceu o desenho institucional da tutela coletiva no mercado de capitais. Embora a CVM ainda não tenha ajuizado a sua primeira ação, seus comunicados oficiais já demonstram que o novo instrumento faz parte do arsenal regulatório e pode ser acionado em casos com prova robusta de fraude, ampla dispersão de vítimas e relevância sistêmica – características presentes, por exemplo, no escândalo Americanas.

Os próximos passos dependerão (i) da consolidação de critérios internos para aferir “pertinência” da ACP e (ii) de um primeiro caso-teste que legitime jurisprudencialmente a atuação da Autarquia como autora coletiva.

3.2.9. Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) (Camada 4 – ex post)

Entre os instrumentos voltados à proteção do investidor no mercado de capitais brasileiro, destaca-se o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), previsto na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e operacionalizado pela BSM Supervisão de Mercados. Trata-se de um sistema de indenização objetiva, que visa garantir reparação financeira a investidores prejudicados por falhas ou omissões de corretoras ou seus representantes credenciados, no limite de até R\$ 200.000,00 por ocorrência comprovada¹⁴¹.

Segundo o guia oficial publicado pela CVM, o MRP é aplicável exclusivamente a operações realizadas no ambiente de bolsa administrado pela B3, abrangendo ações, derivativos e serviços de custódia. São hipóteses típicas de cobertura: inexecução de ordens, uso indevido de ativos do cliente, entrega de valores ilegítimos e liquidação extrajudicial da corretora¹⁴². O procedimento é acionado diretamente pelo investidor lesado perante a BSM, que conduz o processo de apuração e deliberação sobre o pedido.

Importante destacar que se trata de uma cobertura objetiva, isto é, independe de demonstração de culpa ou dolo por parte do investidor, bastando a comprovação do dano e do nexo

140 AMERICANAS S.A. Timeline – Recuperação Judicial (eventos de 19 dez. 2023 e 26 fev. 2024).

141 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Guia CVM – MRP: Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos. Rio de Janeiro: CVM, 2021, p. 5.

142 Idem, p. 6.

de causalidade com a falha do intermediário. Trata-se, portanto, de uma inovação relevante no contexto do mercado de capitais, especialmente considerando o perfil crescente de investidores de varejo com limitada capacidade técnica ou jurídica para litígios complexos.

Ainda que sua existência represente um avanço institucional, o MRP não cobre perdas decorrentes de oscilações naturais de mercado, investimentos em renda fixa, Tesouro Direto ou negociações fora do ambiente de bolsa (mercado de balcão, debêntures, fundos etc.)¹⁴³. Além disso, prejuízos decorrentes de falhas sistêmicas ou de expectativas frustradas — como a perda de oportunidade de ganho — devem ser comprovadamente reais e observáveis, o que impõe ônus probatório adicional ao investidor¹⁴⁴.

Comparação com o Modelo Norte-Americano (SIPC).

Ao cotejar o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP) brasileiro com o sistema vigente nos Estados Unidos, impõe-se examinar, com a devida profundidade, a *Securities Investor Protection Corporation* (SIPC) — em português, Corporação de Proteção ao Investidor em Valores Mobiliários — criada pelo *Securities Investor Protection Act* de 1970 (SIPA). Embora ambos os regimes respondam ao mesmo problema-núcleo (a falência ou inadimplência de intermediários), divergem marcadamente quanto à forma de ativação, ao desenho da cobertura e à arquitetura institucional que sustenta o ressarcimento.

Nos EUA, a adesão à SIPC é compulsória a praticamente todas as *broker-dealers* registradas na *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), salvo as raras exceções previstas no § 78ccc(a)(2)(A) do SIPA.¹⁴⁵ Diferentemente do MRP, cujo fundo é gerido pela BSM com aportes majoritariamente da B3 e das corretoras, a SIPC mantém fundo mutualista nacional abastecido por contribuições periódicas e extraordinárias das próprias corretoras, reforçadas por linhas de crédito do Tesouro norte-americano — mecanismo este que reforça a capacidade de resposta sistêmica em crises de maior escala.¹⁴⁶

O procedimento americano inicia-se quando a SEC ou a própria FINRA detecta indícios de insolvência ou de grave descumprimento de salvaguardas patrimoniais. A SIPC, então, pede ao Tribunal Distrital Federal competente a instauração da liquidação e a nomeação de um *trustee* (síndico), geralmente advogado especializado em insolvência de valores mobiliários.¹⁴⁷ O síndico

¹⁴³ Idem, p. 7.

¹⁴⁴ Idem, p. 9.

¹⁴⁵ FINRA. Rule 2266 — SIPC Information. Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2266>. Acesso em: 9 jul. 2025. (finra.org)

¹⁴⁶ SECURITIES INVESTOR PROTECTION CORPORATION. 2023 Annual Report. Washington, D.C., 2024. p. 5-6. (sipc.org)

¹⁴⁷ SIPC. When SIPC Gets Involved. Disponível em: <https://www.sipc.org/for-investors/when-sipc-gets-involved>. Acesso em: 9 jul. 2025. (sipc.org)

atua sob supervisão direta da SIPC, sendo dotado de amplos poderes para: (i) levantar a contabilidade do *broker*; (ii) transferir, sempre que possível, as contas de clientes para outro intermediário saudável; (iii) quantificar e pagar as diferenças reclamadas.¹⁴⁸

No Brasil, por contraste, o investidor é quem deve formular requerimento individual perante a BSM, cumprir rigorosas exigências documentais e demonstrar o nexo causal entre a falha da corretora e o prejuízo — dinâmica que transfere o ônus probatório ao investidor de varejo.

A cobertura da SIPC alcança até US\$ 500.000 por cliente (*per customer*), sendo US\$ 250.000 o teto específico para valores em dinheiro (*cash*).¹⁴⁹ A proteção refere-se à restituição da quantidade de títulos e/ou numerário subtraídos ou indisponibilizados pela insolvência da corretora, não ao reembolso de perdas decorrentes de variações normais de mercado (*market losses*).¹⁵⁰ Há, ademais, a prática disseminada de as corretoras contratarem apólices suplementares (*excess SIPC insurance*), alargando a proteção para valores multimilionários — expediente inexistente no ambiente brasileiro.

Os investidores nos EUA recebem, em regra, comunicação automática do *trustee* em até sete dias úteis após a decretação da liquidação, contendo formulário simplificado de pedido (*claim form*). A documentação pode ser remetida on-line ou por correio, sem necessidade de representação por advogado, salvo litígio sobre valores controvertidos. O *trustee*, sob porte do § 78fff-2(b) do SIPA, deve apresentar determinação preliminar em 180 dias, com direito de recurso à corte distrital.¹⁵¹

No MRP, a BSM dispõe de até 12 meses para julgar o pleito, prorrogáveis em casos complexos, período que contrasta com a maior celeridade buscada pelo modelo norte-americano — celeridade esta frequentemente apontada pela doutrina como elemento chave de *confidence-building*.¹⁵²

Autores como Coffee Jr. sublinham que a previsibilidade do ressarcimento da SIPC transfere-se, indiretamente, para a percepção de credibilidade sistêmica do mercado de capitais

148 SIPC. How a Liquidation Works. Disponível em: <https://www.sipc.org/cases-and-claims/how-a-liquidation-works>. Acesso em: 9 jul. 2025. (sipc.org)

149 SIPC. What SIPC Protects. Disponível em: <https://www.sipc.org/for-investors/what-sipc-protects>. Acesso em: 9 jul. 2025. (sipc.org)

150 INVESTOPEDIA. What Happens When a Stockbroker Goes Bust? Publicado em 2015. Disponível em: <https://www.investopedia.com/articles/investing/050515/what-happens-when-stock-broker-goes-bust.asp>. Acesso em: 9 jul. 2025. (investopedia.com)

151 DOMBALAGIAN, Onnig H. Substance and Semblance in Investor Protection. *Journal of Corporation Law*, v. 46, n. 3, 2021, p. 633-634. (jcl.law.uiowa.edu)

152 SHUMAKER & LOOP. Client Alert: SEC Requires FINRA Membership for Previously Exempt Broker-Dealers. 2023. Disponível em: <https://www.shumaker.com/insight/client-alert-sec-requires-finra-membership-for-previously-exempt-broker-dealers>. Acesso em: 9 jul. 2025. (shumaker.com)

norte-americano, ao reduzir custos de informação e de *due diligence* para investidores de varejo e institucionais.¹⁵³ Tais externalidades positivas reforçam a competitividade das bolsas dos EUA, ao passo que, no Brasil, a dependência de requerimento individual e o teto de R\$ 200.000,00 podem ser vistos como entraves competitivos, sobretudo diante do tíquete médio elevado dos novos participantes de varejo.

Quadro comparativo – MRP (Brasil) × SIPC (Estados Unidos)

Aspecto	MRP – Brasil	SIPC – Estados Unidos
Cobertura	Falhas ou omissões de corretoras ou de seus representantes em operações - bolsa B3 (ações, derivativos e serviços de custódia). Não cobre oscilações normais de mercado nem operações fora do ambiente de bolsa.	Insolvência ou grave descumprimento patrimonial de <i>broker-dealers</i> registrados. Restitui títulos e/ou numerário subtraídos ou indisponíveis; não cobre <i>market losses</i> .
Limites valores	de Indenização objetiva de até R\$ 200.000,00 por ocorrência comprovada.	Restituição de até US\$ 500.000,00 por cliente, dos quais US\$ 250.000,00 em dinheiro; possibilidade de “ <i>excess SIPC insurance</i> ” contratado pela corretora, elevando o teto.
Procedimento de iniciativa	O investidor deve requerer diretamente à BSM , apresentando prova do dano e do nexo causal; prazo de até 12 meses (prorrogável) para decisão.	A SEC ou a FINRA requisita a liquidação; a SIPC pede nomeação de <i>trustee</i> pelo tribunal; o investidor recebe comunicação automática e envia <i>claim form</i> simplificado; decisão preliminar em até 180 dias.
Proteção investidor minoritário	Sistema objetivo, mas com ônus probatório no investidor; limite financeiro relativamente baixo; dependência de iniciativa individual e trâmite potencialmente longo reduzem a efetividade para o pequeno acionista.	Proteção mais ampla e automática; limites mais altos e possibilidade de cobertura complementar; comunicação proativa e prazos curtos diminuem custos de transação e incerteza para o investidor de varejo.

Embora tanto o MRP quanto a SIPC tenham o mesmo propósito de resguardar investidores contra a inadimplência ou colapso de intermediários, a arquitetura institucional norte-americana oferece salvaguardas mais robustas ao minoritário. A ativação automática pelo regulador e a gestão judicial por *trustee* deslocam o ônus operacional do investidor para o sistema, enquanto o

153 COFFEE JUNIOR, John C. Enhancing Investor Protection and the Regulation of Securities Markets: Testimony before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs. 2009. Disponível em: https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/1576/. Acesso em: 9 jul. 2025. (scholarship.law.columbia.edu)

teto financeiro (e sua eventual extensão via seguro complementar) garante ressarcimento compatível com tíquetes de aplicação mais elevados. No Brasil, a necessidade de requerimento individual, aliada ao limite de R\$ 200 mil, faz do MRP uma proteção importante, porém restrita: eficiente para perdas modestas e bem documentadas, mas insuficiente diante da crescente sofisticação e exposição financeira do investidor de varejo. O contraste evidencia que, para aumentar a confiança sistêmica e a competitividade do mercado local, seria desejável aprimorar tanto a celeridade processual quanto a profundidade financeira do mecanismo brasileiro.

Capítulo 4. Análise crítica e propostas de aperfeiçoamento

Os capítulos iniciais desta dissertação descortinaram a evolução histórica da regulação do mercado de capitais brasileiro, bem como os mecanismos de tutela conferidos ao investidor individual minoritário. Neste quarto capítulo, retoma-se o caminho trilhado com lente mais potente: o objetivo é perscrutar, de forma minuciosa e prolixa, as fissuras que ainda comprometem a proteção do acionista minoritário e, na mesma toada, sinalizar caminhos de reforma inspirados exclusivamente na experiência norte-americana supervisionada pela *Securities and Exchange Commission* – SEC¹⁵⁴. A reflexão finca raízes em dados empíricos divulgados pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM¹⁵⁵ e pela B3 – Brasil, Bolsa, Balcão¹⁵⁶, em doutrina especializada e em precedentes jurisprudenciais recentes.

Justificativa para a escolha do modelo norte-americano como referência única:

1. **Amplitude e maturidade regulatória** – Os Estados Unidos possuem o mercado de capitais mais líquido e profundo do mundo. Desde o *Securities*

154 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. What we do. Washington, DC: SEC, 2023.

155 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de atividades sancionadoras – 2024. Rio de Janeiro: CVM, 2025.

156 B3. Relatório de sustentabilidade 2024. São Paulo: B3, 2025.

Act de 1933¹⁵⁷ e o *Securities Exchange Act* de 1934¹⁵⁸, aperfeiçoados por diplomas posteriores como a *Sarbanes–Oxley Act* de 2002¹⁵⁹ e a Dodd–Frank *Act* de 2010¹⁶⁰, a SEC consolidou um arcabouço normativo robusto.

2. **Foco explícito na proteção ao investidor** – O estatuto da SEC impõe, como missão central, “proteger investidores, manter mercados justos, ordenados e eficientes, e facilitar a formação de capital”¹⁶¹. Tal prioridade alinha-se diretamente ao problema nuclear enfrentado no Brasil: a vulnerabilidade do acionista minoritário.
3. **Enforcement efetivo e dissuasório** – Estudos empíricos identificam taxas de sucesso elevadas em ações civis e administrativas conduzidas pela SEC, inclusive com aplicação de *disgorgement* e *penalties* de grande monta, o que eleva o custo do ilícito e incentiva *compliance*¹⁶². A CVM, embora avance em sanções pecuniárias, ainda carece de instrumentos tão abrangentes¹⁶³.
4. **Transparência e divulgação obrigatória de informações** – O modelo norte-americano é paradigma do *disclosure-based regulation*, assentado em obrigações de reporte periódico minucioso (Form 10-K, Form 8-K etc.) disponibilizadas no sistema eletrônico EDGAR¹⁶⁴. O Brasil possui ferramentas equivalentes (ITR, DFP, Informe Diário), mas enfrenta lacunas de tempestividade e padronização¹⁶⁵.
5. **Compatibilidade institucional** – A despeito das diferenças entre *common-law* e *civil-law*, ambos os países adotam autoridades federais com competência nacional (SEC e CVM) e contam com mercados concentrados em poucos *exchanges* de relevância sistêmica, o que facilita a transposição cuidadosa de boas práticas¹⁶⁶.

157 UNITED STATES OF AMERICA. Securities Act of 1933. Public Law 73-22, 27 maio 1933.

158 UNITED STATES OF AMERICA. Securities Exchange Act of 1934. Public Law 73-291, 6 jun. 1934.

159 UNITED STATES OF AMERICA. Sarbanes–Oxley Act of 2002. Public Law 107-204, 30 jul. 2002.

160 UNITED STATES OF AMERICA. Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act. Public Law 111-203, 21 jul. 2010.

161 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., nota 115.

162 COFFEE Jr., John C. The impact of enforcing sanctions in securities markets. *Columbia Law Review*, New York, v. 120, n. 4, p. 900-945, 2020.

163 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, op. cit., nota 116.

164 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. EDGAR – Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system. Disponível em: <https://www.sec.gov/edgar>. Acesso em: 10 jul. 2025.

165 B3, op. cit., nota 117.

166 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, op. cit., nota 1115.

6. **Disponibilidade de dados e literatura especializada** – A profusão de bases públicas (p. ex., *Accounting and Auditing Enforcement Releases*, *Administrative Proceedings*) e de estudos acadêmicos revisados por pares sobre a atuação da SEC oferece material empírico abundante e metodologicamente robusto para este trabalho¹⁶⁷, condição nem sempre verificada em outras jurisdições.

Em suma, a adoção da experiência norte-americana como baliza única não constitui desprezo às demais ordens jurídicas, mas opção metodológica que privilegia um referencial paradigmático, dotado de maturidade regulatória, *enforcement* demonstrável e proximidade institucional com a arquitetura regulatória brasileira. Este recorte temático, além de conferir maior profundidade analítica, evita a dispersão comparativa e permite formular propostas de aperfeiçoamento normativa e institucionalmente factíveis para o Brasil.

4.1. Limitações do modelo regulatório vigente

Antes de adentrar no cerne das críticas, cumpre registrar que o presente estudo não pretende esgotar a temática da proteção ao consumidor-investidor no mercado de capitais brasileiro, nem inventariar exaustivamente todos os mecanismos de tutela e suas falhas. Almeja-se, tão-somente, evidenciar — por meio de poucos exemplos paradigmáticos — como lacunas específicas de prevenção, de *enforcement* (aplicação coercitiva das normas) e de ressarcimento podem comprometer a confiança sistêmica, de sorte que o aperfeiçoamento pontual dessas brechas já representaria contribuição relevante ao Direito Constitucional Econômico pátrio e à eficiência alocativa do mercado.

O art. 174 da Constituição Federal incumbe o Estado do papel de “agente normativo e regulador da atividade econômica”, determinando-lhe funções de fiscalização, incentivo e planejamento. Em chave de Direito Constitucional Econômico, tal comando não é facultativo, mas instrumento de concretização da livre-iniciativa (art. 170) em ambiente concorrencial saudável¹⁶⁸. A doutrina de André Ramos Tavares salienta que a liberdade econômica, longe de significar

¹⁶⁷ COFFEE Jr., John C., op. cit., nota 123.

¹⁶⁸ BRASIL. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado, 1988, arts. 170 e 174

abstencionismo estatal, impõe-lhe “atuar para remover falhas de mercado que ameaçam a justiça social e a segurança jurídica”¹⁶⁹.

Nesse diapasão, proteger o acionista minoritário — elo estruturalmente vulnerável diante da assimetria informacional e do poder de controle — é dever de ordem pública econômica. A ausência de tutela eficaz eleva o prêmio de risco exigido pelos poupadores, encarece o capital e afeta o desenvolvimento nacional equilibrado¹⁷⁰.

Apesar do “aparato normativo sofisticado”, três fragilidades persistem:

- (i) **Assimetria informacional permanente** — Pesquisa da CVM revela que 58 % dos investidores pessoa física não compreendem plenamente os formulários exigidos pela Res. CVM 80/2022¹⁷¹, refletindo *disclosure* nominalmente amplo, porém hermético. Parte da inefetividade decorre de uma equação mal resolvida entre abundância de informação e capacidade de processamento do investidor. Não raro, o atual desenho documental entrega volume, mas não organiza a atenção, o que compromete o poder informacional do *disclosure* — especialmente para o acionista de varejo.¹⁷² O resultado é uma proteção ex ante aquém do desejável, apesar do robusto aparato normativo.
- (ii) **Morosidade sancionatória e leniência punitiva** — Casos rumorosos, como a fraude contábil da Americanas S.A. (2023), demonstram a distância temporal entre a detecção do ilícito e a aplicação de sanções definitivas, período em que já se consuma o dano patrimonial a milhares de acionistas¹⁷³.
- (iii) **Reparação civil ineficaz (*last mile problem* — “problema da última milha”)** — Mesmo quando multas são aplicadas, os valores recolhidos vão para o erário (GRU) sem retorno automático às vítimas, ao contrário do *disgorgement* norte-americano (devolução compulsória de lucros ilícitos) e dos *fair funds da SEC*¹⁷⁴.

Ilustrações empíricas das falhas:

- **Caso Americanas** – A irregularidade de R\$ 20 bi em “inconsistências contábeis” expôs a deficiência preventiva dos controles internos e dos auditores; as

169 TAVARES, André Ramos. Curso de Direito Constitucional. 17. ed. São Paulo: Saraiva, 2019, p. 312-314.

170 BONAVIDES, Paulo. Curso de Direito Constitucional Econômico. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2022, p. 213-219.

171 CVM. Perfil e comportamento dos investidores 2023. Rio de Janeiro: CVM, 2024, p. 5.

172 BESSA, Hudson. Abundância de informação..., op. cit., p. 14-16.

173 AMERICANAS S.A. Fato Relevante de 11 jan. 2023.

174 PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2019, p. 78.

múltiplas ações civis públicas propostas por associações de investidores ainda enfrentam morosidade procedimental¹⁷⁵.

- **REsp 1.685.098/SP (STJ, 2019)** – Ao afastar a incidência do CDC nas relações entre acionistas e companhias abertas, o Superior Tribunal de Justiça reafirmou o ônus probatório integral do pequeno investidor, reforçando sua hipossuficiência¹⁷⁶.
- **Weatherford International (SEC, 2016)** – Nos EUA, além da multa, o acordo criou um *fair fund* de USD 140 mi para ressarcir diretamente os investidores prejudicados; experiência que evidencia a lacuna brasileira¹⁷⁷.

A disjunção entre punição pública e reparação privada gera externalidades negativas: (a) incentiva condutas oportunistas de administradores e controladores; (b) amplia o *underdevelopment market failure* (falha de mercado por subdesenvolvimento), pois desestimula a participação de capital de risco disperso; e (c) impõe custos sistêmicos que desafiam os objetivos constitucionais de eficiência, justiça social e redução de desigualdades regionais (CF, arts. 3.º e 170, VII e VIII).

A literatura de Análise Econômica do Direito demonstra que intervenções focadas em pontos de estrangulamento — como inverter o ônus da prova em favor do investidor minoritário ou vincular multas ao ressarcimento — geram benefícios marginais crescentes: o incremento da expectativa de compensação eleva exponencialmente a confiança, o volume de poupança interna e a liquidez de mercado¹⁷⁸. Assim, não é necessário reformar todo o edifício normativo; basta alinhar alguns dispositivos-chave aos *benchmarks* internacionais para que se estruture um círculo virtuoso de prevenção, dissuasão e reparação.

É exatamente essa a lógica que informa o capítulo final, o qual sintetiza as propostas normativas capazes de preencher o “vazio da última milha”.

Em suma, o aparato normativo brasileiro — ainda que sofisticado — mostra-se insuficiente para neutralizar três vetores de vulnerabilidade do investidor: (i) assimetria informacional; (ii) morosidade sancionatória e leniência; e (iii) reparação civil ineficaz.

175 CVM. Decisão PAS 19957.019109/2024-25, 01 abr. 2025.

176 BRASIL. STJ. REsp 1.685.098/SP, Rel. Min. Nancy Andrighi, 19 mar. 2019.

177 U.S. SEC. Press Release 2016-194 (Weatherford).

178 COFFEE Jr., John C. “The Impact of Enforcing Sanctions in Securities Markets”. *Columbia Law Review*, v. 120, n. 4, 2020, p. 900-945.

4.1.1 Assimetria informacional permanente

A assimetria informacional consiste no desequilíbrio de acesso a dados relevantes entre os agentes de uma transação, ensejando vantagens estratégicas para quem detém o conhecimento superior e riscos de *adverse selection* (seleção adversa) e *moral hazard* (risco moral) para quem permanece na ignorância¹⁷⁹. Na clássica metáfora do “mercado de carros usados” de Akerlof, bens de qualidade inferior (“lemons” – produtos “esquecidos no limoeiro”) expulsam os de qualidade superior porque o comprador não consegue distinguir um do outro¹⁸⁰. No mercado de capitais, esse fenômeno manifesta-se em três planos sobrepostos: (i) emissores versus investidores externos; (ii) acionistas controladores versus minoritários; e (iii) intermediários financeiros versus seus clientes de varejo¹⁸¹.

A literatura da *Agency Theory* (teoria da agência) demonstra que, após a emissão dos títulos, administradores podem ocultar projetos excessivamente arriscados ou manipular demonstrações contábeis, transferindo o ônus das perdas ao investidor mal-informado¹⁸².

Para mitigar tal falha de mercado, o ordenamento brasileiro erigiu um complexo de regras de divulgação obrigatória (*mandatory disclosure* – divulgação mandatória): a Lei 6.404/1976 e, mais recentemente, as Resoluções CVM 44/2021 (fatos relevantes) e 80/2022 (informações periódicas) padronizam o conteúdo mínimo que cada companhia aberta deve fornecer ao público¹⁸³. A ortodoxia econômica sustenta que, quanto maior a oferta de dados padronizados, menor o custo de *due diligence* (verificação diligente) e mais eficiente a formação de preços¹⁸⁴. Contudo, como advertiu Coffee Jr., “*disclosure without comprehension is tantamount to no disclosure at all*” – ou seja, “divulgação sem compreensão equivale à inexistência de divulgação”¹⁸⁵.

Este trabalho parte, portanto, da definição econômico-jurídica de assimetria informacional para demonstrar que o modelo brasileiro, embora generoso em volume de dados, fracassa na inteligibilidade – obstáculo que compromete a eficácia de todo o aparato protetivo ao

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

180 Idem.

181 RIBEIRO, José Luiz; JAKOBI, Anelize Lenzi. A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2014. p. 32-33.

182 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.

183 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM n. 80, de 29 mar. 2022. *Diário Oficial da União*, Brasília, DF, 30 mar. 2022.

184 POSNER, Richard A. *Economic analysis of law*. 6. ed. New York: Aspen, 2003. p. 413-414.

185 COFFEE JR., John C. Market failure and the economic case for a mandatory disclosure system. *Virginia Law Review*, v. 70, n. 4, p. 717-753, 1984.

acionista minoritário. A superação dessa barreira cognitiva é condição *sine qua non* para que a prometida “democratização” da renda variável se converta em empoderamento real e não em mera estatística de CPFs cadastrados.

A despeito da minuciosa Resolução CVM nº 80/2022, que padroniza formulários de referência e obriga a divulgação de um repertório extenso de dados contábeis, operacionais e de governança, a literatura demonstra que a mera oferta de informação não garante sua apreensão pelo investidor-pessoa-física. John C. Coffee Jr. consagrou a advertência segundo a qual “*disclosure without comprehension is tantamount to no disclosure at all*”¹⁸⁶. A advertência permanece atual no Brasil: pesquisa empírica da própria CVM indica que 57,9 % dos respondentes discordam de que “os participantes do mercado usam linguagem de fácil entendimento para iniciantes”¹⁸⁷, apesar de 87 % ostentarem graduação completa ou pós-graduação¹⁸⁸. Se mesmo essa elite educacional confessa dificuldade de compreensão, o déficit cognitivo é ainda mais grave para o investidor médio — justamente o público-alvo do projeto de “popularização” da Bolsa.

Para fins desse trabalho, ou seja, como exemplo paradigmático, a Vale S.A. foi escolhida por três razões: (i) é *blue chip* (empresa grande) listada em todos os grandes índices da B3; (ii) sua história de ex-estatal e de fornecedora de minério de ferro — commodity estratégica para o País — desperta interesse difuso dos brasileiros; (iii) ostenta volumosa base de investidores individuais. A companhia, portanto, fornece material fértil para aferir o descompasso entre o dever de transparência e a inteligibilidade da informação obrigatória.

Os três anexos disponibilizados — Comunicado ao Mercado (13 mar. 2025), Fato Relevante (2 jul. 2025) e Relatório Trimestral – 1T25 — cumprem as normas formais da CVM, mas contêm abundância de siglas, termos técnicos de ordem empresarial, contábil etc e expressões em inglês que dificultam a leitura do investidor minoritário, assim segue um quadro para identificação pontual desses fatos:

Documento	Termo original	Crítica	Tradução/explicação proposta
Comunicado ao Mercado	35 Mtpa (million tonnes per annum)	sigla não explicada	capacidade de 35 milhões de toneladas anuais
idem	streaming agreement	jargão contratual importado do setor minerário	contrato de compra antecipada de subprodutos

186 Idem.

187 Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Perfil e Comportamento dos Investidores 2023, gráfico 28 (linguagem de fácil entendimento)

188 Idem, gráfico 3 (escolaridade da amostra).

Documento	Termo original	Crítica	Tradução/explicação proposta
Relatório 1T25	EBITDA Ajustado	métrica contábil não-IFRS sem reconciliação clara	lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, ajustado
idem	C1 cash cost, CAPEX, FEL2	siglas de engenharia financeira e de projetos	custo operacional unitário, investimento em capital, fase de estimativa de projeto
Fato Relevante	pellet feed, guidance	vocabulário técnico/anglicismo sem nota	finos para pelletização; projeção oficial da companhia

Cumpra ressaltar que do quadro exposto acima, dados retirados dos anexos, a parte de “tradução/explicação proposta” é justamente o que não constam claramente nos documentos. Assim, a terminologia inglesa aparece sem qualquer glossa. O Relatório Trimestral 1T25, peça essencial para a decisão de compra ou venda, traz 36 páginas densas, quadros numéricos e notas metodológicas em tipologia fina. Apesar de se dirigir formalmente a “analistas e investidores em geral”, admite no próprio texto que algumas métricas “não são preparadas de acordo com o IFRS” e não oferece reconciliação “por envolver esforço desproporcional” — um obstáculo adicional à verificação independente.

As demonstrações trimestrais divulgam indicadores-chave (produção, custo C1, break-even, fluxo de caixa livre) que influenciam imediatamente a cotação. No entanto, os mesmos relatórios recorrem a fórmulas como TC/RC, FOB/CFR, Mt, oz, guidance, payout sem glossário. O investidor leigo depende, então, de *research* de corretoras (pesquisa em informativos de corretoras) ou de influenciadores digitais; gera-se círculo vicioso de tutela informacional que perpetua a assimetria permanente.

A evidência empírica recente dá lastro à assertiva de que há “deficiência de linguagem” e uma falha estrutural no modelo de *disclosure* (divulgação) voltado ao investidor de varejo. Em 2023, levantamento da própria CVM com mais de 700 respostas válidas indicou que 60,53% dos respondentes desconhecem os materiais educacionais disponibilizados no Portal do Investidor (coleção TOP, cartilhas, guias etc.) e que quase 58% discordam de que os participantes do mercado usem linguagem de fácil entendimento para iniciantes.¹⁸⁹ Esses achados apontam não apenas baixa capilaridade das iniciativas pedagógicas, mas também um problema de *plain language* (linguagem simples) na comunicação setorial — isto é, uma fricção na etapa final do processo de divulgação (*disclosure*) que impede a compreensão pelo público-alvo.

189 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Perfil e comportamento dos investidores 2023. Brasília: CVM, 2023, p. 4 e 26.

O problema de usabilidade e inteligibilidade não se restringe aos conteúdos pedagógicos. Em pesquisa institucional, a CVM apurou que mais de 50% dos usuários consideram “complicado” buscar informações no site da Autarquia e no portal de dados abertos, o que reforça a hipótese de barreira de acesso e de compreensão da informação regulatória, mesmo quando formalmente disponível.¹⁹⁰

Sob a ótica do letramento financeiro da população adulta — condição necessária para que o *disclosure* (divulgação) cumpra sua função — o Brasil está aquém do patamar desejável. Na OECD/INFE 2023 *International Survey of Adult Financial Literacy* (*survey* = pesquisa), o país registra 60/100 pontos no índice agregado e apenas 30% dos adultos atingem a pontuação mínima-alvo (70/100). Além disso, na média dos países levantados, só 26% dos adultos comparam produtos entre provedores e 24% buscam fontes independentes ao contratar serviços financeiros — indícios de baixa autonomia informacional em ambientes de escolha complexa, o que reduz a efetividade de documentos técnicos extensos.¹⁹¹

Dados nacionais de comportamento reforçam a carência de letramento na base: na 8ª edição do Raio X do Investidor (ANBIMA/Datafolha, 2024), cerca de 11 milhões de pessoas se consideraram “investidoras” sem utilizar produtos financeiros, classificando como “investimento” a compra de bens materiais (p.ex., carros e imóveis) ou o aporte em negócio próprio — discrepância que o relatório atribui a lacuna de conhecimento sobre o mercado financeiro.¹⁹²

No plano textual, há evidências históricas de que peças obrigatórias do regime informacional apresentam baixa legibilidade (*readability* = legibilidade). Estudo empírico com 4.533 Fatos Relevantes divulgados por companhias abertas brasileiras concluiu que apenas 10% dos textos foram classificados como de “leitura fácil ou muito fácil” pelo índice de *Flesch* adaptado ao português; a grande maioria situou-se nas faixas “difícil” ou “muito difícil”.¹⁹³ Esse quadro colide com o comando expresso da Resolução CVM nº 44/2021, cujo § 5º exige que a divulgação de ato ou fato relevante seja feita em “linguagem acessível ao público investidor”, sugerindo um desalinhamento entre norma e prática que fragiliza o *disclosure* (divulgação) perante o investidor leigo.¹⁹⁴

190 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório da pesquisa sobre percepção dos usuários sobre a plataforma e os dados quantitativos disponibilizados pela CVM. Brasília: CVM, 2020.

191 ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). OECD/INFE 2023 *International Survey of Adult Financial Literacy*. Paris: OECD Publishing, 2023. (Fig. 2.1 e 2.2; Executive Summary, p. 6–7).

192 ANBIMA. Raio X do Investidor Brasileiro – 8ª edição. São Paulo: ANBIMA, 2024, p. 12–13.

193 SILVA, César Augusto Tibúrcio; FERNANDES, José Lúcio Tozetti. Legibilidade dos Fatos Relevantes no Brasil. RAC-Eletrônica, Curitiba, v. 3, n. 1, p. 142-158, jan./abr. 2009, esp. p. 156.

194 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021, § 5º.

Por fim, a própria demografia do ingresso na B3 indica um público com menor experiência prévia: a Bolsa reporta que, no 4º tri. de 2024, 44% dos investidores pessoas físicas estavam na faixa 25–39 anos.¹⁹⁵ A combinação de perfil etário mais jovem, letramento financeiro insuficiente e materiais de alta complexidade textual explica por que a comunicação regulatória que pressupõe público especializado não se traduz em proteção efetiva para a “base de CPFs” recém-chegada ao mercado.

A CVM já publicou recomendações de redação simples, incentivo a quadros-resumo e infográficos. Todavia, a adesão é voluntária. O mesmo dilema levou o Poder Judiciário a editar a Recomendação CNJ nº 144/2023, que orienta tribunais a substituir latinismos e jargões por linguagem simples para garantir o acesso à Justiça¹⁹⁶. Se até o Judiciário — historicamente avesso à simplificação — abraça o *plain-language movement* (movimento de linguagem simples), é razoável exigir que emissoras listadas adotem padrão similar em seus informes ao varejo.

Razões pelas quais nos leva a fazer propostas de aperfeiçoamento normativo:

1. **Versão em “português simples”** de todos os instrumentos de oferta, comunicados ao mercado, informativos de fatos relevantes e de relatórios periódicos, a ser disponibilizada simultaneamente à versão técnica.
2. **Quadro-resumo (prospecto resumido padronizado)** recomenda-se que a CVM avalie modelo padronizado de “prospecto resumido” (*summary prospectus*), limitado a 7 páginas, com quatro seções principais (emissor; informações financeiras relevantes; informações sobre os ativos; informações sobre a oferta) e breve introdução com “avisos” em destaque, adotando quadros/tabelas e elementos gráficos para facilitar comparação.¹⁹⁷ A experiência europeia (Reg. 2017/1129) e a proposta do CFA, relatadas por Bessa, indicam ganhos de transparência e comparabilidade sem perda de conteúdo jurídico. (“*Warnings*”: “*Investors can lose all of, or part of, the capital invested...*” — tradução: “Investidores podem perder todo ou parte do capital investido...”)¹⁹⁸ Em meio eletrônico, a hierarquia deve abrir com riscos materiais e custos, seguida de benefícios e cenários, com linguagem simples e design responsivo (smartphone/tablet).¹⁹⁹ Tal arranjo eleva a efetividade informacional, reduz vieses e completa a camada ex ante.

195 B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Book Pessoa Física – 4º Trimestre de 2024. São Paulo: B3, 2024.

196 CONSELHO NACIONAL DE JUSTIÇA. Recomendação n.º 144, de 25 ago. 2023, art. 1.º.

197 BESSA, Hudson. Abundância de informação..., op. cit., p. 30-33 (síntese da Reg. 2017/1129 e estrutura proposta pelo CFA).

198 Id., p. 32-33 (quadro “WARNINGS”; tradução nossa).

199 Id., p. 38-39 (princípios de saliência, padronização e simplicidade; foco em exibição móvel).

3. **Glossário padronizado** anexo aos fatos relevantes, definindo siglas como EBITDA, CAPEX, streaming etc.
4. **Dupla via de reporte** (técnico × minoritário), replicando o modelo sugerido pela Recomendação CNJ 144/2023 (§ 2.º) para atos “essencialmente técnico-jurídicos”.
5. **Gamificação e testes de autoavaliação** no Portal do Investidor, com métricas de conclusão pública para estimular engajamento.
6. **Sanção regulatória**: caracterizar o descumprimento da “linguagem cidadã” como infração grave ao dever de informação (art. 7.º da Lei 6.385/1976), com multa cominatória escalonada.

A assimetria informacional no mercado brasileiro não decorre apenas da complexidade intrínseca dos produtos financeiros; resulta, sobretudo, da escolha consciente de uma linguagem excludente que converte a transparência quantitativa em opacidade qualitativa. Enquanto a CVM não converter boas práticas em obrigação jurídica — e companhias como a Vale²⁰⁰ não ofertarem versões acessíveis de seus relatórios — a prometida “democratização” da renda variável correrá o risco de reduzir-se a um mero acréscimo estatístico de CPFs cadastrados, sem empoderamento real do investidor.

4.1.2 Morosidade sancionatória e leniência punitiva

Não se pretende, nas páginas seguintes, exaurir todas as causas capazes de retardar ou suavizar a repressão estatal às infrações no mercado de capitais. A proposta é destacar as variáveis que, à luz dos casos empíricos estudados nesta dissertação, demonstram maior relevância prática e, por conseguinte, sugerem caminhos de aperfeiçoamento do regime brasileiro de *enforcement*, sempre sob a ótica do Direito Constitucional Econômico.

²⁰⁰ Cumpre esclarecer que a escolha da empresa Vale como modelo paradigmático neste trabalho não deve ser interpretada como uma tentativa de responsabilizá-la isoladamente por eventuais práticas de opacidade comunicacional. A referência à companhia serve como exemplo emblemático de uma conduta que, na realidade, é amplamente disseminada entre as companhias listadas na B3 — inclusive entre aquelas pertencentes ao segmento do Novo Mercado, que teoricamente deveria representar o mais elevado padrão de governança corporativa. Trata-se, antes, de uma prática padronizada, consolidada como “linguagem técnica” do ambiente corporativo, familiar aos agentes que atuam diretamente nesse espaço, mas que, em muitos casos, se mostra ininteligível para o investidor pessoa física, em especial o pequeno investidor, que é o sujeito de interesse desta pesquisa. O propósito aqui, portanto, não é apontar a Vale como vilã, mas sim evidenciar que sua conduta é representativa de uma estrutura mais ampla e sistematizada de comunicação corporativa que carece de efetiva acessibilidade e transparência.

Nesse sentido, a **Morosidade Sancionatória** pode ser definida como o *lag of enforcement* – expressão inglesa que significa “intervalo entre a infração e a sanção” – produzido pela combinação de (i) procedimentos instrutórios longos, (ii) múltiplas instâncias recursais administrativas e judiciais e (iii) escassez de quadros técnicos na autoridade supervisora. Esse hiato temporal dilui o efeito dissuasório da punição e favorece o fenômeno conhecido na literatura norte-americana como *regulatory fatigue* (fadiga regulatória), em que a demora faz o mercado “esquecer” o ilícito (COFFEE, 2021, p. 912).

Já a **Leniência Punitiva**, por sua vez, corresponde ao que autores da Análise Econômica do Direito denominam *regulatory forbearance* – “tolerância regulatória” – consistente na aplicação de sanções que não superam o ganho ilícito ou que são desproporcionais ao dano coletivo (PINHEIRO, 2019, p. 78). Ocorre, por exemplo, quando a multa máxima é limitada por teto legal obsoleto ou quando acordos administrativos são celebrados com *no-contest settlement* (ajuste sem admissão de culpa) que permite ao infrator manter vantagens econômicas relevantes.

Em ambos os casos, o ponto-nevrálgico não está na ausência de tipificação legal, mas na deriva entre norma e eficácia – isto é, na capacidade institucional de transformar comandos abstratos em respostas concretas, tempestivas e proporcionais.

Fatos que evidenciam esses fenômenos no Brasil:

- Caso Americanas S.A. (2023-2025). A fraude contábil de cerca de R\$ 20 bilhões foi tornada pública em janeiro de 2023, mas, passados dezoito meses, os Processos Administrativos Sancionadores (PAS) ainda se encontram em fase instrutória, com apenas despachos de sigilo e de vista de autos²⁰¹. Durante esse hiato, milhares de investidores individuais permanecem sem qualquer compensação efetiva, ilustrando o chamado *last mile problem* (problema da última milha) da reparação civil.
- Como exemplo, o Caso JBS/Friboi (2017–2023) mostra como apurações de *insider trading* (uso de informação privilegiada) e manipulação envolvendo, segundo a imprensa, compras superiores a US\$ 1 bilhão em contratos de dólar futuro²⁰² às vésperas da divulgação da delação dos controladores e, segundo peças judiciais, vendas de cerca de R\$ 327,4 milhões em ações JBSS3²⁰³ no fim de abril de 2017, terminaram seis anos depois com absolvições por maioria dos irmãos Batista e das companhias nas acusações de uso de informação

201 AMERICANAS S.A. Fato Relevante de 11 jan. 2023.

202 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005388/2017-11 (operações com derivativos de dólar): Relatório do Diretor Relator. Rio de Janeiro: CVM, 26 maio 2023. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2023/SEI_19957005388_2017_11.pdf>. Acesso em: 14 ago. 2025. (O relatório registra ordens para contratação de NDF de US\$ 1,2 bilhão e execução de US\$ 700 milhões de um total de US\$ 800 milhões, em maio/2017)

privilegiada/manipulação, e aplicação de multa de R\$ 500 mil à J&F (sucessora da FB Participações) apenas por negociação em período vedado (*blackout*) decorrente do programa de recompra de ações, em 31.10.2023²⁰⁴; em processo autônomo, o Colegiado aceitou em 18.04.2023 termo de compromisso de R\$ 3,25 milhões por controlador (Joesley e Wesley)²⁰⁵ para encerrar acusação de abuso do direito de voto na aprovação de contas, acordo que, por regra da CVM, não importa confissão de culpa (*no admission of guilt*),²⁰⁶ o que evidencia a assimetria entre a materialidade econômica das operações noticiadas e as sanções efetivamente impostas, além de ilustrar limites dissuasórios do enforcement administrativo no mercado de capitais brasileiro.

- Caso Sadia/Perdigão (2006-2012). A manipulação acionária antecedente à fusão entre as companhias resultou em condenações administrativas cujas multas representaram fração diminuta do ganho ilícito obtido pelos réus²⁰⁷.
- Caso Vale (Brumadinho e Governança, 2015-2024). Apesar das dezenas de autos de infração lavrados, nenhum administrador foi, até hoje, inabilitado pelo prazo máximo de vinte anos permitido em lei (art. 11, § 5.º, I, da Lei 6.385/1976)²⁰⁸.

Em todos esses processos, observam-se: (i) longas instruções probatórias, (ii) multiplicidade de recursos ao Conselho de Recursos do SFN (CRSFN) e ao Judiciário, (iii) critérios subjetivos de dosimetria que, muitas vezes, não excedem o lucro obtido ilicitamente, e (iv)

203 BRASIL. Justiça Federal da 3ª Região. 6ª Vara Cível Federal de São Paulo. Processo nº 5007526-48.2017.4.03.6100: sentença de 18 jul. 2017 (Ação Popular). São Paulo: JFSP, 2017. Disponível em: <<https://www.jfsp.jus.br/documentos/administrativo/NUCS/decisoes/2017-07-18-jbs.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2025. (A decisão faz referência à venda do equivalente a R\$ 327,4 milhões em ações da JBS em abril/2017 e à compra de cerca de US\$ 1 bilhão em operações cambiais às vésperas da divulgação das gravações).

204 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). CVM conclui julgamento de processos envolvendo empresas do grupo JBS e seus executivos (31 out. 2023). Rio de Janeiro: CVM, 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-conclui-julgamento-de-processos-envolvendo-empresas-do-grupo-jbs-e-seus-executivos>>. Acesso em: 14 ago. 2025. (Resumo oficial do desfecho dos três PAS julgados em 31/10/2023, com absolvições e condenações pontuais)

205 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Decisão do Colegiado de 18/04/2023 – Apreciação de nova proposta de Termo de Compromisso – PAS 19957.004676/2018-39. Rio de Janeiro: CVM, 18 abr. 2023. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/18344-0.pdf>> (p. 1–3). Acesso em: 14 ago. 2025. (Termo de Compromisso aceito no valor de R\$ 3,25 milhões por proponente). Observação: este PAS tem objeto distinto das operações cambiais/acionárias de 2017, mas integra o mesmo contencioso amplo do grupo no período.

206 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021 (texto consolidado): dispõe sobre o rito dos procedimentos sancionadores. Rio de Janeiro: CVM, 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol045consolid.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2025. (Art. 81: “A celebração de termo de compromisso não importa em confissão quanto à matéria de fato, nem em reconhecimento de ilicitude”).

207 SADIA S.A.; PERDIGÃO S.A. Processo CVM RJ-2007-07548, Acórdão de 9 mai 2012.

208 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividades Sancionadoras – 2024.

Ausência de *disgorgement* (*mandatory return of illicit profit*): a legislação brasileira não exige que a vantagem obtida seja revertida a um *fair fund* (*recovery pool for harmed investors*) como faz a SEC²⁰⁹, o que resulta na ausência de ligação automática entre a multa pública e o ressarcimento das vítimas. O resultado prático é a percepção de impunidade que corrói a confiança do investidor minoritário e desestimula a alocação de poupança no mercado de capitais nacional.

Para fins comparativos, nos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) dispõe de arcabouço normativo e institucional que confere celeridade (*speed*) e robustez punitiva (*deterrence*) ao *enforcement*²¹⁰:

Aspecto-chave	CVM (Brasil)	SEC (EUA)
Prazo legal para concluir processo	Inexistência de <i>statutory deadline</i> (prazo peremptório) – conclusão média > 800 dias.	Administrative proceeding (processo administrativo formal) deve ser julgado pelo <i>Administrative Law Judge</i> em 120 dias, prorrogável até 300 dias ²¹¹ .
Acordo ajustamento	de <i>Termo de Compromisso</i> sem confissão de culpa; valores podem ser inferiores ao ganho ilícito.	Settlement agreement (<i>acordo de ajustamento de conduta</i>), quase sempre com <i>disgorgement</i> (devolução compulsória do lucro ilícito) e plano de ressarcimento, podendo usar o no-contest settlement (acordo sem admissão de culpa) ²¹² .
Restituição vítimas	às Não há previsão legal de fundo de reparação.	Fair Fund (<i>fundo justo de reparação</i>) criado pelo § 308 da <i>Sarbanes–Oxley Act</i> de 2002, permitindo que <i>disgorgement</i> e multas civis sejam distribuídos diretamente aos investidores lesados ²¹³ .
Valor-base da sanção	da Multa limitada, muitas vezes abaixo da vantagem econômica.	Disgorgement calculado pelo total do ganho ilícito, acrescido de pre-judgment interest (juros pré-sentença) e multa civil punitiva ²¹⁴ .
Integração com sanção penal	com Cooperação informal CVM ↔ MPF.	Memorando de entendimento formal SEC ↔ Department of Justice (DOJ) para <i>parallel proceedings</i> (processos paralelos) civis e

209 SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Annual Report 2023. Washington, D.C.: SEC, 2024, p. 112-115.

210 Observação metodológica. Os dados da coluna “SEC (EUA)” resumem a disciplina federal vigente e a prática institucional da Securities and Exchange Commission – sempre acompanhados da respectiva tradução ou explicação em português – e são lastreados em documentos oficiais norte-americanos ou em doutrina especializada, citados em notas de rodapé segundo o padrão ABNT.

211 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. Rules of Practice, 17 C.F.R. § 201.360. Washington, D.C.: SEC, 2023.

212 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. Press Release 2016-194 – Weatherford International to Pay \$140 Million for Accounting Fraud. Washington, D.C.: SEC, 27 sept. 2016. Disponível em: <https://www.sec.gov>. Acesso em: 10 jul. 2025.

213 UNITED STATES. Sarbanes–Oxley Act of 2002, Pub. L. 107-204, § 308. Washington, D.C.: Government Printing Office, 2002.

214 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. Annual Report 2023. Washington, D.C.: SEC, 2024, p. 112-115.

Aspecto-chave	CVM (Brasil)	SEC (EUA)
Padrão de revisão judicial	Ação anulatória ampla no TRF; pode suspender os efeitos da decisão.	criminais ²¹⁵ . Controle restrito por abuso de discricionariedade – padrão “ arbitrary or capricious ” (arbitrário ou caprichoso) previsto no <i>Administrative Procedure Act</i> ²¹⁶ .
Transparência	Relatórios anuais genéricos; autos sigilosos até decisão final.	Divulgação pública imediata de press release (comunicado à imprensa) e do inteiro teor do acordo no site oficial da SEC ²¹⁷ .

Exemplo prático. No caso Weatherford International (2016), fraude contábil bilionária foi resolvida em quatorze meses: a companhia pagou US\$ 140 milhões de *disgorgement*, US\$ 35 milhões em multa civil e constituiu Fair Fund para ressarcimento direto dos acionistas²¹⁸. Nenhum controlador escapou de inabilitação ou de undertakings (obrigações de não reincidência).

De acordo com os casos mencionados podemos identificar certos sinais de alerta sobre a ocorrência de morosidade e leniência, segue o quadro:

Sinal de alerta	Pergunta-guia para o pesquisador	Termo em inglês (tradução)
PAS ultrapassa 24 meses sem decisão de mérito	O processo excedeu o statutory deadline (prazo legal)?	<i>backlog</i> (fila de processos)
Multa < lucro obtido pelo infrator	A penalidade gera negative deterrence (antidissuasão)?	<i>under-deterrence</i> (sub-dissuasão)
Acordo celebrado sem confissão e sem plano de ressarcimento	O termo foi modelo no-contest settlement (acordo sem culpa)?	<i>regulatory forbearance</i> (leniência regulatória)
Reincidência do mesmo controlador em prazo inferior a 5 anos	Houve falha de recidivism control (controle de reincidência)?	<i>repeat offender</i> (infrator reincidente)
Prescrição administrativa próxima	A autarquia pediu prorrogação sucessiva de prazo?	<i>time-bar</i> (prescrição)

Ao aplicar este roteiro, o pesquisador – ou o próprio investidor – pode diagnosticar, em relatórios da CVM e da B3, se determinado caso já entrou na “zona de risco” da morosidade ou da leniência.

215 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission; DEPARTMENT OF JUSTICE. Memorandum of Understanding on Consultation Procedures. Washington, D.C., 2006.

216 UNITED STATES. Administrative Procedure Act, 5 U.S.C. § 706(2)(A). Washington, D.C.: Government Printing Office, 1946.

217 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. Policy Statement of the Securities and Exchange Commission Concerning Cooperation by Individuals. Washington, D.C.: SEC, 2010.

218 U. S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Release No. 2016-194 (Weatherford International).

Com o escopo de manter a coerência dissertativa, em atendimento a proposta de glossário bilíngue mínimo:

- Settlement-Agreement – acordo de ajustamento de conduta.
- Enforcement lag – intervalo entre a infração e a sanção (morosidade sancionatória).
- No-contest-settlement – ajuste firmado sem admissão de culpa.
- Disgorgement – devolução compulsória do ganho ilícito.
- Fair Fund – fundo de reparação justo, gerido pela SEC para pagar vítimas.
- Administrative-Proceeding – processo administrativo formal.
- Undertaking – obrigação comportamental assumida pelo infrator.
- Regulatory forbearance – tolerância regulatória que produz punições brandas (leniência punitiva).
- Disgorgement – devolução compulsória do lucro ilícito.

Sugestões de aprimoramento normativo-institucional:

1. **Prazo peremptório de 360 dias para conclusão do PAS**
Alteração necessária: inserir na Lei 6.385/1976 (Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários) fixando prazo máximo de 360 dias, prorrogável uma única vez por decisão fundamentada do Colegiado, com a contagem suspensa apenas por ordem judicial. Entidade competente: Congresso Nacional (lei ordinária) e CVM (resolução regulamentar). Fundamento: celeridade é condição de eficácia do sancionamento (“enforcement lag”, intervalo entre infração e punição).²¹⁹
2. **Canal de cooperação legal CVM ↔ MPF**
Alteração necessária: inclusão de novo artigo na Lei 6.385/1976 criando “Sistema Integrado de Investigação de Ilícitos no Mercado de Capitais” com banco de provas digitais compartilhado e contagem conjunta de prescrição. Entidade competente: Congresso Nacional; celebração de acordo operativo CVM/MPF. Fundamento: experiências de parallel proceedings (processos paralelos) SEC/DOJ reduzem a barganha de nulidades.²²⁰
3. **Introdução legal do disgorgement (devolução compulsória de lucros ilícitos)**
Alteração necessária: novo artigo na Lei 6.385/1976 determinando que toda decisão ou

219 COFFEE, John C. Securities Regulation: Cases and Materials. 14. ed. New York: Foundation Press, 2021, p. 912-915.

220 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission; DEPARTMENT OF JUSTICE. Memorandum of Understanding on Consultation Procedures. Washington, D.C., 2006.

acordo incluía a devolução integral do ganho ilícito, acrescida de juros pré-sentença, destinando os valores a um Fundo de Reparação de Investidores administrado pela CVM (modelo do Fair Fund norte-americano).²²¹ Entidade competente: Congresso Nacional; CVM para gestão do fundo. Fundamento: desestimular a prática do ilícito.

4. **Reformulação do Termo de Compromisso à semelhança do *settlement agreement***
Alteração necessária: revogar o art. 11 § 5.º da Lei 6.385/1976 e editar nova Resolução CVM exigindo: (i) pagamento prévio do *disgorgement*; (ii) multa mínima de 50 % do lucro ilícito; (iii) publicação da decisão em jornal de grande circulação e no site da CVM; (iv) plano de *compliance* monitorado por auditor independente. Entidade competente: Congresso Nacional e CVM. Fundamento: além desestimular a prática do ilícito, dar publicidade aos fatos em obediência ao princípio da transparência.
5. **Redução de instâncias recursais com efeito devolutivo**
Alteração necessária: emenda ao art. 11 da Lei 13.506/2017 para prever que o recurso ao CRSFN não suspende a multa pecuniária, salvaguardado depósito judicial. Entidade competente: Congresso Nacional; Ministério da Fazenda para adequar regimento do CRSFN. Fundamento: evitar “regulatory fatigue”, perda de atenção social em processos demasiadamente longos.²²²
6. **Agenda regulatória com *early-case assessment* (avaliação preliminar em 30 dias)**
Alteração necessária: Resolução CVM instituindo despacho de saneamento inicial obrigatório, classificando o caso como rito ordinário (prova complexa) ou rito sumário (prova documental). Entidade competente: CVM (ato infralegal). Fundamento: celeridade na triagem e no modelo de apuração.
7. **Capacitação em data analytics e machine learning**
Alteração necessária: criação de carreira de “Analista de Tecnologia Regulamentar” no quadro da CVM, via lei específica, com previsão de 40 vagas anuais, treinadas em detecção algorítmica de *insider trading* e fraude contábil. Entidade competente: Congresso Nacional; Ministério da Gestão para concursos. Justificativa: Sanar deficiência operacional extraída do exame do Relatório de Atividades Sancionadoras–2024.²²³

221 UNITED STATES. Sarbanes–Oxley Act of 2002, Pub. L. 107-204, § 308. Washington, D.C.: Government Printing Office, 2002.

222 Idem, nota 161.

223 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Relatório de Atividades Sancionadoras–2024. Rio de Janeiro: CVM, 2025, p. 33-40.

8. Relatórios públicos semestrais de monitoramento

Alteração necessária: Resolução CVM exigindo publicação, a cada seis meses, do *Compliance & Enforcement Monitor Report* com (i) estatísticas de decisões, (ii) grau de cumprimento de multas e (iii) lista de reincidentes. Entidade competente: CVM. Justificativa: cumprimento ao princípio da transparência e estimular a eficiência do órgão fiscalizador e sancionador.

9. Inversão parcial do ônus da prova em favor do investidor minoritário (*reversal of the burden of proof* – deslocamento da obrigação de provar)

Alteração necessária: acrescentar artigo à Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.) havendo indícios plausíveis de violação de dever de diligência ou lealdade, caberá ao administrador ou controlador demonstrar que: (i) agiu de boa-fé e com base em informações completas; e (ii) não obteve vantagem pessoal ilícita. (observação: regra não decorre do CDC, mas da hipossuficiência estrutural do investidor de varejo e do princípio da proteção ao investimento produtivo, art. 170, III, CR/88). Entidade competente: Congresso Nacional; CVM e Judiciário para aplicação. Fundamento: A inversão operará independentemente da aplicação do Código de Defesa do Consumidor; sua razão de ser repousa na hipossuficiência informacional do investidor individual minoritário e na necessidade de concretizar os princípios da ordem econômica constitucional (art. 170, III e § único, CR/88). A medida apenas desloca o ônus probatório para quem detém acesso exclusivo aos documentos societários – condição reconhecida, desde 2015, pelo art. 373, § 1.^o²²⁴ do Código de Processo Civil (distribuição dinâmica do ônus da prova).²²⁵ Comparação internacional – Conac & Gelter relatam que, nos Estados Unidos, mecanismos de *discovery* (fase probatória compulsória) têm efeito equivalente à inversão do ônus, pois obrigam a companhia a entregar documentos relevantes.²²⁶ Doutrina processual nacional – Marinoni e Arenhart defendem que a regra do § 1.^o “é especialmente importante em litígios societários, marcados por forte assimetria informacional”.²²⁷ Diagnóstico feito por órgão oficial – Relatório CVM/

224 “CPC. Art. 373. (...). § 1º Nos casos previstos em lei ou diante de peculiaridades da causa relacionadas à impossibilidade ou à excessiva dificuldade de cumprir o encargo nos termos do caput ou à maior facilidade de obtenção da prova do fato contrário, poderá o juiz atribuir o ônus da prova de modo diverso, desde que o faça por decisão fundamentada, caso em que deverá dar à parte a oportunidade de se desincumbir do ônus que lhe foi atribuído.”

225 BRASIL. Código de Processo Civil. Lei 13.105, de 16 mar. 2015, art. 373, § 1.^o.

226 CONAC, Pierre-Henri; GELTER, Martin. *Global Securities Litigation and Enforcement*. Cambridge: Cambridge University Press, 2018, p. 142-145.

227 MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. *Comentários ao Código de Processo Civil*. v. VI. São Paulo: RT, 2016, p. 248.

OCDE (2019) aponta que “a atribuição desse ônus de prova considerável aos acionistas desencoraja ações coletivas” e recomenda solução legislativa que facilite a prova quando os documentos estão em poder da companhia.²²⁸

10. Programa de denunciantes remunerados (*whistleblowing*)

Alteração necessária: prever na Lei 6.385/1976 incentivo de 10 % a 30 % dos valores recuperados para denunciantes que aportem informação original e substancial, em linha com o *SEC Whistleblower Program*.²²⁹ À semelhança do que ocorre nos acordos de colaboração premiada – instrumento que, no processo penal brasileiro, oferece benefícios ao réu colaborador em troca de informações que exponham a arquitetura do delito (*plea bargain*, acordo de confissão negociada)²³⁰ –, propõe-se que se discuta no sistema sancionador da CVM premie, mediante redução de sanções pecuniárias ou atenuação de inabilitação, o administrador, empregado ou terceiro que forneça dados documentais e narrativos essenciais para: (i) mapear a estrutura irregular (fluxo de ordens, contas-teste, interpostas pessoas); (ii) identificar com rapidez os investidores de varejo lesados; e (iii) viabilizar a constituição de fundo de ressarcimento imediato (*fair fund* – fundo justo de reparação)²³¹. Entidade competente: Congresso Nacional; CVM para regulamento. Fundamento: O objetivo é abreviar o ciclo processual – do fato à compensação – pois, em litígios de longa duração, o investidor individual é o maior prejudicado: o tempo dificulta sua localização/identificação, erode o valor econômico da indenização (deságio inflacionário) e mina a confiança no mercado de capitais²³². Ao incentivar a revelação tempestiva de informações internas, o mecanismo fortalece a eficiência (art. 37, caput) e a justiça distributiva da ordem econômica (art. 170, III) da Constituição, ao mesmo tempo em que espelha a lógica de programas estrangeiros bem-sucedidos, como o *SEC Whistleblower Program* norte-americano²³³.

228 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro: relatório preliminar. Brasília: CVM/OCDE, 2019, p. 17-19.

229 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. Annual Report to Congress: Whistleblower Program 2023. Washington, D.C.: SEC, 2024.

230 BRASIL. Lei nº 12.850, de 2 ago. 2013. Art. 4.º. Define organização criminosa e dispõe sobre a colaboração premiada.

231 UNITED STATES. Sarbanes–Oxley Act of 2002, Pub. L. 107-204, § 308. Washington, D.C.: GPO, 2002. (Institui o *fair fund* para indenizar investidores).

232 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS; OCDE. Fortalecimento dos meios de tutela reparatória dos direitos dos acionistas no mercado de capitais brasileiro: relatório preliminar. Brasília: CVM/OCDE, 2019, p. 18-19.

233 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. Annual Report to Congress: Whistleblower Program 2023. Washington, D.C.: SEC, 2024, p. 5-7.

11. Atualização anual dos tetos de multa

Alteração necessária: redação nova ao art. 11, da Lei 6.385/1976, vinculando o teto à variação acumulada do IPCA+. Esses montantes ficam congelados no tempo: a inflação corrói o efeito dissuasório e torna-os, na prática, cada vez menos significativos para emissores de grande porte. Propõe-se inserir um dispositivo que vincule automaticamente tais tetos à variação acumulada do IPCA+ (índice oficial de preços ao consumidor ampliado) verificada no ano-calendário anterior. Entidade competente: Congresso Nacional. Fundamento: (i) Efetividade da sanção (*deterrence effectiveness* – eficácia dissuasória): multa que não acompanha a inflação reduz-se a “custo de conformidade”, sobretudo para companhias com faturamento bilionário.²³⁴ (ii) Princípio constitucional da eficiência (art. 37, caput, CR/88): o poder sancionador deve operar com rendimento máximo de recursos; sanções defasadas impõem custos administrativos sem retorno social proporcional. (iii) Proteção ao investidor e à poupança popular (art. 170, III, CR/88): multas robustas sinalizam risco regulatório adequado, desestimulando fraudes que afetam o investidor de varejo. (iv) Harmonização internacional: nos Estados Unidos, a SEC é obrigada pelo *Federal Civil Penalties Inflation Adjustment Act* a reindexar seus valores-máximos todos os anos; o ajuste de 2024, por exemplo, elevou a multa classe I de US\$ 11.162 para US\$ 12.794.²³⁵ (v) Financiamento estável do fundo de ressarcimento, garantindo recursos para indenizar investidores minoritários sem depender do Tesouro.

12. Inabilitação automática de reincidentes

Alteração necessária: inserir no art. 11 da Lei 6.385/1976: ao segundo ilícito grave em dez anos, administrador fica impedido de exercer cargo em companhia aberta por cinco anos, salvo prova de mudança de controle ou de adoção de programa de integridade efetivo. Entidade competente: Congresso Nacional; CVM para lista pública de inabilitados. Fundamento: Desestimular a reincidência.

Morosidade e leniência funcionam como dois lados da mesma moeda institucional: a primeira mina o efeito-exemplo da sanção; a segunda fragiliza o conteúdo material da punição. Ampliando o conceito, pode-se afirmar que ambas mutilam a força normativa da Constituição Econômica – expressão usada por André Ramos Tavares para indicar que o texto constitucional, em

234 COFFEE, John C. *Securities Regulation: Cases and Materials*. 14. ed. New York: Foundation Press, 2021, p. 913-915.

235 UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. *Adjustments to Civil Monetary Penalty Amounts*; Final Rule, Rel. No. 34-99245. Washington, D.C.: SEC, 8 jan. 2024, p. 4-5.

matéria econômica, “não se contenta em espelhar a realidade de mercado; impõe tarefas positivas ao Estado para assegurar concorrência leal e justiça social”²³⁶. Quando sanções chegam tarde ou em valor irrisório, o comando constitucional converte-se em letra morta, traindo tanto o princípio da eficiência (art. 37, caput, CR/88) como a função transformadora atribuída à ordem econômica (art. 170, CR/88).

É precisamente essa dimensão transformadora que este capítulo procura reavivar. As propostas de prazos peremptórios, *disgorgement* (devolução compulsória do lucro ilícito) e inversão do ônus da prova não são meras reformas procedimentais: elas concretizam aquilo que Tavares chama de “exigência de efetividade do direito econômico-constitucional”, segundo a qual a tutela jurídica do mercado deve redundar em “resultados reais e mensuráveis em favor do cidadão-investidor”²³⁷. Ao reforçar a tempestividade e a proporcionalidade do *enforcement*, o arranjo sugerido devolve confiança ao acionista minoritário – elo indispensável à capitalização das empresas brasileiras – e devolve densidade normativa à Constituição, afastando o risco de que o sistema regulatório se reduza a ritualismo estéril.

Assim, o instrumental metodológico aqui delineado (conceitos, indicadores e sugestões) permite ao intérprete detectar, em casos futuros, o ponto de inflexão em que a atuação estatal deixa de cumprir sua missão constitucional econômica para se tornar simples formalidade, alheia à promoção do desenvolvimento e da justiça distributiva que a Carta de 1988 determinou.

4.2 A “última milha” da proteção do investidor: reparação civil ineficaz

O tema da reparação civil poderia, em tese, permanecer subsumido aos tópicos anteriores dedicados à prevenção e à fiscalização. Todavia, seu relevo prático – sobretudo para o investidor individual minoritário, parte hipossuficiente em toda a cadeia informacional – recomenda tratá-lo em apartado. A razão é simples: se a engrenagem estatal falha em deter ou detectar a infração, não pode falhar novamente na devolução do patrimônio indevidamente subtraído. Esta seção, portanto, aprofunda o chamado *last mile problem* (literalmente, “problema da última milha” – a distância entre a sanção formal e a recomposição do dano), descrevendo: (i) os gargalos da legislação brasileira, (ii) a forma como o direito norte-americano encurta essa distância, e (iii) propostas normativas especificamente talhadas para vencer esse obstáculo.

236 TAVARES, André Ramos. Direito Econômico Constitucional. 3. ed. São Paulo: Método, 2011, p. 211-212.

237 Idem, pag. 48-49.

No auge da Operação Lava-Jato e das discussões sobre *enforcement* financeiro, o Poder Executivo editou a Medida Provisória 784/2017, cujo art. 36 criava o Fundo de Desenvolvimento do Mercado de Valores Mobiliários (FDMVM), de natureza contábil, destinado a receber recursos de termos de compromisso, multas e acordos de leniência celebrados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A receita do fundo seria aplicada em projetos de inclusão financeira e — de forma ainda embrionária — em ações de reparação a investidores.²³⁸

Durante a tramitação no Congresso surgiram várias emendas apontando risco de “orçamento paralelo” e ausência de estimativa do impacto fiscal. O parecer da Consultoria Legislativa da Câmara destacou expressamente a proposta de revogar os arts. 17 e 36 da MP, eliminando tanto o fundo do Banco Central quanto o da CVM²³⁹. O dispositivo acabou suprimido no Projeto de Lei de Conversão e, ao chegar à mesa presidencial, já não integrava o texto; a sanção da Lei 13.506/2017 limitou-se a disciplinar o processo sancionador, sem qualquer menção ao FDMVM.²⁴⁰ Assim, a ideia de um fundo brasileiro de ressarcimento morreu antes de nascer, por veto político-orçamentário do próprio Executivo ao apoiar a versão final sem o artigo correspondente.

O vácuo criado permanece: as multas e contribuições pagas à CVM são recolhidas por Guia de Recolhimento da União (GRU) para a Conta Única do Tesouro Nacional, passando a integrar a receita ordinária da União. Não existe mecanismo legal que vincule tais recursos à reparação de investidores ou ao desenvolvimento do mercado — a verba segue o fluxo geral de caixa e pode ser utilizada em qualquer despesa pública^{241 242243}.

Em síntese, embora o “fundo da última milha” tenha sido cogitado em 2017, a ausência de vontade política impediu sua materialização; hoje, o produto das penalidades administrativas perde-se no erário, sem retornar às vítimas das infrações que lhe deram origem.

Vale lembrar o leitor, que o Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos tem natureza estritamente indenizatória e se destina exclusivamente a reparar danos decorrentes da ação ou omissão de intermediários (corretoras e seus prepostos) na execução de ordens e na custódia de

238 BRASIL. Medida Provisória nº 784, de 8 jun. 2017. Diário Oficial da União, Brasília, 9 jun. 2017. Art. 36.

239 CÂMARA DOS DEPUTADOS. Nota descritiva da Medida Provisória nº 784/2017. Brasília: Consultoria Legislativa, 2017, p. 6-7.

240 BRASIL. Lei nº 13.506, de 13 nov. 2017. Diário Oficial da União, Brasília, 14 nov. 2017.

241 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. CVM orienta sobre procedimentos para emissão de guias de recolhimento da União – GRU. Brasília, 16 mar. 2021.

242 B3 – Notícia institucional (30.08.2023), comunicando a aprovação, pela CVM, da elevação do teto para R\$ 200 mil com vigência a partir de 2024.

243 CVM Educacional – Caderno “MRP” (2020), deixando claro que o MRP não cobre riscos de mercado e exige nexo com ação/omissão do intermediário.

valores mobiliários; não alcança perdas derivadas de fraudes societárias imputáveis às companhias emissoras. Mesmo assim, possui cobertura limitada, pois, desde 02.01.2024, o teto de ressarcimento é de R\$ 200.000,00 por ocorrência, o que preserva utilidade para falhas operacionais de menor monta, mas revela insuficiência estrutural diante de eventos de grande impacto originados na esfera do emissor — os quais demandam instrumentos próprios de tutela coletiva e de reparação civil.²⁴⁴

Quanto a arbitragem obrigatória, embora se apresente como meio célere e tecnicamente especializado, ela também impõe ônus financeiros e processuais que recaem com maior intensidade sobre o acionista minoritário, justamente o destinatário central das garantias de tutela jurisdicional.

Arbitragem (do latim *arbitrare*) é o mecanismo de resolução privada de disputas em que as partes transferem a um ou mais árbitros — terceiros independentes — competência para proferir decisão com a mesma eficácia da sentença judicial. No Brasil, a disciplina geral está na Lei 9.307/1996 (Lei de Arbitragem), cujo art. 1º autoriza o instituto para “litígios relativos a direitos patrimoniais disponíveis”²⁴⁵.

A figura da arbitragem obrigatória surge quando a lei ou o estatuto impõem a adoção desse meio sem alternativa de acesso imediato ao Judiciário. No mercado de capitais, há duas grandes hipóteses:

A figura da arbitragem obrigatória surge quando a lei ou o estatuto impõem a adoção desse meio sem alternativa de acesso imediato ao Judiciário. No mercado de capitais, há duas grandes hipóteses: (i) Inserção no estatuto com base no art. 109, § 3º, da Lei 6.404/1976 (Lei das S.A.), incluído pela Lei 10.303/2001, que autoriza o estatuto a prever arbitragem para controvérsias entre companhia, acionistas e administradores;²⁴⁶; (ii) Exigência regulatória para listagem em segmentos especiais da B3. O Regulamento do Novo Mercado (versão 2023) determina, no art. 39, que a companhia e todos os seus acionistas “obrigam-se a resolver, por meio de arbitragem, perante a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM-B3), qualquer controvérsia que possa surgir”²⁴⁷. Normas semelhantes constam dos segmentos Nível 2 e Bovespa Mais. Na prática, portanto, todo comprador de ações de uma sociedade listada nesses segmentos adere automaticamente à cláusula arbitral, mesmo que jamais tenha lido o estatuto.

Assim, essas normas, conjugadas, criam um sistema híbrido: a lei faculta, mas o mercado — por meio da autorregulação da B3 — converte a faculdade em imposição prática.

244 Resolução CVM nº 135/2022.

245 BRASIL. Lei nº 9.307, de 23 set. 1996. Dispõe sobre a arbitragem. Art. 1º.

246 BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 dez. 1976. Lei das S.A. Art. 109, § 3º (incluído pela Lei 10.303/2001).

247 B3. Regulamento do Novo Mercado. Art. 39 (versão 2023).

No que tange aos custos, a Câmara de Arbitragem do Mercado (CAM-B3) adota tabela própria:

- Taxa de administração: de R\$ 1.000 (litígios até R\$ 100 mil) a R\$ 3.000 (acima de R\$ 10 milhões), paga por cada parte²⁴⁸;
- Honorários dos árbitros: R\$ 1.200 por hora trabalhada, com adiantamento de despesas;²⁴⁹
- Custas adicionais: além da taxa de administração e dos honorários dos árbitros, a CAM-B3 prevê despesas específicas como perícias, serviços de tradução, uso/locação de salas e os honorários do Comitê de Impugnação — órgão responsável por analisar pedidos de afastamento de árbitros (impugnações). Para este último, a tabela fixa R\$ 15 mil por árbitro impugnado.²⁵⁰

Fazendo cálculos simples, em litígio médio de R\$ 500 mil, a parte autora deve desembolsar, antes mesmo da instrução, algo em torno de R\$ 25 mil a R\$ 40 mil (taxas, três árbitros por 20 h cada, depósito de despesas). Se o pleito for de R\$ 50 mil — cifra comum ao investidor de varejo — o custo supera o valor em disputa, criando forte desincentivo econômico.

Nesse sentido, em que pese na prática ser obrigatório, esse mecanismo causas dificuldades específicas ao investidor minoritário, a saber:

- (i) Barreira econômica – Os “altos custos da arbitragem se tornam empecilho para o acionista minoritário de menor poder econômico acessar a jurisdição arbitral”²⁵¹. Sem gratuidade nem parcelamento, o minoritário precisa antecipar valores expressivos, enquanto a companhia dispõe de caixa corporativo.
- (ii) Falta de *fee shifting* (mudança de taxa) – O regulamento da CAM-B3 permite que o tribunal arbitral reparta custos, mas não garante reembolso integral ao vencedor, o que aumenta o risco financeiro.
- (iii) Confidencialidade – Os processos correm em sigilo, dificultando o efeito pedagógico e a formação de precedentes, além de impedir o *piggy-back* (pegar carona) de outros acionistas.
- (iv) Ausência de mecanismos coletivos estruturados – A arbitragem coletiva ainda carece de regulamentação específica; projetos doutrinários estão em debate, mas não há

248 CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. Custas e honorários: tabela de taxas (acesso em 11 jul. 2025).

249 Idem: honorários dos árbitros, R\$ 1.200/hora (vigência desde 1º jul. 2023).

250 Idem.

251 MORAES, Vitor S. de. A arbitragem coletiva como meio de tutela dos direitos de acionistas minoritários de companhias abertas. Dissertação (Mestrado) – PUC-SP, 2020, p. 10-11.

norma que autorize associações de investidores a instaurar procedimento coletivo, salvo ajustes casuísticos.

(v) Complexidade técnica – A instrução probatória exige perícias contábeis de alto custo e eventuais *discovery* internacionais, pouco acessíveis ao pequeno investidor.

O resultado é um vácuo de *enforcement* privado: a arena arbitral concentra-se em litígios entre controladores ou em disputas de grande valor; as causas de pequeno e médio porte simplesmente deixam de ser ajuizadas.

A arbitragem obrigatória, tal como estruturada no Brasil, realiza parcialmente sua promessa de celeridade e especialização, mas falha em garantir acesso efetivo ao investidor minoritário, que arca, sozinho, com custos fixos desproporcionais ao valor do litígio. Embora a imposição estatutária se sustente juridicamente, ela revela déficit de efetividade na proteção do acionista hipossuficiente.

Consequentemente, a título de exemplo nacional, a derrocada da Americanas S.A., deflagrada em 11 de janeiro de 2023 com a admissão de “inconsistências contábeis” de R\$ 20 bilhões, fornece o exemplo empírico mais eloquente da ineficácia do sistema brasileiro de reparação a investidores. No dia seguinte ao fato relevante, os papéis AMER3 despencaram 77 %, saindo de R\$ 12,00 para R\$ 2,72 em um único pregão²⁵². Uma semana mais tarde, a companhia requereu recuperação judicial (RJ), alegando passivo de R\$ 50 bilhões e retirando-se de catorze índices da B3.

O que, segundo os meios de comunicação, já se comprovou: (i) Fraude contábil sistemática. Relatório do comitê independente – entregue à CVM e à Polícia Federal – descreveu maquiagem de dívida superior a US\$ 4 bilhões ($\approx$ R\$ 25 bi) por meio de contratos fictícios de propaganda (*stand-in ad budgets*) e operações de “risco sacado”²⁵³ (ii) Dolo de ex-dirigentes. A CVM concluiu inquérito e acusou oito ex-executivos de *insider trading* (uso indevido de informação privilegiada) em outubro / 2024²⁵⁴; (iii) o Ministério Público Federal denunciou treze ex-gestores por organização criminosa e manipulação de mercado em março / 2025²⁵⁵. (iv) Cooperação internacional. O ex-CEO Miguel Gutierrez foi preso em Madri a pedido da Justiça brasileira em junho / 2024.²⁵⁶

252 INFOMONEY. Americanas (AMER3): 7 questões um ano após a fraude bilionária e o futuro das ações. 12 jan. 2024.

253 REUTERS. Brazil's Americanas details accounting fraud. 17 jul. 2024.

254 INFOMONEY. Caso Americanas: CVM conclui inquérito e acusa 8 ex-diretores de insider trading. 18 out. 2024.

255 CBN. PF indicia e MPF denuncia 13 ex-executivos por fraude na Americanas. 31 mar. 2025.

256 REUTERS. Former Americanas CEO Gutierrez arrested in Madrid as Brazil probes massive fraud. 28 jun. 2024.

Apesar dessas etapas probatórias avançadas, nenhum centavo retornou aos acionistas até julho / 2025.

Ante a gravidade do problema, vamos fazer a estimativa do prejuízo do investidor minoritário, segue o quadro:

Simulação didática de perda do investidor em AMER3

Hipótese-base: investidor possuía 1.000 ações em 10/01/2023 (antes do grupamento).

Data / Marco	Cotação por ação (R\$)	Equivalente por “nova ação” (100:1)*	Qtde de ações do investidor	Valor da posição (R\$)	Perda acumulada vs. R\$ 12.000
10/01/2023 — véspera do escândalo	12,00	1.200,00	1.000 (pré)	12.000,00	—
12/01/2023 — pregão do colapso	2,72	272,00	1.000 (pré)	2.720,00	–77,33% (–R\$ 9.280,00)
27/07/2024 — antes do grupamento	0,06	6,00	1.000 (pré)	60,00	–99,50% (–R\$ 11.940,00)
11/07/2025 — após o grupamento 100:1	5,13	5,13 (já pós)	10 (pós)	51,30	–99,57% (–R\$ 11.948,70)

Após esses acontecimentos, temos como exemplo prático: Um acionista que detinha 1 000 ações em 10 jan 2023 (investimento inicial: R\$ 12 000) passou a possuir 10 ações depois do grupamento. Ao preço de R\$ 5,13, seu patrimônio vale R\$ 51,30 – perda aproximada de 99,6 % do capital.

Segundo notícias de sites especializados sobre o caso em estudo, temos a seguinte conclusão sobre a fase processual e o horizonte de ressarcimento: (i) Recuperação judicial. O Plano de RJ foi aprovado pelos credores em dezembro / 2023 e homologado pela 4ª Vara Empresarial do Rio em fevereiro / 2024 ²⁵⁷; A empresa prevê “mais cinco ou seis trimestres em modo recuperação” ²⁵⁸. Acionistas não constam como credores; recebem apenas se restar valor após o pagamento integral da dívida, o que é improvável. (ii) Processos administrativos na CVM. Os autos

257 INFOMONEY. Justiça homologa plano de recuperação judicial da Americanas. 26 fev. 2024.

258 INFOMONEY/REUTERS. Americanas “ainda está longe” de sair do modo recuperação, diz presidente. 27 mar. 2025.

por falhas de divulgação e *insider trading* estão em julgamento²⁵⁹. Eventuais multas serão recolhidas ao Tesouro, sem vínculo legal com reparação das vítimas. (iii) Ações civis públicas. Associações como IPGE e Ibraci ajuizaram demandas indenizatórias combinadas na 5ª Vara Empresarial do Rio, mas ainda em fase inicial de instrução.²⁶⁰ (iv) Ações individuais / arbitragem. Advogados orientam investidores a litigar caso a caso; os custos da arbitragem na CAM-B3 (taxas e honorários) permanecem proibitivos para prejuízos de pequeno valor, como já discutido acima. (v) Mecanismos coletivos inexistentes. O Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP/BSM) não cobre fraudes societárias; inexistente fundo estatal de indenização após a extinção do artigo correspondente da MP 784/2017.

Dois anos e meio depois da quebra, todas as esferas repressivas – penal, administrativa e societária – avançam; entretanto, a esfera reparatória não saiu do lugar. O caso Americanas mostra que, quando a prevenção falha, o investidor minoritário – já desfavorecido financeiramente – enfrenta barreiras quase intransponíveis para converter a punição dos culpados em recomposição patrimonial. Sem *class actions* (ações coletivas), *Fair Funds* (fundos de restituição) nem regras de *fee shifting* (inversão de custos), o “último quilômetro” permanece um trajeto sem ponte.

A experiência da *Securities and Exchange Commission* (SEC) demonstra que a lacuna entre a punição administrativa e a efetiva devolução do dinheiro ao investidor pode ser encurtada mediante mecanismos que vinculam sanção e ressarcimento. Trata-se da resposta prática ao chamado “problema da última milha” – expressão, difundida na doutrina de *enforcement* corporativo, que descreve o percurso derradeiro (*last mile*) entre a condenação do infrator e o restabelecimento patrimonial da vítima²⁶¹.

O pilar normativo está no § 308 (a) da Sarbanes–Oxley Act de 2002, batizado de *Fair Fund provision* (“dispositivo do Fundo Justo”). O texto autoriza a SEC a acrescentar as multas civis aos valores de *disgorgement* (devolução de lucros ilícitos) e a distribuí-los entre os investidores prejudicados²⁶². O § 308 (b) complementa o sistema, permitindo nomear administrador independente para conduzir o plano de distribuição; as regras procedimentais encontram-se no “Rule 1101 e seguintes das *Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans* (2019)”.²⁶³

259 CVM. CVM julga ex-diretores da Americanas S.A. por falhas em divulgações de informações da companhia. 03 dez. 2024.

260 INFOMONEY. Ações contra Americanas do Ibraci e do IPGE passam a tramitar em conjunto na 5ª Vara Empresarial do Rio. 02 mai. 2023.

261 COFFEE, John C. *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*. Oxford: Oxford University Press, 2006, p. 57.

262 U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Report Pursuant to Section 308(c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002, p. 1-3.

O mecanismo pode ser acionado sempre que um *enforcement action* (autos administrativos ou ação civil) resulte em: (i) ordem de *disgorgement*; (ii) imposição de civil *money penalty* (multa administrativa).

A decisão final do processo já cria o *Fair Fund* e define se ele será administrado pela SEC ou por agente externo. Em seguida publica-se plano de distribuição para comentários públicos.²⁶⁴

Assim funciona a constituição e o financiamento dos fundos: (i) Fonte dos recursos. Disgorgement + multas; eventuais juros são capitalizados na conta do Tesouro (“*Commission-designated account*”); (ii) Designação do administrador. O plano nomeia *Fund Administrator* (pessoa física ou entidade especializada) e *Tax Administrator*; (iii) Cálculo das perdas. Utiliza-se metodologia de *event study* com dados de mercado; o resultado define a “*Recognized Loss*” de cada investidor; (iv) Pro rata ou íntegro. Se o patrimônio do fundo < soma das perdas, paga-se pro rata; se >, paga-se 100 % (+ juros “*Reasonable Interest*”); (iv) Custo zero para a vítima. Despesas do administrador são retiradas do próprio fundo.

Exemplos ilustrativos de funcionamento desse sistema: (a) Weatherford International PLC (Release 34-100154/2024): Fair Fund de US\$ 152,2 milhões para ~157 000 acionistas²⁶⁵; (b) *Impact Theory LLC* (NFTs, 2024): Fair Fund de US\$ 6,1 milhões após multa e disgorgement²⁶⁶

Quanto aos valores cobertos e que se beneficia desse sistema, temos: (a) em teto legal. O valor disponível é o limite financeiro; não há franquia; (b) Elegibilidade. Qualquer investidor que adquiriu o papel/ativo no período relevante e sofreu perda reconhecida (mínimo de US\$ 20,00 no caso *Impact Theory*) é *Eligible Claimant*²⁶⁷; (c) Procedimento simplificado. Basta preencher *Claim Form* eletrônico, anexar comprovantes de compra/venda e aguardar a *Determination Notice* emitida pelo administrador; (d) Acesso plural. Planos preveem inclusão automática de quem já participou de *class actions* correlatas (ex.: *Weatherford* incorporou os membros da ação coletiva de 2013).

Com essas explicações cumpre-nos destacar os seguintes benefícios para o investidor minoritário: (i) Universalidade – todos os lesados, inclusive pequenos acionistas espalhados em corretoras de varejo, entram no mesmo fundo; (ii) Custo baixíssimo – não há adiantamento de

263 U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Rules of Practice and Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans. Washington-DC, 2019, Rule 1101

264 SEC. Investor Bulletin: How Victims of Securities Law Violations May Recover Money. 21 jun. 2018.

265 SEC. Order Approving Fair Fund Distribution Plan – Weatherford International & EY, Release No. 34-100154, 15 mai 2024, p. 1-2.

266 SEC. Plan of Distribution – Impact Theory, LLC, File No. 3-21585, 2024, § I.6.

267 Idem.

custas, perícia ou honorários; o Estado recupera e redistribui; (iii) Economia de escala – um único cálculo de dano evita multiplicidade de laudos individuais; (iv) Certeza jurídica – a decisão que cria o fundo já estabelece o universo de vítimas e bloqueia novas discussões sobre culpa; (v) Rapidez relativa – prazos de 18 a 24 meses para pagamentos (Weatherford) são inferiores à duração média de processos civis clássicos.

A adoção de um Fundo Brasileiro de Ressarcimento inspirado no modelo § 308 SOX preencheria a “última milha” com adoção das seguintes medidas:

- (1) Fonte jurídica: inclusão de dispositivo análogo na Lei 6.385/1976, permitindo à CVM converter multas e *settlements* (termos de compromisso e/ou acordos) em fundo de restituição.
- (2) Governança: administrador externo sob fiscalização do TCU, espelhando a prática da SEC.
- (3) Identificação dos lesados: uso compulsório dos registros diários da B3 para mapear CPFs/contas e calcular perdas via *event study*.
- (4) Elegibilidade automática – investidor minoritário recebendo informação eletrônica de sua aderência automática ou “*opt-out*” (manifestar a não aderência).

A adoção de um Fundo Brasileiro de Ressarcimento, nos moldes do *Fair Fund provision* (§ 308 (a) da Sarbanes–Oxley Act), já demonstrou ser passo decisivo para encurtar a distância entre punição administrativa e ressarcimento efetivo, tutelando o investidor minoritário e promovendo a democratização financeira. Todavia, a importação desse mecanismo deve vir acompanhada da eliminação do paradoxo da cláusula arbitral mandatória: a mesma regra que promete celeridade impõe custos fixos que inviabilizam litígios de pequeno valor.

A superação desse impasse exige um tripé normativo e regulatório:

1. **Mecanismos de financiamento coletivo ou *third-party funding* (financiamento por terceiros)** – já reconhecidos pelas câmaras arbitrais brasileiras, como mostra a Resolução Administrativa 18/2016 da CAM-CCBC, que disciplina a divulgação de investidores financeiros em arbitragens e estimula a pulverização de despesas²⁶⁸. Estudos recentes indicam expansão do mercado de fundos especializados em custear honorários em troca de participação no êxito²⁶⁹.

268 CAM-CCBC. Resolução Administrativa nº 18/2016 – Recomendações sobre third-party funding em arbitragens. São Paulo, 20 jul. 2016.

269 PINHEIRO NETO ADVOGADOS. Third-Party Litigation Funding – Brazil. 8ª ed., 2025, p. 2-4.

2. **Regulamentação da arbitragem coletiva** – o PL 2925/2023 (Câmara dos Deputados) propõe procedimento único para demandas de acionistas, reduzindo assimetrias informacionais e diluindo custas entre centenas de investidores²⁷⁰. Doutrina nacional salienta que “a arbitragem coletiva representa o veículo idôneo para equalizar poder econômico entre a companhia e o investidor de varejo”²⁷¹.
3. **Incentivos regulatórios de *fee shifting* (inversão de custas)** – a CAM-B3 já cobra R\$ 1.200,00 por hora de árbitro, além de taxa de administração inicial²⁷²; legislar para que a companhia custeie parcela desses adiantamentos quando seus próprios atos societários estiverem sob escrutínio mitigaria o obstáculo financeiro, em linha com propostas doutrinárias de *cost-sharing*²⁷³.

Integrar o Fundo da Última Milha a esse tripé reforça a lógica distributiva do Direito Econômico Constitucional: ao mesmo tempo em que devolve ao investidor o valor perdido, derruba barreiras de entrada no foro arbitral, promovendo igualdade material de acesso à justiça (CF/88, arts. 5º, XXXV, e 170). Como sintetiza Eros Roberto Grau, “a função distributiva do Estado se estende à organização dos mercados quando a assimetria econômica ameaça a isonomia concorrencial”²⁷⁴; André Ramos Tavares acrescenta que “a democratização do capital pressupõe acesso equânime à jurisdição e aos instrumentos de reparação”²⁷⁵.

Sem *third-party funding*, arbitragem coletiva e incentivos de *fee shifting*, qualquer Fundo de Ressarcimento correrá o risco de repetir a assimetria que pretende combater. Com tais correções, porém, o modelo constitui ponte robusta entre sanção, reparação e participação popular no mercado de capitais, realizando, em última análise, o projeto constitucional de desenvolvimento econômico inclusivo.

4.3 Contribuições da dissertação e agenda de aprofundamento

270 JOTA. Um novo capítulo da arbitragem societária coletiva: o PL 2925/2023. 5 mai 2024.

271 MORAES, Vitor S. de. A arbitragem coletiva como meio de tutela dos direitos de acionistas minoritários de companhias abertas. Dissertação (Mestrado) – PUC-SP, 2020, p. 11-12.

272 CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO (CAM-B3). Custas e honorários – Tabela vigente desde 1º jul 2023.

273 LIMA, Ricardo F. de. “Cost-sharing na arbitragem societária: análise econômica das regras de distribuição de despesas”. Revista de Direito Societário e Valores Mobiliários, v. 11, n. 2, 2024, p. 85-90.

274 GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 15. ed. São Paulo: Malheiros, 2023, p. 97-98.

275 TAVARES, André Ramos. Curso de direito constitucional econômico. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2022, p. 312-313.

Esta dissertação oferece um quadro integrado de proteção ao acionista individual minoritário, articulando camadas *ex ante* (como *suitability* — adequação do produto ao perfil do cliente) e informacionais (fortalecimento do *disclosure* com linguagem simples), além de apontar déficits *ex post* (reparação efetiva) e comportamentais (como vieses na tomada de decisão) que afetam o investidor de varejo. Ao sistematizar essas camadas e cotejá-las com a prática regulatória brasileira (Resoluções CVM nº 30/2021 e nº 44/2021) e com evidências de legibilidade dos fatos relevantes, o trabalho demonstra por que transparência útil, inteligível e tempestiva é condição de efetividade da proteção jurídica, e não mero formalismo.

No plano propositivo, o trabalho defende algumas melhorias, como exemplo: (i) versões em “português simples” (*plain-language summaries*, sumários em linguagem simples) para documentos de divulgação obrigatória; (ii) aperfeiçoamentos no processo de *suitability* para mitigar *misselling* (venda inadequada); e (iii) criação de fundos voltados à reparação célere de danos a investidores minoritários e inversão do ônus da prova em caso de suspeita de irregularidade, para facilitar a responsabilização e desestimular condutas abusivas. Tais medidas fecham o ciclo prevenção-fiscalização-reparação, ajustando incentivos privados ao objetivo público de um mercado eficiente, competitivo e inclusivo.

A contribuição central da dissertação é normativa e metodológica. Ao sistematizar o arcabouço vigente e explicitar suas lacunas, o trabalho propõe critérios operacionais — padrões de linguagem, desenho de questionários, hierarquia informacional e indicadores de transparência, qualidade e engajamento — passíveis de implementação por CVM, B3 e emissores, com o objetivo de reduzir assimetrias cognitivas e fortalecer a responsabilização. Com isso, o debate se concentra em métricas verificáveis de proteção ao investidor de varejo — com ênfase na clareza, comparabilidade e tempestividade das informações —, reforçando a confiança e a participação informada desse público.

Temas para aprofundamento (agenda de pesquisa e implementação)

Este tema tem por objetivo, antes de tudo, despertar no leitor a curiosidade intelectual e o senso de continuidade: registrar perguntas que emergiram do percurso desta dissertação, mas que, por limites de escopo, tempo e método, não puderam ser devidamente enfrentadas, e, ao mesmo tempo, sugerir caminhos concretos para seu desenvolvimento em pesquisas subsequentes (níveis de

mestrado e doutorado). Assim, mais do que enunciar um rol de boas intenções, o texto convida à ação programada: explicita o problema central e suas derivações, formula questões de pesquisa e hipóteses testáveis, indica recortes analíticos e estratégias metodológicas adequadas, lista fontes primárias e secundárias, define marcos temporais e descreve entregas esperadas.

Em síntese, trata-se de um convite aberto para transformar lacunas identificadas em achados verificáveis, passando do diagnóstico à agenda, da evidência à implementação, e assegurando que o debate aqui inaugurado prossiga, se refine e frutifique em pesquisas futuras capazes de ampliar a proteção do investidor e a qualidade institucional do mercado de capitais, sob a luz do Direto Constitucional Econômico.

Tema 1 — “Investor stewardship” ligado à remuneração executiva: efeitos sobre a proteção do minoritário

(*investor stewardship* = responsabilidade fiduciária ativa; ESG = fatores ambientais, sociais e de governança; *say-on-pay* = voto consultivo sobre remuneração)

- **Problema da pesquisa.** O que acontece com a proteção do minoritário quando metas de *stewardship*/ESG entram no plano de remuneração dos executivos?
- **Hipóteses.** (H1) Metas auditáveis de *stewardship* e de ISAM (Índice de Satisfação do Acionista Minoritário) elevam a responsividade de RI e a qualidade dos *disclosures*; (H2) Companhias que atrelam remuneração a métricas de governança/engajamento exibem mais apoio a propostas pró-minoritários em assembleias.
- **Método.** *Differences-in-differences* (antes/depois e tratados/controles), estudos de evento em assembleias, análise de texto de fatos relevantes (legibilidade/clareza), *surveys* com base de CPFs e *say-on-pay*.
- **Fontes.** Formulário de Referência, ITR/DFP, boletins de voto, atas/boletins de assembleias, trilhas de RI, bases da B3 e da CVM.
- **Entregas.** (i) Escala validada de ISAM; (ii) *Toolkit* de métricas e pesos para planos de remuneração; (iii) *Dashboard* público de engajamento e voto.

- **Âncora normativa e boas práticas.** Código Stewardship da AMEC²⁷⁶¹ e UK Stewardship Code²⁷⁷; orientação da B3 sobre metas ASG na remuneração²⁷⁸.

Por que este tema? Ele internaliza a proteção do minoritário nos incentivos da administração, conectando governança (G) e transparência (S/G) a indicadores verificáveis, inclusive um ISAM auditado.

Tema 2 — Suitability (adequação) versus “habilitação por produto”: qual arranjo protege melhor o investidor de varejo?

(*randomized controlled trial* = experimento controlado com grupos sorteados; *misselling* = venda inadequada)

- **Problema da pesquisa.** Exigir “habilitação por produto” (módulos curtos + teste de compreensão) reduz erros de produto e perdas iniciais em comparação ao regime tradicional de *suitability*?
- **Hipóteses.** (H1) Sequência “riscos → custos → benefícios” + teste melhora retenção e aderência perfil-produto; (H2) A habilitação reduz *misselling*, chamados ao MRP e perdas extremas iniciais (3–6–12 meses).
- **Método.** RCT em parceria com corretoras: grupo-teste faz curso rápido e prova por produto (derivativos, alavancagem, day trade); grupo-controle segue apenas o fluxo de *suitability* vigente.
- **Resultados.** Taxa de *misselling*; reclamações/arb.; perdas *tail*; aderência perfil-produto; satisfação/retenção.
- **Âncora regulatória.** Res. CVM 30/2021; **Guia de Suitability (CVM)**²⁷⁹; MiFID II/ESMA²⁸⁰ (boas práticas europeias).

Tema 3 — Publicidade de negociações de “pessoas obrigadas” (administradores e controladores): tempestividade, comparativos internacionais e o risco de um “*insider trading* (uso indevido de informação privilegiada) regulamentado”.

276 AMEC — Associação de Investidores no Mercado de Capitais. Brazilian Stewardship Code and Principles. São Paulo: AMEC, 2016.

277 FINANCIAL REPORTING COUNCIL (FRC). The UK Stewardship Code 2020. London: FRC, 2020.

278 B3 — Brasil, Bolsa, Balcão. Guia de Sustentabilidade e Gestão ASG. São Paulo: B3, s.d.

279 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Guia de Suitability. Brasília: CVM, s.d.

280 UNIÃO EUROPEIA. Diretiva 2014/65/UE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 15 de maio de 2014 (MiFID II). Bruxelas: União Europeia.

Conceito. A Resolução CVM nº 44/2021 disciplina a divulgação de fatos relevantes, o uso de informação privilegiada (insider trading — uso indevido de informação relevante ainda não pública) e o reporte das negociações de “pessoas obrigadas” (administradores, membros do conselho fiscal, controladores etc.). No Brasil, tais negociações são informadas à companhia pelo próprio administrador em até 5 dias após cada negócio; a companhia, por sua vez, envia à CVM um consolidado até 10 dias após o término do mês em que houver alteração (ou investidora).²⁸¹ Nos Estados Unidos, pela Seção 16(a) do Securities Exchange Act e o Form 4 – Statement of Changes in Beneficial Ownership (declaração de alterações na titularidade beneficiária), o prazo é de dois dias úteis (T+2, isto é, dois dias úteis contados da transação).²⁸²

- **Problema da pesquisa.** A defasagem de divulgação no Brasil (modelo mensal) cria assimetria informacional mensurável quando comparada a janelas “T+2” (dois dias úteis) como nos EUA?
- **Hipóteses.** (H1) Encurtar a janela de reporte reduz assimetria e retornos anormais após anúncios; (H2) *Dashboards* padronizados e arquivos legíveis por máquina (*machine-readable*) ampliam o monitoramento público e a capacidade de *screening* regulatório.
- **Método.** Estudo de evento (abnormal returns) e microestrutura de mercado (market microstructure — spreads, profundidade, impacto de preço), simulação contrafactual T+2, placebo tests e análise de breaks em séries temporais.
- **Âncora Regulatória.** Res. CVM nº 44/2021 (prazos e linguagem acessível) versus SEC Form 4 e Seção 16(a) do *Securities Exchange Act* (prazo T+2);¹² proposta de padronização *machine-readable* (legível por máquina) e *dashboards* públicos; reforço do art. 27-D da Lei 6.385/1976 (proibição de insider trading).

Por que este tema? Em termos numéricos, a defasagem brasileira pode alcançar 10 a 40 dias corridos entre a data da operação e a efetiva publicidade no sistema da CVM: se a negociação ocorrer no 1º dia do mês, a informação pode chegar ao mercado até 40 dias depois (30 dias até o fim do mês + 10 dias para o envio do consolidado), ao passo que, se ocorrer no último dia

281 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 44, de 23 ago. 2021. Dispõe sobre a divulgação de informações sobre ato ou fato relevante, a negociação de valores mobiliários na pendência de ato ou fato relevante não divulgado e a divulgação de informações sobre a negociação de valores mobiliários. Diário Oficial da União, 24 ago. 2021. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>. Acesso em: 17 ago. 2025.

282 UNITED STATES OF AMERICA. Securities and Exchange Commission. Form 4 – Statement of Changes in Beneficial Ownership (Instruções gerais; prazo de 2 business days). Washington, D.C.: SEC, 2023. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/form4.pdf>. Acesso em: 17 ago. 2025. Ver também: UNITED STATES. Securities Exchange Act of 1934, §16(a) (15 U.S.C. §78p(a)). Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78p>. Acesso em: 17 ago. 2025.

do mês, o atraso típico é de cerca de 10 dias. Isso sem prejuízo do prazo interno de até 5 dias para o administrador avisar a companhia, que se insere nessa janela mensal.²⁸³ Em contraste, no modelo norte-americano o reporte ocorre em T+2 (dois dias úteis).²⁸⁴ Essa diferença de ordem de grandeza — de 5 a 20 vezes mais lenta no Brasil — gera uma janela de opacidade informacional que, em tese, aproxima-se de um “*insider trading* regulamentado” no plano informacional, pois quem detém informação sensível por força do cargo pode negociar e somente muito tempo depois o público terá ciência das operações. Importa frisar: tal defasagem não autoriza o uso indevido de informação privilegiada, que permanece vedado pela Lei 6.385/1976 (art. 27-D) e pela regulação internacional;²⁸⁵ contudo, dificulta o monitoramento social e regulatório em tempo hábil, reduz a capacidade de detecção *ex post* e eleva o custo de *enforcement*. Daí a relevância deste tema para testar cenários de maior tempestividade (p.ex., T+2 no Brasil), padronização *machine-readable* (legível por máquina) e *dashboards* (painéis públicos) quase em tempo real, com vistas a nivelar o campo de jogo informacional entre *insiders* e o investidor de varejo.

Tema 4 — Educação financeira com capilaridade e foco em produto: cooperação CVM–B3 e métricas de efetividade

- **Problema da pesquisa.** Módulos “curtos e práticos” por produto, integrados ao Portal do Investidor (CVM) e ao Hub da B3, aumentam autonomia informacional e melhoram escolhas de risco?
- **Hipóteses.** (H1) Cursos rápidos com avaliação (pré/pós) elevam compreensão de custos, liquidez e cenários de perda; (H2) Certificação graduada reduz reclamações e erros de adequação.
- **Método.** Avaliação de impacto (before/after + grupo de comparação); monitoramento de KPIs (alcance, conclusão, retenção, acurácia de decisão).

283 Idem nota 281

284 Idem nota 282

285 BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 dez. 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Art. 27-D (uso de informação privilegiada – insider trading). Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 17 ago. 2025.

- **Diagnóstico que motiva.** Pesquisas da CVM (2023) mostram desconhecimento de materiais e dificuldade de navegação; OECD/INFE 2023 e ANBIMA 2024 indicam lacunas de letramento e autonomia decisória.²⁸⁶²⁸⁷²⁸⁸

Observação sobre aderência interna. Os quatro temas e seus elementos (stewardship atrelado a métricas; *suitability* vs habilitação; janelas de divulgação e *machine-readable*; educação por produto com KPIs) foram extraídos e resumidos a partir dos blocos temáticos e propostas já lançados na dissertação, agora reorganizados no formato de projetos de pesquisa com *hypotheses-to-test* e *outcomes* verificáveis.

CONCLUSÕES

A presente conclusão retoma o percurso analítico trilhado ao longo da dissertação e confirma, com base nas evidências empíricas e dogmáticas reunidas, a hipótese originalmente formulada de que a proteção do acionista individual minoritário permanece insuficiente no Brasil, a despeito da sofisticação normativa aparente. Partindo das premissas do Direito Constitucional Econômico, demonstrou-se que a livre-iniciativa consagrada nos arts. 170 e 174 da Constituição de 1988 exige do Estado atuação regulatória diligente, voltada à correção de falhas de mercado que possam comprometer a confiança legítima dos pequenos investidores; tal entendimento, sustentado por André Ramos Tavares, reforça a noção de que liberdade econômica não se confunde com abstencionismo, mas com intervenção calibrada à justiça distributiva²⁸⁹.

No primeiro movimento da pesquisa, reconstruíram-se as bases metodológicas e constitucionais que legitimam a tutela estatal do investidor de varejo, alinhando-se à orientação de Marcelo Lamy de que todo trabalho científico deve, em seu desfecho, reafirmar a coerência entre problema, hipótese e resultados²⁹⁰. Em seguida, mapeou-se a arquitetura regulatória do mercado de ações brasileiro — que combina Lei 6.404/1976, Lei 6.385/1976, resoluções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), códigos de autorregulação da B3, normas contábeis IFRS

286 BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Perfil e Comportamento dos Investidores 2023. Brasília: CVM, 2023.

287 OECD/INFE. 2023 International Survey of Adult Financial Literacy. Paris: OECD Publishing, 2023.

288 ANBIMA. Raio X do Investidor Brasileiro — 8ª ed. São Paulo: ANBIMA, 2024.

289 Idem

290 LAMY, Marcelo. Metodologia da pesquisa jurídica: técnicas de investigação, argumentação e redação. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, cap. 3.

(International Financial Reporting Standards) e padrões da IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores) — revelando zonas de sobreposição que geram autênticos “vazios de *accountability*”, fator que reduz a efetividade do *enforcement* (aplicação das normas)²⁹¹.

O estudo avançou para a identificação do acionista individual minoritário, figura caracterizada por vulnerabilidade estrutural decorrente de limitada capacidade técnica, informacional e econômica, circunstância que justifica a formação de densas “camadas” de proteção prévia, concomitante e posterior. À luz do chamado “tripé regulatório de equilíbrio de poderes” — transparência, governança e monitoramento — descrito por Nelson Eizirik, demonstrou-se, contudo, que tais camadas ainda não se articulam de forma a criar barreira suficientemente dissuasória ao abuso de poder de controle²⁹².

No plano empírico-normativo, evidenciou-se o *last-mile problem* — a distância entre sanções públicas e reparação efetiva aos investidores. Daí o conjunto integrado de aperfeiçoamentos recomendado no trabalho: poder legal de *disgorgement* e criação de *fair funds* com destinação automática aos lesados; reformulações no termo de compromisso; inversão parcial do ônus da prova quando constatada hipossuficiência técnica; ampliação da legitimidade para ações coletivas apoiadas por um “Fundo da Última Milha”; além da sugestão de ajustes de eficiência no ciclo sancionador (prazos peremptórios, cooperação CVM↔MPF, *early-case assessment*, capacitação analítica, relatórios periódicos de monitoramento). Essas medidas aproximam prevenção, fiscalização e reparação e conferem concretude ao mandado constitucional de proteção ao investimento produtivo.

Tão importante quanto o *enforcement* é a redução das assimetrias informacionais na origem. A dissertação sistematizou padrões de linguagem clara, hierarquização de riscos e desenho informacional que privilegiem utilidade e comparabilidade para o investidor pessoa física — coerentes com o regime de divulgação periódica e eventual (Res. CVM 80/2022) e com a camada *suitability* (Res. CVM 30/2021), compreendida como interface entre informação e comportamento.

Como agenda de aprofundamento ancorada no corpo do trabalho — quatro frentes de pesquisa-implementação, todas formuladas com hipóteses testáveis e entregas verificáveis: (i) *stewardship* ligado à remuneração executiva e seus efeitos sobre a responsividade de RI e a qualidade dos *disclosures* (ISAM, métricas auditáveis); (ii) *suitability* versus “habilitação por produto” (módulos curtos + teste de compreensão) para reduzir *misselling* e perdas extremas; (iii)

291 COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Resolução CVM nº 44, de 23 ago. 2021; Resolução CVM nº 80, de 29 mar. 2022.

292 EIZIRIK, Nelson Laks. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 45.

tempestividade e padronização *machine-readable* do reporte de negociações de pessoas obrigadas (simulações T+2 e *dashboards* públicos); e (iv) educação financeira com capilaridade e foco em produto, com KPIs de alcance, conclusão, retenção e acurácia decisória, em cooperação CVM–B3.

Limitações reconhecidas: certas dimensões (p. ex., mensuração econômica fina de danos em casos específicos; viabilidade político-legislativa de todas as alterações sugeridas) extrapolam o escopo, tempo e método desta pesquisa, motivando precisamente a agenda indicada.

Em síntese, a adoção coordenada das medidas e agendas propostas eleva a proteção do minoritário, reforça a confiança no mercado e realiza a ordem constitucional econômica ao articular liberdade de iniciativa com responsabilidade regulatória. Com isso, cria-se ambiente mais propício à mobilização da poupança interna, à pulverização acionária e à democratização do capitalismo no país — objetivos já afirmados no núcleo argumentativo da dissertação.

Anexos

Comunicado ao Mercado Vale – processamento acima de 35 Mtpa

Comunicado ao Mercado



Vale informa taxa de processamento acima de 35 Mtpa em Salobo

Rio de Janeiro, 13 de março de 2025 – A Vale S.A. ("Vale" ou "Companhia") informa a conclusão bem-sucedida do segundo teste de capacidade do projeto de Salobo 3, com o complexo de Salobo excedendo uma média de 35 Mtpa por um período de 90 dias¹. Esta conquista é mais um marco importante do acordo de Salobo com a Wheaton Precious Metals International Ltd., ("Wheaton")².

Conforme os termos do acordo com a Wheaton, Salobo receberá US\$ 144 milhões pelo atingimento deste marco. Adicionalmente, a Wheaton deverá fazer pagamentos anuais de US\$ 8,0 milhões por um período de 10 anos caso o complexo de Salobo atinja taxas de mineração e teores de cobre específicos.

Marcelo Feriozzi Bacci

Vice-Presidente Executivo de Finanças e Relações com Investidores

Para mais informações, contatar:

Vale: Rti@vale.com
 Thiago Lofiego: thiago.lofiego@vale.com
 Mariana Rocha: mariana.rocha@vale.com
 Luciana Olivetti: luciana.olivetti@vale.com
 Pedro Terra: pedro.terra@vale.com
 Patricia Tinoco: patricia.tinoco@vale.com

Esse comunicado pode incluir declarações que apresentem expectativas da Vale sobre eventos ou resultados futuros. Todas as declarações quando baseadas em expectativas futuras, envolvem vários riscos e incertezas. A Vale não pode garantir que tais declarações venham a ser corretas. Tais riscos e incertezas incluem fatores relacionados a: (a) países onde temos operações, principalmente Brasil e Canadá, (b) economia global, (c) mercado de capitais, (d) negócio de minérios e metais e sua dependência à produção industrial global, que é cíclica por natureza, e (e) elevado grau de competição global nos mercados onde a Vale opera. Para obter informações adicionais sobre fatores que possam originar resultados diferentes daqueles estimados pela Vale, favor consultar os relatórios arquivados na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, na U.S. Securities and Exchange Commission – SEC em particular os fatores discutidos nas seções "Estimativas e projeções" e "Fatores de risco" no Relatório Anual – Form 20F da Vale.

¹ Em 2015, a Vale anunciou o acordo de *streaming* de subprodutos com a Wheaton, que foi alterado em 2023, conforme o relatório 20-F da Vale. Em novembro de 2023, a foi anunciada a conclusão da primeira fase do teste de capacidade de produção para projeto Salobo III, com o complexo Salobo excedendo uma média de 32 Mtpa ao longo de um período de 90 dias, pelo qual Salobo recebeu US\$ 370 milhões.

² Uma subsidiária da Wheaton Precious Metals Corp.

Informativo de Fato Relevante 02-07-25

Fato Relevante



Vale informa sobre a atualização de projeção de produção de pelotas

Rio de Janeiro, 2 de julho de 2025 – A Vale S.A. (“Vale”) informa que atualizou suas estimativas referentes a produção de aglomerados em 2025, em função das atuais condições de mercado de pelotas, enquanto todas as demais estimativas da Vale permanecem inalteradas.

Volumes estimados de produção:

Ano	2025 anterior	2025 atual
Minério de ferro – aglomerados ¹ (Mt)	38–42	31–35

Nesse contexto, a Companhia decidiu antecipar manutenções preventivas da usina de pelotização de São Luís² (MA) ao longo do 3T25, paralisando a produção no período. O *pellet feed*, que seria utilizado como insumo das pelotizadoras, será direcionado às vendas de finos de minério de ferro, otimizando a geração de valor do portfólio de produtos.

A Companhia reitera que a estimativa divulgada hoje, em linha com as demais, é referente a dados hipotéticos, que de forma alguma constituem promessa de desempenho por parte da Vale e/ou de seus administradores, e que também envolve fatores de mercado alheios ao controle da Vale e, dessa forma, pode sofrer novas alterações. Oportunamente, a Companhia irá reapresentar o item 3 de seu Formulário de Referência, no prazo previsto na Resolução nº 80/2022.

Marcelo Feriozzi Bacci
 Vice-Presidente Executivo de Finanças e Relações com Investidores

Para mais informações, contatar:
 Vale: Ri@vale.com
 Thiago Lofiego: thiago.lofiego@vale.com
 Mariana Rocha: mariana.rocha@vale.com
 Luciana Olivetti: luciana.olivetti@vale.com
 Pedro Terra: Pedro.terra@vale.com
 Patricia Tinoco: patricia.tinoco@vale.com

Esse comunicado pode incluir declarações que apresentem expectativas da Vale sobre eventos ou resultados futuros. Todas as declarações quando baseadas em expectativas futuras, envolvem vários riscos e incertezas. A Vale não pode garantir que tais declarações venham a ser corretas. Tais riscos e incertezas incluem fatores relacionados a: (a) países onde temos operações, principalmente Brasil e Canadá, (b) economia global, (c) mercado de capitais, (d) negócio de minérios e metais e sua dependência à produção industrial global, que é cíclica por natureza, e (e) elevado grau de competição global nos mercados onde a Vale opera. Para obter informações adicionais sobre fatores que possam originar resultados diferentes daqueles estimados pela Vale, favor consultar os relatórios arquivados na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, na U.S. Securities and Exchange Commission – SEC em particular os fatores discutidos nas seções “Estimativas e projeções” e “Fatores de risco” no Relatório Anual – Form 20F da Vale.

¹ Incluindo pelotas e briquetes de minério de ferro.
² A planta de pelotização de São Luis produziu 2,6 Mt em 2024.

Relatório Trimestral Vale 1T25



"Tivemos um início de ano consistente, alinhado com nossos objetivos para 2025. Estamos vendo um bom momento na gestão de custos, com nosso C1 atingindo US\$ 21/t no 1T, continuando a trajetória de queda ano a ano. Nossos projetos de geração de valor continuam a progredir, sendo elementos essenciais para aumentar a flexibilidade do nosso portfólio e melhorar a eficiência operacional e de custos. Na Vale Base Metals, os benefícios das iniciativas de revisão de ativos estão surgindo e estamos focados na captura dos ganhos. Além disso, temos otimizado consistentemente nosso balanço por meio de soluções *asset-light*, como a transação que criou a joint venture estratégica na Aliança Energia, que também nos ajudará a cumprir nossas metas de descarbonização de longo prazo. O atual ambiente macroeconômico e de volatilidade do mercado reforçam a importância da nossa estratégia Vale 2030, na qual estamos construindo uma empresa ainda mais competitiva, capaz de prosperar em qualquer condição de mercado. Com essa abordagem, estou confiante de que geraremos valor significativo para todos os nossos stakeholders" **comentou Gustavo Pimenta, CEO.**

Indicadores financeiros selecionados

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Receita líquida de vendas	8.119	8.459	-4%	10.124	-20%
Custos e despesas totais (ex-Brumadinho e descaracterização de barragens) ¹	(5.803)	(5.897)	-2%	(7.263)	-20%
Despesas relacionadas a Brumadinho e descaracterização de barragens	(97)	(41)	137%	(111)	-13%
EBIT ajustado	2.411	2.724	-11%	2.992	-19%
EBITDA ajustado	3.115	3.438	-9%	3.794	-18%
EBITDA proforma ²	3.212	3.503 ³	-8%	4.119	-22%
Margem EBITDA proforma (%)	40%	41%	-1 p.p.	41%	-1 p.p.
Fluxo de caixa livre	504	2.221	-77%	(100)	n.a.
Fluxo caixa livre recorrente	504	2.245	-78%	817	-38%
Lucro líquido (prejuízo) atribuível aos shareholders	1.394	1.679	-17%	(694)	n.a.
Lucro líquido proforma atribuível aos shareholders ⁴	1.471	1.695	-13%	872	69%
Dívida líquida ⁵	12.198	10.105	21%	10.499	16%
Dívida líquida expandida	18.242	16.388	11%	16.466	11%
Investimentos no imobilizado e intangível	1.174	1.395	-16%	1.766	-34%

¹ Inclui ajustes de US\$ 167 milhões no 1T25, US\$ 113 milhões no 4T24 e US\$ 67 milhões no 1T24 para refletir o desempenho das transações de streaming à preços de mercado. ² Excluindo despesas relacionadas a Brumadinho. ³ Inclui o EBITDA de coligadas e JVs. Valores históricos foram revisados. ⁴ Inclui arrendamentos (IFRS 16).

Destaques

- **O desempenho de vendas melhorou em todos os segmentos de negócios.** As vendas de minério de ferro aumentaram 4% (2,3 Mt) a/a, enquanto as vendas de cobre e níquel aumentaram 7% (5,1 kt) e 18% (5,8 kt), respectivamente.
- **O preço médio realizado de finos de minério de ferro foi de US\$ 90,8/t**, permanecendo praticamente estável t/t, enquanto diminuiu 10% a/a, resultado dos preços de referência mais baixos.
- **O EBITDA Proforma diminuiu 8% a/a, totalizando US\$ 3,2 bilhões.** Os maiores volumes de vendas e menores custos unitários em minério de ferro, combinado com o melhor desempenho da Vale Base Metals compensaram parcialmente o impacto dos menores preços de minério de ferro e níquel.
- **O custo caixa C1 de finos de minério de ferro, excluindo compras de terceiros, diminuiu 11% a/a, atingindo US\$ 21,0/t**, mantendo a trajetória de queda. A Vale segue plenamente confiante em atingir seu *guidance* de custo caixa C1 para 2025 de US\$ 20,5–22,0/t.
- **Os custos all-in do cobre foram 63% menores a/a, atingindo US\$ 1.212/t**, impulsionados por um desempenho operacional consistente e maiores receitas com subprodutos. **Os custos all-in do níquel (ajustado pela PTVI) foram 4% menores em relação ao ano anterior, totalizando US\$ 15.730/t.**
- **CAPEX de US\$ 1,2 bilhão, US\$ 221 milhões menor a/a**, e em linha com a revisão do plano de investimento para 2025. O *guidance* de CAPEX para 2025 permanece em US\$ 5,9 bilhões.
- **A geração de fluxo de caixa livre recorrente foi de US\$ 504 milhões, US\$ 1,7 bilhão menor a/a**, refletindo o menor EBITDA e maior capital de giro.
- **Dívida líquida expandida foi de US\$ 18,2 bilhões em 31 de março, US\$ 1,8 bilhão maior t/t**, impactada pelo pagamento de dividendos e juros sobre capital próprio.

Destaques dos Negócios



Soluções de Minério de Ferro

- A Vale continua a avançar em seu programa de operações autônomas e concluiu recentemente a implementação do sistema de operação autônoma para três máquinas de pátio no Terminal Ilha da Guaíba (TIG), no Brasil. A adoção dessa tecnologia aumenta a segurança e a eficiência operacional. A Vale investiu US\$ 10 milhões na implementação da tecnologia no TIG.
- O comissionamento dos projetos Vargem Grande 1 e Capanema está progredindo, adicionando flexibilidade às operações e ao portfólio de produtos da Vale. Ambos os projetos atingirão a capacidade plena no primeiro semestre de 2026, representando um passo significativo para alcançar os *guidances* de produção para 2025 (325–335 Mt) e 2026 (340–360 Mt).

Metais para Transição Energética

- Salobo concluiu com sucesso o segundo teste de processamento para o projeto de Salobo 3, com o complexo de Salobo excedendo uma taxa média de 35 Mtpa ao longo de um período de 90 dias em março. Nos termos do acordo com a Wheaton, Salobo recebeu em abril US\$144 milhões por atingir este marco. Além disso, a Wheaton será requisitada a fazer pagamentos anuais de US\$ 8,0 milhões por um período de 10 anos caso Salobo alcance desempenho de lavra e teores de *feed* de cobre específicos.

Acontecimentos recentes

- Vale firmou um acordo com a Global Infrastructure Partners (“GIP”) para estabelecer uma *joint venture* com a Aliança Geração de Energia S.A., uma empresa privada que atua no mercado brasileiro de energia. Uma vez concluída a transação, a Vale receberá aproximadamente US\$ 1 bilhão em dinheiro e deterá uma participação de 30% na *joint venture*, enquanto a GIP terá os 70% restantes. Com a transação, a Vale garante custos de energia competitivos, com preços definidos em dólares americanos sem ajuste de inflação. A conclusão da transação é esperada para o 2S25, sujeita às condições precedentes usuais.

ESG



Descarbonização

- O projeto da Vale e do Green Energy Park foi selecionado como um dos projetos emblemáticos do Programa Global Gateway da União Europeia, na categoria Clima e Energia. O projeto visa viabilizar a construção de uma unidade de hidrogênio verde para abastecer o futuro desenvolvimento de um Mega Hub no Brasil e faz parte da iniciativa “Brazil North–East Green Energy Parks and Green Shipping Corridors”. O Global Gateway é uma iniciativa da União Europeia que visa dedicar até € 300 bilhões em investimentos sustentáveis globais entre 2021 e 2027.

Transparência:

- A Vale publicou seu Relatório Integrado para 2024, disponível [aqui](#), reforçando nosso compromisso de reportar de forma transparente e comparável nossos progressos e desafios ESG.
- A edição anual do Relatório de Transparência Fiscal será publicada em maio. Referente ao ano fiscal 2024, o documento detalha como as contribuições tributárias da Vale promovem e orientam desenvolvimento social e econômico nas jurisdições em que opera.
- A Vale é uma das primeiras a adotar os padrões ISSB, com o objetivo de aumentar a transparência relacionada aos riscos e oportunidades climáticas. O primeiro relatório está previsto para ser publicado no primeiro semestre de 2025.

Reparação Brumadinho



- O Acordo de Reparação Integral de Brumadinho continua em andamento, com aproximadamente 75% dos compromissos acordados concluídos até o 1T25 em linha com os prazos previstos no acordo. Além disso, R\$ 3,9 bilhões já foram pagos em indenizações individuais desde 2019.

Mariana

- A reparação da Samarco continua progredindo, com R\$ 48 bilhões desembolsados e mais de 450 mil pessoas indenizadas até o final março de 2025.



Resultado

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
EBITDA Proforma					
Receita líquida de vendas	8.119	8.459	-4%	10.124	-20%
Custo dos produtos vendidos e serviços prestados	(5.451)	(5.367)	2%	(6.268)	-13%
Despesas com vendas, gerais e administrativas	(145)	(140)	4%	(206)	-30%
Pesquisa e desenvolvimento	(123)	(156)	-21%	(253)	-51%
Despesas pré-operacionais e de parada de operação	(90)	(92)	-2%	(131)	-31%
Despesas relacionadas a Brumadinho e descaracterização de barragens ¹	(97)	(41)	137%	(111)	-13%
Despesas não recorrentes	-	(24)	n.a.	(214)	n.a.
Outras despesas operacionais (excluindo despesas não recorrentes) ²	6	(118)	n.a.	(191)	n.a.
EBITDA Coligadas e JVs	192	203	-5%	242	-21%
EBIT ajustado	2.411	2.724	-11%	2.992	-19%
Depreciação, amortização e exaustão	704	714	-1%	802	-12%
EBITDA ajustado	3.115	3.438	-9%	3.794	-18%
EBITDA proforma^{3, 4}	3.212	3.503⁴	-8%	4.119	-22%
Reconciliação do EBITDA proforma para Lucro Líquido					
EBITDA proforma^{3, 4}	3.212	3.503⁴	-8%	4.119	-22%
Brumadinho e descaracterização de barragens ¹ e itens não recorrentes	(97)	(65)	49%	(325)	-70%
Reversão de redução ao valor recuperável (redução ao valor recuperável e baixas de ativos) de ativos não circulantes ^{2, 5}	(420)	(73)	475%	(1.960)	-79%
EBITDA Coligadas e JVs	(192)	(203)	-5%	(242)	-21%
Resultado de participações e outros resultados em coligadas e JVs	59	124	-52%	69	-14%
Resultado financeiro	185	(437)	n.a.	(1.760)	n.a.
Tributos sobre o lucro	(647)	(448)	44%	29	n.a.
Depreciação, exaustão e amortização	(704)	(714)	-1%	(802)	-12%
Lucro líquido (prejuízo)	1.396	1.687	-17%	(872)	n.a.
Lucro (prejuízo) líquido atribuído aos acionistas não controladores	2	8	-75%	(178)	n.a.
Lucro líquido (prejuízo) atribuído aos acionistas da Vale	1.394	1.679	-17%	(694)	n.a.
Itens não recorrentes ⁶	77	16	381%	1.566	-95%
Lucro líquido Proforma atribuído aos acionistas da Vale	1.471	1.695	-13%	872	69%

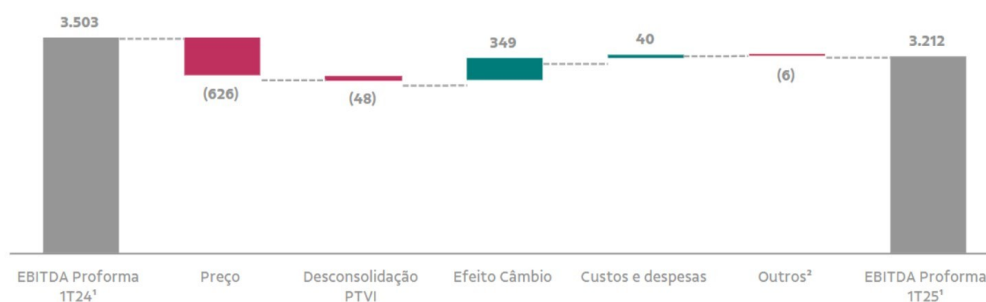
¹ Mais informações estão disponíveis no Anexo 4: Brumadinho & Descaracterização. ² Inclui um ajuste de US\$ 167 milhões no 1T25, US\$ 113 milhões no 4T24, US\$ 67 milhões no 1T24, para refletir o desempenho das transações de *streaming* a preços de mercado. ³ Excluindo despesas relacionadas a Brumadinho. ⁴ A partir do 4T24 exclui itens não recorrentes. Períodos anteriores foram representados. ⁵ Líquido. ⁶ Inclui ajustes de *impairments*, despesas não recorrentes e tributos sobre o lucro.



EBITDA

EBITDA Proforma totalizou US\$ 3,2 bilhões no 1T25, 8% menor a/a, principalmente como resultado de uma redução de 16% nos preços do minério de ferro, parcialmente compensada pelo efeito positivo da depreciação do BRL, assim como a redução dos custos e despesas nos negócios de minério de ferro e da Vale Base Metals.

EBITDA Proforma 1T25 vs. 1T24 – US\$ milhões

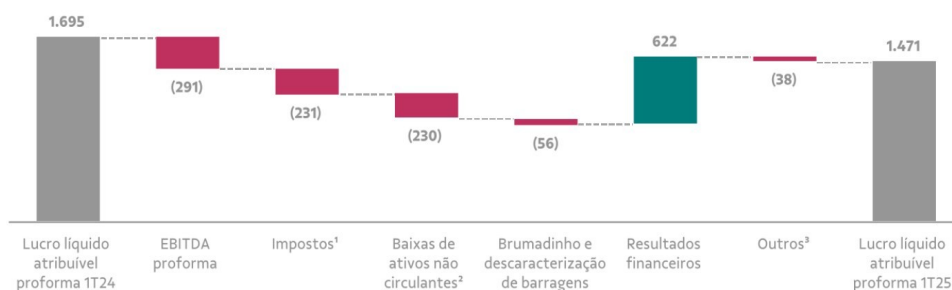


¹ Excluindo despesas de Brumadinho. O EBITDA Proforma do 1T24 foi reapresentado incluindo eventos não recorrentes (US\$ 24 milhões). ² Incluindo EBITDA de coligadas e JVs e volume.

Lucro Líquido

O Lucro Líquido Proforma foi de US\$ 1,5 bilhão no 1T25, 13% menor a/a, devido, em grande parte, ao menor EBITDA Proforma e aos maiores impostos, relacionados ao efeito dos ativos de energia mantidos para venda. Esses efeitos foram parcialmente compensados por um impacto positivo dos resultados financeiros, impulsionado pela valorização do BRL em relação ao dólar americano, que impactou positivamente da marcação a mercado de *swaps*. O lucro líquido atribuído aos acionistas da Vale foi de US\$ 1,4 bilhão, 17% menor a/a.

Lucro Líquido Proforma 1T25 vs. 1T24 – US\$ milhões



¹ Excluindo US\$ 32 milhões em impostos impactados por resultados de itens não recorrentes. ² Excluindo US\$ 117 milhões em *impairment*. ³ Inclui variações de (i) US\$ -65 milhões em resultado de participações de coligadas e JVs, (ii) US\$ 6 milhões em Lucro líquido (prejuízo) ao interesse de não controladores, (iii) US\$ 10 milhões em depreciação, exaustão e amortização e (iv) US\$ 11 milhões em EBITDA Coligadas e JVs.



Investimentos

Total Projetos

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Soluções de Minério de Ferro	907	1.001	-9%	1.036	-12%
Metais para Transição Energética	256	367	-30%	679	-62%
Níquel	199	306	-35%	511	-61%
Cobre	57	61	-7%	168	-66%
Energia e outros	11	27	-59%	51	-78%
Total	1.174	1.395	-16%	1.766	-34%

Projetos de crescimento

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Soluções de Minério de Ferro	282	320	-12%	237	19%
Metais para Transição Energética	30	39	-23%	80	-63%
Níquel	27	32	-16%	73	-63%
Cobre	3	7	-57%	7	-57%
Energia e outros	—	8	n.a.	7	n.a.
Total	312	367	-15%	324	-4%

Os investimentos em projetos de crescimento totalizaram US\$ 312 milhões, US\$ 55 milhões (-15%) menores a/a, principalmente em decorrência de menores desembolsos no segmento de Soluções de Minério de Ferro, à medida em que os projetos de Capanema e da expansão da ferrovia de Carajás estão em *ramp-up*.

Projetos de manutenção

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Soluções de Minério de Ferro	625	681	-8%	799	-22%
Metais para Transição Energética	226	328	-31%	599	-62%
Níquel	172	274	-37%	438	-61%
Cobre	54	54	0%	161	-66%
Energia e outros	11	19	-42%	44	-75%
Total	862	1.028	-16%	1.442	-40%

Os investimentos de manutenção totalizaram US\$ 862 milhões, US\$ 166 milhões (-16%) menor a/a, principalmente como resultado de menores gastos em níquel após o comissionamento da segunda mina subterrânea, Eastern Deeps, dentro do projeto Voisey's Bay Mine Expansion (VBME) no 4T24, bem como menores gastos em equipamentos ferroviários e de mina com o comissionamento dos projetos de Soluções de Minério de Ferro.



Fluxo de caixa livre

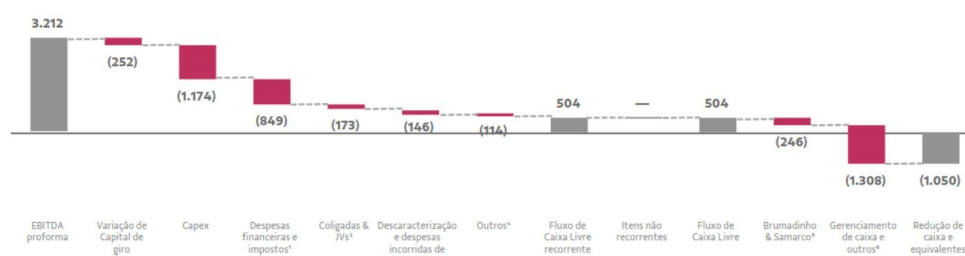
US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
EBITDA proforma ¹	3.212	3.503	-8%	4.119	-22%
Capital de giro	(252)	1.524	n.a.	168	n.a.
Capex	(1.174)	(1.395)	-16%	(1.766)	-34%
Despesas financeiras ²	(253)	(227)	11%	(274)	-8%
Imposto de renda e REFIS	(596)	(506)	18%	(416)	43%
Coligadas & JVs, líquido de dividendos recebidos ³	(173)	(200)	-14%	(215)	-20%
Descaracterização e despesas incorridas de Brumadinho ⁴	(146)	(227)	-36%	(226)	-35%
Outros	(114)	(227)	-50%	(573)	-80%
Fluxo de Caixa Livre recorrente	504	2.245	-78%	817	-38%
Itens não recorrentes	—	(24)	n.a.	(887)	n.a.
Aquisição e baixas de ativos não circulantes, líquido	—	—	0%	(30)	n.a.
Fluxo de Caixa Livre	504	2.221	-77%	(100)	n.a.
Brumadinho	(84)	(135)	-38%	(321)	-74%
Samarco	(162)	(86)	88%	(504)	-68%
Gerenciamento de caixa e outros	(1.308)	(1.795)	-27%	1.504	n.a.
Acréscimo/(Redução) de caixa e equivalentes	(1.050)	205	n.a.	579	n.a.

¹ Excluindo despesas relacionadas a Brumadinho e a partir do 4T24 também exclui itens não recorrentes. Períodos anteriores foram reapresentados. ² Inclui juros de empréstimos e financiamentos e leasing. ³ Inclui US\$ 19 milhões em dividendos recebidos no 1T25, US\$ 3 milhões no 1T24 e US\$ 27 milhões no 4T24. ⁴ Inclui pagamentos relacionados à descaracterização de barragens, despesas incorridas relacionadas a Brumadinho, e outros.

A geração de Fluxo de Caixa Livre recorrente alcançou US\$ 504 milhões no 1T25, US\$ 1,741 bilhão menor a/a, explicado principalmente pela variação do capital de giro (US\$ 1,776 bilhão menor a/a), devido à menor coleta de caixa das vendas acumuladas no final de 2024 e fatores sazonais, tais como desembolsos relacionados à participação nos lucros combinados com o aumento do saldo de estoques.

A posição de caixa da Vale foi sazonalmente impactada pelo pagamento de US\$ 1,979 bilhão em dividendos e juros sobre capital próprio. Isto foi parcialmente compensado pela contínua gestão do passivo da dívida, com US\$ 671 milhões de caixa líquido captado.

Fluxo de caixa livre 1T25 – US\$ milhões



¹ Inclui juros sobre empréstimos e financiamentos (US\$ -240 milhões), *leasing* (US\$ -30 milhões), outras despesas/receitas financeiras (US\$ 17 milhões) e imposto de renda e REFIS (US\$ -596 milhões). ² Relacionado ao EBITDA de Coligadas e *Joint Ventures* que foi incluído no EBITDA Proforma, líquido de dividendos recebidos. ³ Inclui despesas incorridas em Brumadinho (US\$ -67 milhões) e pagamentos na descaracterização de barragens (US\$ -79 milhões). ⁴ Inclui desembolsos relacionados a contratos de concessão ferroviária (US\$ -81 milhões), transações de streaming (US\$ -167 milhões), caixa líquido recebido na liquidação de derivativos (US\$ 134 milhões), e outros. ⁵ Pagamentos relacionados a Brumadinho e Samarco. Exclui despesas incorridas. ⁶ Inclui desembolsos de US\$ 1,979 bilhão em dividendos e juros sobre capital próprio e US\$ 940 milhões em amortização de dívida. Estes foram parcialmente compensados por US\$ 1,611 bilhão em novos empréstimos e *bonds*.



Endividamento

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Dívida bruta ¹	15.415	13.248	16%	14.792	4%
Arrendamentos (IFRS 16)	781	1.426	-45%	713	10%
Dívida bruta e arrendamentos	16.196	14.674	10%	15.505	4%
Caixa, equivalentes de caixa e aplicações financeiras de curto prazo	(3.998)	(4.569)	-12%	(5.006)	-20%
Dívida líquida	12.198	10.105	21%	10.499	16%
Swaps cambiais ²	75	(589)	n.a.	334	-78%
Provisões de Brumadinho	2.132	2.894	-26%	1.970	8%
Provisões de Samarco	3.837	3.978	-4%	3.663	5%
Dívida líquida expandida	18.242	16.388	11%	16.466	11%
Prazo médio da dívida (anos)	9,5	7,5	27%	8,7	9%
Custo da dívida após hedge (% por ano)	5,5	5,7	-4%	5,7	-4%
Dívida bruta e arrendamentos / LTM EBITDA ajustado (x)	1,1	0,8	38%	1,0	10%
Dívida líquida / LTM EBITDA ajustado (x)	0,8	0,6	33%	0,7	14%
LTM EBITDA ajustado / LTM Juros brutos (x)	16,5	24,3	-32%	17,9	-8%

¹ Não inclui arrendamentos (IFRS 16). ² Inclui swaps de taxa de juros.

A dívida líquida expandida aumentou US\$ 1,8 bilhão t/t, totalizando US\$ 18,2 bilhões com o aumento da dívida líquida para US\$ 12,2 bilhões (US\$ 1,7 bilhão a mais t/t), como resultado de dividendos e juros sobre capital próprio pagos no trimestre.

A dívida bruta e os arrendamentos atingiram US\$ 16,2 bilhões em 31 de março de 2025, US\$ 0,7 bilhão a mais t/t, principalmente como resultado da emissão de títulos no valor de US\$ 750 milhões com vencimento em 2054, que foi parcialmente usado para recuperar títulos com vencimento em 2034, 2036, e 2039.

O prazo médio da dívida aumentou para 9,5 anos no final do 1T25 vs. 8,7 anos no final do 4T24 após a emissão de títulos em fevereiro de 2025. O custo anual médio da dívida após swaps de moeda e taxa de juros foi de 5,5%, reduzindo dos 5,7% no final do 4T24.



Desempenho dos Segmentos

EBITDA Proforma das operações continuadas, por área de negócio:

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Soluções de Minério de Ferro	2.887	3.459	-17%	4.008	-28%
Finos	2.333	2.507	-7%	3.176	-27%
Pelotas	536	882	-39%	770	-30%
Outros minerais ferrosos	18	70	-74%	62	-71%
Metais para Transição Energética¹	554	257	116%	541	2%
Níquel	41	17	141%	55	-25%
Cobre	546	284	92%	526	4%
Outros	(33)	(44)	-25%	(40)	-18%
Outros²	(229)	(213)	8%	(430)	-47%
Total	3.212	3.503	-8%	4.119	-22%

¹ Inclui ajuste de US\$ 167 milhões no 1T25, US\$ 113 milhões no 4T24 e US\$ 67 milhões no 1T24 para refletir o desempenho das transações de *streaming* a preços de mercado, que será feito até que os recursos recebidos nas transações de *streaming* sejam totalmente reconhecidos no EBITDA ajustado do negócio. Com base nas projeções atuais para os volumes e preços das commodities, será totalmente realizado até 2027. ² Incluindo o efeito negativo de provisões relacionadas a programas de comunidades, reversão de provisões de crédito tributário e perda de contingência. ³ Inclui US\$ 26 milhões em despesas não alocadas da Vale Base Metals Ltd ("VBM") no 1T25. Considerando as despesas não alocadas, o EBITDA da VBM foi de US\$ 528 milhões no 1T25.

Informações por segmento 1T25

US\$ milhões	Receita Líquida	Custos ¹	SG&A e outras ¹	P&D ¹	Pré operacionais e de parada de operação ¹	EBITDA Coligadas e JVs	EBITDA Ajustado
Soluções de Minério de Ferro	6.375	(3.506)	(25)	(54)	(69)	166	2.887
Finos	5.154	(2.810)	(4)	(45)	(58)	96	2.333
Pelotas	1.055	(559)	3	(1)	(2)	40	536
Outros ferrosos	166	(137)	(24)	(8)	(9)	30	18
Metais para Transição Energética	1.744	(1.284)	102	(32)	(2)	26	554
Níquel ²	969	(907)	(21)	(22)	(1)	23	41
Cobre ³	900	(339)	(4)	(10)	(1)	—	546
Outros ⁴	(125)	(38)	127	—	—	3	(33)
Brumadinho e descaracterização de barragens ⁵	—	—	(97)	—	—	—	(97)
Despesas não recorrentes	—	—	—	—	—	—	—
Outros ⁶	—	—	(192)	(37)	—	—	(229)
Total	8.119	(4.790)	(212)	(123)	(71)	192	3.115

¹ Excluindo depreciação, exaustão e amortização. ² Incluindo cobre e outros subprodutos das nossas operações de níquel. ³ Incluindo subprodutos das nossas operações de cobre. ⁴ Inclui um ajuste de US\$ 167 milhões aumentando o EBITDA ajustado no 1T25, para refletir o desempenho das transações de *streaming* a preços de mercado, que será feito até que os recursos recebidos nas transações de *streaming* sejam totalmente reconhecidos no EBITDA ajustado do negócio. Baseado nas projeções atuais de volumes e preços de commodities, será totalmente realizado até 2027. ⁵ Inclui US\$ 26 milhões em despesas não alocadas da Vale Base Metals Ltd ("VBM") no 1T25. Considerando as despesas não alocadas, o EBITDA da VBM foi de US\$ 528 milhões no 1T25.



Destaques

	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Preço médio (US\$/t)					
Minério de ferro – preço 62% Fe	103,6	123,6	-16%	103,4	0%
Preço realizado de finos de minério de ferro (CFR/FOB)	90,8	100,7	-10%	93,0	-2%
Preço realizado de pelotas de minério de ferro (CFR/FOB)	140,8	171,9	-18%	143,0	-2%
Volume vendido ('000 toneladas métricas)					
Finos	56.762	52.546	8%	69.912	-19%
Pelotas	7.493	9.225	-19%	10.067	-26%
ROM	1.886	2.056	-8%	1.216	55%
Total – Minério de Ferro	66.141	63.827	4%	81.196	-19%
Indicadores financeiros (US\$ milhões)					
Receita líquida	6.375	7.025	-9%	8.151	-22%
Custos ¹	(3.506)	(3.552)	-1%	(4.099)	-14%
Despesas com vendas e outras despesas ¹	(25)	(64)	-61%	(54)	-54%
Despesas pré-operacional e de parada ¹	(69)	(64)	8%	(80)	-14%
Despesas com P&D	(54)	(83)	-35%	(127)	-57%
EBITDA Coligadas e JVs	166	197	-16%	217	-24%
EBITDA Ajustado	2.887	3.459	-17%	4.008	-28%
Depreciação e amortização	(494)	(481)	3%	(536)	-8%
EBIT Ajustado	2.393	2.978	-20%	3.472	-31%

¹ Excluindo depreciação e amortização.

EBITDA Ajustado por segmento

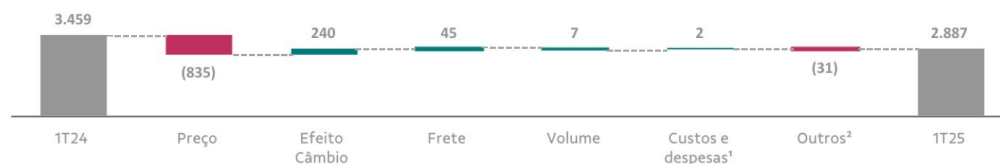
US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Finos	2.333	2.507	-7%	3.176	-27%
Pelotas	536	882	-39%	770	-30%
Outros minerais ferrosos	18	70	-74%	62	-71%
EBITDA Ajustado	2.887	3.459	-17%	4.008	-28%

EBITDA de Soluções de Minério de Ferro foi US\$ 2,887 bilhões, 17% menor a/a, explicado principalmente pela queda de 16% no índice de preço do minério de ferro 62%Fe.

Em Finos de Minério de Ferro, o EBITDA diminuiu em 7% a/a, totalizando US\$ 2,333 bilhões, explicado principalmente pelos menores preços realizados (US\$ 568 milhões). Este efeito foi parcialmente compensado por maiores volumes de vendas (US\$ 174 milhões), pelo efeito positivo da depreciação do BRL (US\$ 165 milhões) e por menores custos de frete (US\$ 38 milhões).

Em Pelotas de Minério de Ferro, EBITDA diminuiu em 39% a/a, totalizando US\$ 536 milhões, explicado principalmente por menores preços médios realizados (US\$ 243 milhões) e menores volumes de venda (US\$ 168 milhões). Estes efeitos foram parcialmente compensados pelo efeito positivo da depreciação do BRL (US\$ 58 milhões).

Variação do EBITDA – US\$ milhões (1T25 vs. 1T24)



¹ Exclui custos de frete; ² Inclui EBITDA de coligadas e JVs e outros.



Finos de Minério de Ferro

Mix de produtos

mil toneladas métricas	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Volume vendido					
Finos ¹	56.762	52.546	8%	69.912	-19%
IOCJ	4.596	9.400	-51%	9.287	-51%
BRBF	36.391	25.915	40%	43.890	-17%
Pellet feed - China (PFC1) ²	3.809	2.536	50%	3.585	6%
Granulado	1.679	1.809	-7%	1.535	9%
Produtos alta sílica	1.957	7.163 ³	-73%	852	130%
Outros finos (60-62% Fe)	8.329	5.723 ³	46%	10.764	-23%

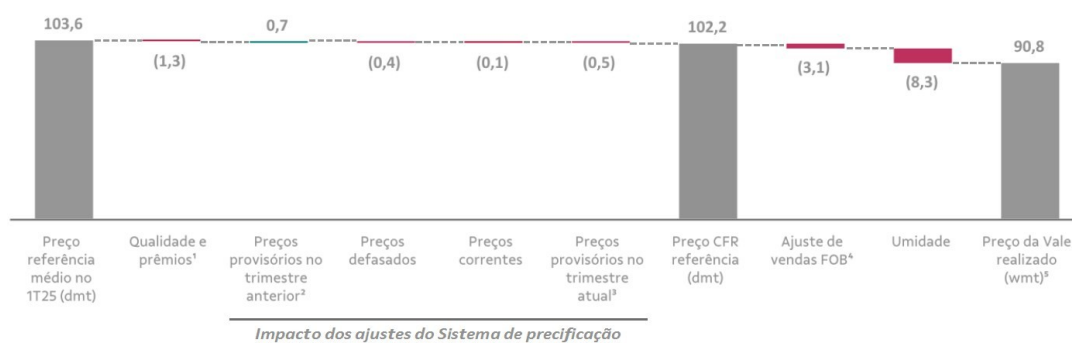
¹ Inclui compras de terceiros. ² Produtos concentrados em instalações chinesas. ³ Valores históricos revisados.

Receita

O preço médio realizado de Finos de Minério de Ferro foi US\$ 90,8/t, US\$ 2,2/t menor t/t, principalmente devido à menor Qualidade e Prêmios (US\$ -1,3/t vs. US\$ 1,0/t no 4T24), impactado pela menor disponibilidade sazonal de minérios do Sistema Norte e menores prêmios de mercado.

O prêmio all-in reduziu em US\$ 2,8/t t/t, totalizando US\$ 1,8/t, também afetada pela redução dos prêmios de finos de minério de ferro.

Realização de preço de Finos de Minério de Ferro – US\$/t. 1T25



¹ Inclui qualidade (US\$ 0,7/t) e prêmios/descontos e condições comerciais (US\$ -2,0/t). ² Ajuste em função dos preços provisórios registrados no 4T24 em US\$ 100,8/t. ³ Diferença entre a média ponderada dos preços fixados provisoriamente no final do 1T25 em US\$ 101,8/t com base nas curvas futuras e US\$ 103,6/t do preço de referência do 1T25. ⁴ Inclui mecanismos de precificação de frete no reconhecimento de vendas CFR. ⁵ Preço da Vale líquido de impostos.

Custos e despesas

Custos all-in de finos de minério de ferro e pelotas (Break-even de caixa entregue na China)

US\$/t	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Custo caixa C1, incl. custos de compra de terceiros ¹	24,7	27,5	-10%	21,4	15%
Custo caixa C1, ex-custo de compra de terceiros	21,0	23,5	-11%	18,8	12%
Ajustes de custo de compras de terceiros	3,7	4,0	-8%	2,6	42%
Custo de frete ²	18,6	19,3	-4%	20,0	-7%
Custo de distribuição	4,0	2,4	67%	2,7	48%
Despesas ³ & royalties	4,4	6,7	-34%	5,8	-24%
Ajuste de umidade	4,5	4,9	-8%	4,1	10%
Ajuste de qualidade de finos de minério de ferro	1,3	1,6	-19%	(1,0)	n.a.
Custo all-in de finos de minério de ferro (US\$/dmf)	57,5	62,4	-8%	53,1	8%
Contribuição do negócio de pelotas	(3,1)	(3,8)	-18%	(3,6)	-14%
Custo all-in de finos e pelotas (US\$/dmf)	54,4	58,6	-7%	49,5	10%
Investimentos de manutenção (finos e pelotas)	9,5	11,2	-15%	9,7	-2%
Custo all-in de finos e pelotas⁴ (US\$/dmf)	63,9	69,9	-9%	59,1	8%

¹ Ex-ROM, ex-royalties e FOB (US\$/t). ² Ex-bunker oil hedge. ³ Líquido de depreciação e inclui EBITDA de coligadas e JV's. Inclui despesas com paradas. ⁴ Inclui investimentos correntes.

Custo de produção C1 de finos de minério de ferro

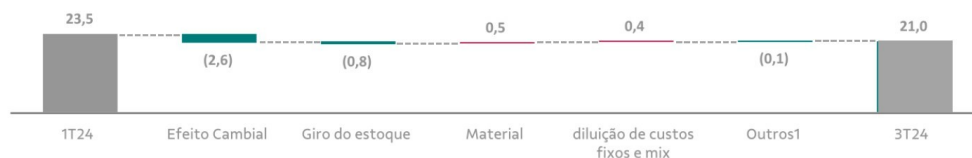
US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Custo de produção C1, ex-custos de compras de terceiros	23,1	24,9	-7%	17,9	29%
Custo caixa C1, ex-custos de compras de terceiros	21,0	23,5	-11%	18,8	12%

O custo caixa C1, excluindo compra de terceiros, atingiu US\$ 21,0/t no 1T, US\$ 2,5/t menor a/a apesar dos impactos inflacionários.

A redução foi impulsionada principalmente por: (i) o impacto positivo da depreciação do BRL, e (ii) o benefício de consumir estoques com custos sequencialmente menores dos trimestres anteriores, criando um efeito positivo de giro de estoque. Estes ganhos foram parcialmente compensados por (i) maiores custos de materiais, resultado da inflação e maior utilização de caminhões para movimentação de estéril no Sistema Norte devido aos maiores níveis de chuva e (ii) menor diluição de custos fixos devido a menores volumes de produção.

A Vale continua altamente confiante em atingir seu *guidance* de 2025 para o custo caixa C1, excluindo compras de terceiros (US\$ 20,5-22,0/t).

Custo caixa C1, excluindo custos de compra de terceiros – US\$/t, 1T25 vs. 1T24



¹ Inclui pessoal, serviços, manutenção, demurrage, diesel, energia e outros.

O custo médio de frete marítimo da Vale foi de US\$ 18,6/t, US\$ 1,4/t menor t/t, principalmente como resultado da menor exposição sazonal às taxas de frete spot (US\$ 0,7/t menor t/t) e menores taxas de frete spot (US\$ 0,6/t menor t/t). As vendas CFR totalizaram 50,9 Mt no 1T, representando 90% do total de vendas de finos de minério de ferro.



Pelotas

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Receita líquida	1.055	1.585	-33%	1.440	-27%
Custo caixa ¹	(559)	(739)	-24%	(729)	-23%
Despesas pré-operacionais e de parada de operação	(2)	(5)	-60%	(2)	0%
Despesas ²	2	5	-60%	(4)	n.a.
EBITDA - plantas de pelotização arrendadas	40	36	11%	65	-38%
EBITDA	536	882	-39%	770	-30%
Preço realizado de pelotas de minério de ferro (CFR/FOB, US\$/t)	140,8	171,9	-18%	143,0	-2%
Custo caixa ¹ por tonelada (US\$/t)	74,6	80,1	-7%	72,4	3%
EBITDA por tonelada (US\$/t)	71,5	96,0	-25%	76,5	-6%

¹ Inclui custos de minério de ferro, arrendamento, frete, overhead, energia e outros. ² Inclui vendas, P&D e outros.

As vendas de pelotas atingiram 7,5 Mt, 26% menor t/t e 19% menor a/a, devido a menor disponibilidade de *pellet feed*, impactada pela manutenção em Itabira e níveis de chuva no Sistema Norte.

O preço médio realizado de pelotas de minério de ferro foi US\$ 140,8/t, US\$ 2,2/t menor t/t, principalmente impactado por menores prêmios contratuais trimestrais.

O custo caixa por tonelada de pelotas foi 3% maior t/t, totalizando US\$ 74,6/t, principalmente como resultado da menor diluição de custos fixos. As vendas FOB representaram 55% das vendas totais.

Metals para Transição Energética

Destaques

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Receita líquida	1.744	1.434	22%	1.973	-12%
Custos ¹	(1.284)	(1.137)	13%	(1.419)	-10%
Vendas e outras despesas ^{1 2}	102	6	n.a.	64	59%
Despesas pré-operacionais e de parada ¹	(2)	(1)	100%	(21)	-90%
Despesas com P&D	(32)	(51)	-37%	(79)	-59%
EBITDA de coligadas e JVs ³	26	6	333%	23	13%
EBITDA Ajustado ²	554	257	116%	541	2%
Depreciação e amortização	(207)	(223)	-7%	(256)	-19%
EBIT Ajustado	346	34	918%	285	21%

¹ Líquido de depreciação e amortização. ² Inclui ajuste de US\$ 167 milhões no 1T25, US\$ 113 milhões no 4T24 e US\$ 67 milhões no 1T24 para refletir o desempenho das transações de *streaming* a preços de mercado. ³ A partir do 3T24, o EBITDA de PTVI passa a ser reportado dentro de EBITDA de coligadas e JVs, representando os 33,9% de participação da Vale Base Metals na PTVI.

EBITDA ajustado

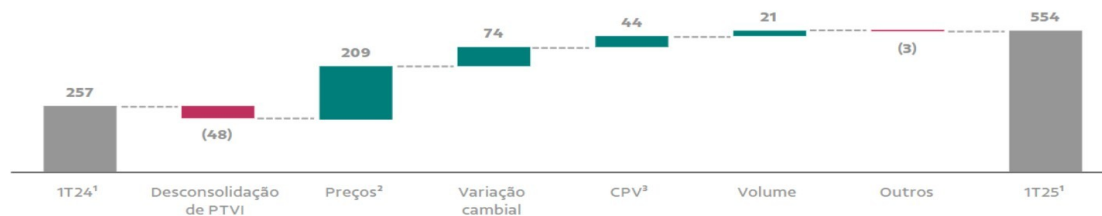
US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Cobre	546	284	92%	526	4%
Níquel	41	17	141%	55	-25%
Outros	(33)	(44)	-25%	(40)	-18%
Total	554	257	116%	541	2%

O EBITDA aumentou 116% a/a, impulsionado principalmente pelo forte desempenho do negócio de Cobre.

No Cobre, o EBITDA aumentou 92% a/a, positivamente impactado por preços realizados de cobre mais altos (US\$ 73 milhões) e receitas mais fortes de subprodutos (US\$ 109 milhões).

No Níquel, o EBITDA aumentou US\$ 24 milhões, beneficiando-se de custos mais baixos de *feed* de terceiros devido ao impacto de preços da LME nas operações das refinarias, juntamente com a retomada de Onça Puma após a reconstrução do forno, reduzindo os custos. Esses efeitos foram parcialmente compensados pela redução no preço médio realizado do níquel e pelos custos mais altos devido ao desinvestimento da PTVI.

Varição EBITDA– US\$ milhões (1T25 vs. 1T24)



¹ Inclui ajuste de US\$ 167 milhões no 1T25 e US\$ 67 milhões no 1T24 para refletir o desempenho das transações de *streaming* a preços de mercado. Este ajuste será realizado até que os valores recebidos nas transações de *streaming* sejam totalmente reconhecidos no EBITDA ajustado do negócio. Com base nas projeções atuais para os volumes e preços das commodities, o reconhecimento total será realizado em 2027. ² Inclui variações de (i) US\$ 96 milhões com ajustes de preços provisórios e (ii) US\$ 20 milhões em preços realizados de cobre e níquel, e (iii) US\$ 93 milhões em preços realizados de subprodutos. ³ Inclui variações de (i) US\$ 71 milhões em menores custos de *feed* de terceiros devido ao impacto dos preços da LME nas operações das refinarias e (ii) US\$ 14 milhões em melhores custos com a retomada da operação em Onça Puma após a reconstrução do forno, parcialmente compensadas por (i) movimentações de estoques e (ii) maiores custos de energia US\$ 9 milhões. ⁴ Incluindo a variação de US\$ 28 milhões em volumes de subprodutos.



Cobre

US\$ milhões (exceto se indicado)	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Preço de cobre LME (US\$/t)	9.340	8.438	11%	9.193	2%
Preço médio realizado de cobre (US\$/t)	8.891	7.687	16%	9.187	-3%
Volume vendido – cobre (kt)	61	56	9%	74	-18%
Receita líquida	900	639	41%	964	-7%
Custos ¹	(339)	(329)	3%	(387)	-12%
Vendas e outras despesas ¹	(4)	(3)	33%	(13)	-69%
Despesas pré-operacionais e de parada ¹	(1)	–	n.a.	(1)	0%
Despesas com P&D	(10)	(23)	-57%	(37)	-73%
EBITDA ajustado	546	284	92%	526	4%
Depreciação e amortização	(34)	(40)	-15%	(42)	-19%
EBIT ajustado	512	244	110%	484	6%

¹ Líquido de depreciação e amortização.

EBITDA ajustado

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Salobo	404	261	55%	513	-21%
Sossego	80	17	371%	123	-35%
Outros ¹	62	6	933%	(110)	n.a.
Total	546	284	92%	526	4%

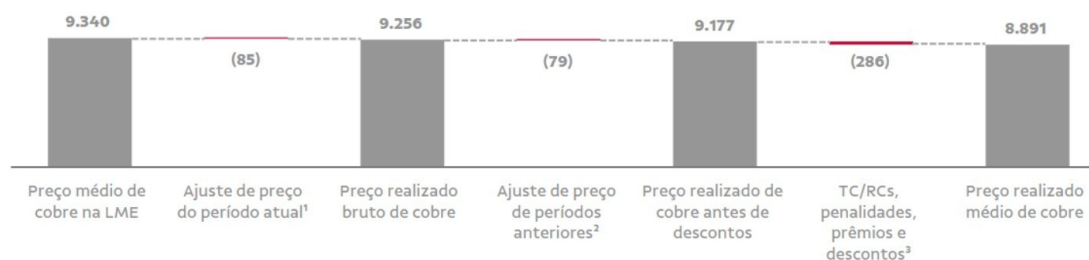
¹ Inclui despesas de P&D e ajustes de PPA não realizados.

Receita

A receita líquida aumentou 41% a/a, principalmente devido aos preços realizados de cobre mais altos, assim como às receitas mais altas de subprodutos. A receita mais alta de subprodutos foi consequência dos preços mais altos de ouro (US\$ 82 milhões) e do aumento nos volumes de ouro vendidos em concentrados de cobre (US\$ 22 milhões).

O preço médio realizado de cobre aumentou 16% a/a como resultado do preço médio mais alto de cobre na LME e descontos menores de TC/RC, refletindo um mercado de concentrados apertado. Sequencialmente, o preço médio realizado do cobre foi 3% menor devido a ajustes finais de preço.

Preço médio realizado de cobre 1T25 – US\$/t



Nota: Os produtos de cobre da Vale são vendidos com base em preços provisórios, com preços finais determinados em período futuro. O preço médio realizado do cobre exclui a marcação a mercado de faturas em aberto com base na curva futura do preço do cobre (ajustes de preços provisórios não realizados) e inclui os ajustes de preços do período anterior e atual (ajustes de preços provisórios realizados).

¹ Ajuste de preço do período atual: faturas finais com preços provisórios e liquidadas no trimestre. ² Ajuste de preço de períodos anteriores: faturas finais de vendas com preços provisórios de trimestres anteriores. ³ TC/RCs, penalidades, prêmios e descontos por produtos intermediários.



Custos & Despesas

Custos all-in (break-even EBITDA)

US\$/t	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
CPV	5.574	5.829	-4%	5.205	7%
Receita de subprodutos	(4.760)	(3.207)	48%	(4.721)	1%
CPV depois da receita de subprodutos	814	2.622	-69%	484	68%
Outras despesas ¹	113	149	-24%	145	-22%
Custos totais	926	2.771	-67%	629	47%
TC/RCs penalidades, prêmios e descontos	286	522	-45%	468	-39%
Break-even de EBITDA^{2 3}	1.212	3.293	-63%	1.098	10%

¹ Inclui despesas com vendas, P&D associado com Salobo e Sossego, despesa pré-operacional e de parada e outras despesas. ² Considerando apenas o efeito caixa das transações de *streaming*, o *break-even* de EBITDA das operações de cobre aumentaria para US\$ 4.477/t no 1T25. ³ O preço realizado a ser comparado com o *break-even* de EBITDA é o preço de cobre realizado antes dos descontos (US\$ 9.518/t), dado que TC/RCs, penalidades e outros descontos já são considerados no *build-up* do *break-even* de EBITDA.

Os custos *all-in* diminuíram 63% a/a, impulsionado por (i) maiores receitas de subprodutos, (ii) custos unitários mais baixos e (iii) TC/RCs e outros descontos menores.

O CPV unitário diminuiu 4% a/a, principalmente impulsionado pela maior diluição de custos fixos em Salobo e Sossego.

O CPV unitário, após subprodutos, diminuiu 69% a/a, principalmente refletindo o impacto positivo das receitas de subprodutos em Salobo e Sossego, devido aos preços fortes do ouro.

CPV unitário, após subproduto, por operação

US\$/t	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Salobo	—	1.738	n.a.	(269)	n.a.
Sossego	3.473	5.844	-41%	2.683	29%

As despesas unitárias foram 24% menores a/a, principalmente como resultado de menores gastos com P&D.



Níquel

US\$ milhões (exceto se indicado)	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Preço de níquel LME	15.571	16.589	-6%	16.038	-3%
Preço médio realizado de níquel	16.106	16.848	-4%	16.163	0%
Volume vendido – níquel (kt)	39	33	18%	47	-17%
Volume vendido – cobre (kt)	21	20	5%	25	-16%
Receita líquida	969	836	16%	1.067	-9%
Custos ¹	(907)	(773)	17%	(974)	-7%
Vendas e outras despesas ¹	(21)	(24)	-13%	(6)	250%
Despesas pré-operacionais e de parada ¹	(1)	(1)	0%	(21)	-95%
Despesas com P&D ²	(22)	(21)	5%	(35)	-37%
EBITDA de coligadas e JVs ³	23	—	n.a.	24	-4%
EBITDA ajustado	41	17	141%	55	-25%
Depreciação e amortização	(81)	(184)	-11%	(201)	-19%
EBIT ajustado	(122)	(167)	-27%	(146)	-16%

¹ Líquido de depreciação e amortização. ² Inclui despesas com P&D não relacionadas a operações correntes (1T25: US\$ 7 milhões; 1T24: US\$ 3 milhões; e 4T24: US\$ 4 milhões). ³ A partir do 3T24, o EBITDA de PTVI passa a ser reportado dentro de EBITDA de coligadas e JVs, representando os 33,9% de participação da Vale Base Metals na PTVI. Os resultados anteriores não foram reapresentados.

EBITDA ajustado

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Sudbury ^{1 2}	4	63	-94%	54	-93%
Voisey's Bay & Long Harbour ²	(50)	(34)	47%	(45)	11%
Refinarias autônomas ³	24	(6)	n.a.	23	4%
Onça Puma	19	(46)	n.a.	30	-37%
PTVI (histórico)	—	58	n.a.	—	0%
Outros ^{2 4}	44	(18)	n.a.	(7)	n.a.
Total	41	17	141%	55	-25%

¹ Inclui as operações de Thompson. ² Valores históricos reapresentados. ³ Compreende os resultados de vendas para refinarias de Clydach e Matsusaka. ⁴ Inclui eliminações de intragrupo, ajustes de preço provisório e ajustes de estoques. O resultado do *hedge* foi realocado para cada unidade de negócio de níquel. Inclui o EBITDA proporcional de PTVI, com início no 3T24. Os resultados anteriores incluem os resultados consolidados de PTVI.

Receita

As receitas líquidas aumentaram 16% a/a, principalmente como resultado de volumes de vendas de níquel mais fortes.

O preço médio realizado do níquel foi US\$ 16.106/t, 4% menor a/a, principalmente devido a um preço médio do níquel na LME 6% mais baixo. Sequencialmente, o preço realizado do níquel foi estável, pois os prêmios realizados mais altos compensaram a queda de 3% nos preços da LME.

No 1T25, o preço médio realizado do níquel foi 3% acima da média da LME, principalmente devido à participação de 73% de produtos Classe I Superior no *mix* de vendas do Atlântico Norte, com impacto positivo geral de prêmios de US\$ 535/t.

Preço médio realizado de níquel 1T25 – US\$/t





Custos & Despesas

Custos all-in (break-even EBITDA)

US\$/t	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
CPV excluindo <i>feed</i> externo, com ajuste de PTVI	27.957	29.788	-6%	24.679	13%
CPV ¹	23.277	22.291	4%	20.670	13%
Receitas subprodutos ¹	(7.383)	(8.304)	-11%	(7.269)	2%
CPV depois receitas subprodutos	15.894	13.987	14%	13.401	19%
Outras despesas ²	962	1.306	-26%	1.215	-21%
EBITDA de coligadas e JVs ³	(590)	-	n.a.	(509)	16%
Custo Total	16.265	15.293	6%	14.107	15%
(Prêmio) Desconto médio agregado de níquel	(535)	(515)	4%	(226)	137%
Break-even de EBITDA⁴	15.730	14.778	6%	13.881	13%
Break-even de EBITDA, com ajuste de PTVI⁵	15.730	16.316	-4%	13.881	13%

¹ Exclui as atividades de *marketing*. ² Inclui P&D, despesas com vendas e despesas pré-operacionais e de parada. ³ A partir do 3T24, inclui o resultado proporcional de PTVI (33,9% detida pela VBM). ⁴ Considerando apenas o efeito caixa das transações de *streaming*, o *break-even* de EBITDA das operações de níquel aumentaria para US\$ 16.202/t no 1T25. ⁵ Períodos anteriores ajustados para refletir a desconsolidação da PTVI.

Os custos *all-in* aumentaram 6% a/a, principalmente pela desconsolidação de PTVI.

Os custos *all-in*, com ajuste de PTVI, diminuiram 8% a/a, principalmente devido à redução do CPV unitário.

O CPV unitário, excluindo compras de *feed* de terceiros, reduziu 6% a/a, principalmente devido a uma maior diluição dos custos fixos.

O CPV unitário aumentou 4% a/a e 13% t/t devido à desconsolidação da PTVI, parcialmente compensada por menores custos de aquisição de alimentação externa, devido aos menores preços na LME.

As receitas unitárias de subprodutos foram 11% menores a/a, impulsionadas principalmente pela diluição do volume de vendas.

Custo caixa unitário das vendas por operação, após crédito de subprodutos

US\$/t	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Sudbury ^{1 2}	14.791	10.638	39%	11.853	25%
Voisey's Bay & Long Harbour ²	20.386	21.323	-4%	20.678	-1%
Refinarias autônomas ^{2 3}	13.676	18.617	-27%	15.433	-11%
Onça Puma	9.683	-	n.a.	8.106	19%

¹ Números de Sudbury incluem custos de Thompson. ² Uma grande parte da produção de níquel acabado em Sudbury, Clydach, Matsusaka e Long Harbour é derivada de transferências intragrupo, bem como da compra de minérios ou intermediários de níquel de terceiros. Estas transações são reconhecidas pelo valor justo de mercado. ³ Compreende o CPV unitário para refinarias de Clydach e Matsusaka.

Despesas estáveis a/a, com as despesas unitárias diminuindo devido ao aumento dos volumes.



Informações Webcast

A Vale realizará um webcast na

Sexta-feira	25 de Abril de 2025	Às
		10:00 (Nova Iorque) 11:00 (Brasília) 15:00 (Londres)

O acesso pela internet ao webcast e materiais de apresentação estarão disponíveis no site da Vale em www.vale.com/investidores

Um replay estará disponível logo após a conclusão da teleconferência.

Mais informações sobre a Vale podem ser encontradas em: vale.com

Relações com Investidores

Vale.RI@vale.com

Thiago Lofiego
thiago.lofiego@vale.com

Mariana Rocha
mariana.rocha@vale.com

Luciana Oliveti
luciana.oliveti@vale.com

Pedro Terra
pedro.terra@vale.com

Patricia Tinoco
patricia.tinoco@vale.com

As informações operacionais e financeiras contidas neste press release, exceto quando de outra forma indicado, são apresentadas com base em números consolidados de acordo com o IFRS. Tais informações, são baseadas em demonstrações contábeis trimestrais revisadas pelos auditores independentes. As principais subsidiárias da Vale consolidadas são: Companhia Portuária da Baía de Sepetiba, Vale Manganês S.A., Minerações Brasileiras Reunidas S.A., Vale Base Metals Ltd, Salobo Metais S.A., Tecnoed Desenvolvimento Tecnológico S.A., Aliança Geração de Energia S.A., Vale Holdings B.V, Vale Canada Limited, Vale International S.A., Vale Malaysia Minerals Sdn. Bhd. e Vale Oman Pelletizing Company LLC.

Este comunicado pode incluir declarações sobre as expectativas atuais da Vale sobre eventos ou resultados futuros (estimativas e projeções). Muitas dessas estimativas e projeções podem ser identificadas através do uso de palavras com perspectivas futuras como "antecipar," "acreditar," "poder," "esperar," "dever," "planejar" "pretender," "estimar," "fará" e "potencial," entre outras. Todas as estimativas e projeções envolvem vários riscos e incertezas. A Vale não pode garantir que tais declarações venham a ser corretas. Tais riscos e incertezas incluem, entre outros, fatores relacionados a: (a) países onde a Vale opera, especialmente Brasil e Canadá; (b) economia global; (c) mercado de capitais; (d) negócio de minérios e metais e sua dependência à produção industrial global, que é cíclica por natureza; e (e) elevado grau de competição global nos mercados onde a Vale opera. A Vale cautela que os resultados atuais podem diferenciar materialmente dos planos, objetivos, expectativas, estimativas e intenções expressadas nesta apresentação. A Vale não assume nenhuma obrigação de atualizar publicamente ou revisar nenhuma estimativa e projeção, seja como resultado de informações novas ou eventos futuros ou por qualquer outra razão. Para obter informações adicionais sobre fatores que podem originar resultados diferentes daqueles estimados pela Vale, favor consultar os relatórios arquivados pela Vale na U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e, em particular, os fatores discutidos nas seções "Estimativas e Projeções" e "Fatores de Risco" no Relatório Anual no Form 20-F da Vale.

As informações contidas neste comunicado incluem métricas financeiras que não são preparadas de acordo com o IFRS. Essas métricas não-IFRS diferem das métricas mais diretamente comparáveis determinadas pelo IFRS, mas não apresentamos uma reconciliação com as métricas IFRS mais diretamente comparáveis, porque as métricas não-IFRS são prospectivas e uma reconciliação não pode ser preparada sem envolver esforços desproporcionais.



Anexo 1: Informações Financeiras Detalhadas

Demonstrações financeiras simplificadas

Demonstração de resultado					
US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Receita de vendas, líquida	8.119	8.459	-4%	10.124	-20%
Custo dos produtos vendidos e serviços prestados	(5.451)	(5.367)	2%	(6.268)	-13%
Lucro bruto	2.668	3.092	-14%	3.856	-31%
Margem bruta (%)	32,9	36,6	-3,7 p.p.	38,1	-5,2 p.p.
Despesas com vendas e administrativas	(145)	(140)	4%	(206)	-30%
Pesquisa e desenvolvimento	(123)	(156)	-21%	(253)	-51%
Despesas pré-operacionais e de parada de operação	(90)	(92)	-2%	(131)	-31%
Outras despesas operacionais, líquida	(258)	(250)	3%	(629)	-59%
Redução ao valor recuperável e baixas de ativos não circulantes, líquida	(253)	(6)	n.a.	(1.847)	-86%
Lucro operacional	1.799	2.448	-27%	790	128%
Receitas financeiras	116	109	6%	106	9%
Despesas financeiras	(382)	(339)	13%	(396)	-4%
Outros itens financeiros, líquido	451	(207)	n.a.	(1.470)	n.a.
Resultado de participações e outros resultados em Coligadas e <i>Joint Ventures</i>	59	124	-52%	69	-14%
Lucro (prejuízo) antes de impostos	2.043	2.135	-4%	(901)	n.a.
Tributo corrente	(186)	(734)	-75%	(315)	-41%
Tributo diferido	(461)	286	n.a.	344	n.a.
Lucro (prejuízo) líquido	1.396	1.687	-17%	(872)	n.a.
Lucro (prejuízo) líquido atribuído aos acionistas não controladores	2	8	-75%	(178)	n.a.
Lucro (prejuízo) líquido atribuído aos acionistas da Vale	1.394	1.679	-17%	(694)	n.a.
Lucro por ação (atribuído aos acionistas da controladora -					
Lucro por ação básico e diluído (atribuído aos acionistas da controladora - US\$)	0,33	0,39	-15%	(0.16)	n.a.

Resultado de participações societárias por área de negócio

US\$ milhões	1T25	%	1T24	%	Δ a/a	4T24	%	Δ t/t
Soluções de Minério de Ferro	33	122%	58	89%	-43%	80	186%	-59%
Metais para Transição Energética	1	4%	—	0%	n.a.	(34)	-79%	n.a.
Outros	(7)	-26%	7	11%	n.a.	(3)	-7%	133%
Total	27	100%	65	100%	-58%	43	100%	-37%



Balanco patrimonial

US\$ milhões	31/3/2025	31/3/2024	Δ a/a	31/12/2024	Δ t/t
Ativo					
Ativo circulante	14.687	17.528	-16%	13.481	9%
Caixa e equivalentes de caixa	3.955	3.790	4%	4.953	-20%
Aplicações financeiras de curto prazo	43	44	-2%	53	-19%
Contas a receber	2.144	2.233	-4%	2.358	-9%
Outros ativos financeiros	277	420	-34%	53	423%
Estoques	4.919	5.195	-5%	4.605	7%
Tributos a recuperar	1.093	840	30%	1.100	-1%
Depósitos judiciais	—	672	n.a.	—	0%
Outros	362	364	-1%	359	1%
Ativos não circulantes mantidos para venda	1.894	3.970	-52%	—	100%
Ativo não circulante	12.003	13.446	-11%	11.626	3%
Depósitos judiciais	580	669	-13%	537	8%
Outros ativos financeiros	262	336	-22%	231	13%
Tributos a recuperar	1.381	1.384	0%	1.297	6%
Tributos diferidos sobre o lucro	8.309	9.699	-14%	8.244	1%
Outros	1.471	1.358	8%	1.317	12%
Ativos fixos	56.740	60.703	-7%	55.045	3%
Ativos Total	83.430	91.677	-9%	80.152	4%
Passivo					
Passivos circulante	13.234	15.676	-16%	13.090	1%
Fornecedores e empreiteiros	4.403	5.546	-21%	4.234	4%
Empréstimos, financiamentos e arrendamentos	608	1.286	-53%	1.020	-40%
Arrendamentos	176	192	-8%	147	20%
Outros passivos financeiros	1.365	1.708	-20%	1.543	-12%
Tributos a recolher	651	1.698	-62%	574	13%
Programa de refinanciamento - REFIS	386	492	-22%	353	9%
Provisões para litigação	156	117	33%	119	31%
Benefícios a empregados	664	602	10%	1.012	-34%
Passivos relacionados a participação em Coligadas e Joint Ventures	1.929	923	109%	1.844	5%
Passivos relacionados a Brumadinho	876	1.063	-18%	714	23%
Provisão para descaracterização de barragens e desmobilização de ativos	937	1.045	-10%	833	12%
Dividendos a pagar	—	—	0%	330	n.a.
Outros	385	464	-17%	367	5%
Passivos relacionados a ativos não circulantes mantidos para venda	698	540	29%	—	100%
Passivos não circulante	33.834	36.988	-9%	32.534	4%
Empréstimos, financiamentos e arrendamentos	14.807	11.962	24%	13.772	8%
Arrendamentos	605	1.234	-51%	566	7%
Debentures participativas	2.350	2.621	-10%	2.217	6%
Outros passivos financeiros	2.227	3.043	-27%	2.347	-5%
Programa de refinanciamento - REFIS	1.005	1.515	-34%	1.007	0%
Tributos diferidos sobre o lucro	175	848	-79%	445	-61%
Provisões para litigação	948	885	7%	894	6%
Benefícios a empregados	1.155	1.288	-10%	1.118	3%
Passivos relacionados a participação em Coligadas e Joint Ventures	1.908	3.267	-42%	1.819	5%
Passivos associados a Brumadinho	1.256	1.831	-31%	1.256	0%
Provisão para descaracterização de barragens e desmobilização de ativos	5.164	6.261	-18%	4.930	5%
Transações de streaming	1.928	1.956	-1%	1.882	2%
Outros	306	277	10%	281	9%
Total do passivo	47.068	52.664	-11%	45.624	3%
Patrimônio líquido total	36.362	39.013	-7%	34.528	5%
Total do passivo e patrimônio líquido	83.430	91.677	-9%	80.152	4%



Fluxo de caixa					
US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Fluxo de caixa operacional	2.534	4.479	-43%	4.065	-38%
Juros de empréstimos e financiamentos pagos	(240)	(186)	29%	(224)	7%
Caixa (pago) recebido na liquidação de derivativos, líquido	134	43	212%	(83)	n.a.
Pagamentos relacionados a Brumadinho	(84)	(135)	-38%	(321)	-74%
Pagamentos relacionados à descaracterização de barragens	(79)	(119)	-34%	(128)	-38%
Remunerações pagas às debêntures participativas	—	—	0%	(94)	n.a.
Tributos pagos sobre o lucro (incluindo programa de refinanciamento)	(596)	(506)	18%	(416)	43%
Caixa líquido gerado pelas atividades operacionais	1.669	3.576	-53%	2.779	-40%
Fluxos de caixa das atividades de investimento:					
Aplicações financeiras de curto prazo	26	(44)	n.a.	(136)	n.a.
Investimentos no imobilizado e intangível	(1.255)	(1.395)	-10%	(2.213)	-43%
Pagamentos antecipado relativo à renegociação de contratos de concessão de ferrovias	—	—	0%	(656)	n.a.
Pagamentos relacionados ao rompimento da barragem da Samarco	(162)	(86)	88%	(504)	-68%
Dividendos recebidos de joint ventures e coligadas	19	3	533%	27	-30%
Desembolsos provenientes da alienação de investimentos, líquidos	—	—	0%	(30)	n.a.
Outras atividades de investimentos, líquidas	1	3	-67%	(136)	n.a.
Caixa líquido utilizado nas atividades de investimento	(1.371)	(1.519)	-10%	(3648)	-62%
Fluxo de Caixa de atividades de financiamento					
Empréstimos e financiamentos:					
Empréstimos e financiamentos de terceiros	1.611	870	85%	1.933	-17%
Pagamentos de empréstimos e financiamentos de terceiros	(940)	(62)	n.a.	(429)	119%
Pagamentos de arrendamentos	(30)	(41)	-27%	(69)	-57%
Pagamentos aos acionistas:					
Dividendos e juros sobre o capital próprio pagos aos acionistas da Vale	(1.979)	(2.328)	-15%	—	n.a.
Dividendos e juros sobre o capital próprio pagos aos acionistas não controladores	—	—	0%	—	0%
Programa de recompra de ações	—	(275)	n.a.	—	0%
Caixa líquido utilizado nas atividades de financiamento	(1.338)	(1.836)	-27%	1.435	n.a.
Aumento (redução) no caixa e equivalentes de caixa	(1.040)	221	n.a.	586	n.a.
Caixa e equivalentes de caixa no início do período	4.953	3.609	37%	4.596	8%
Efeito de variação cambial no caixa e equivalentes de caixa	145	(40)	n.a.	(229)	n.a.
Efeito da transferência dos Ativos de Energia para ativos não circulantes mantidos para venda	(115)	—	n.a.	—	n.a.
Caixa e equivalentes de caixa de empresas adquiridas, líquido	12	—	n.a.	—	n.a.
Caixa e equivalentes de caixa no final do período	3.955	3.790	4%	4.953	-20%
Transações que não envolveram caixa:					
Adições ao imobilizado com capitalizações de juros e custo de empréstimos	4	5	-20%	12	-67%
Fluxo de caixa das atividades operacionais:					
Lucro líquido antes dos tributos sobre o lucro	2.043	2.135	-4%	(901)	n.a.
Ajustado para:					
Revisão de estimativas relacionadas à provisão de Brumadinho	39	(6)	n.a.	88	-56%
Revisão de estimativas relacionadas à provisão para descaracterização de barragens	(9)	(61)	-85%	(75)	-88%
Resultado de participações e outros resultados em coligadas e joint ventures	(59)	(124)	-52%	(69)	-14%
Redução ao valor recuperável e ganhos (perdas) com baixa de ativos não circulantes, líquidos	253	6	n.a.	1.847	-86%
Depreciação, exaustão e amortização	704	714	-1%	802	-12%
Resultados financeiros, líquido	(185)	437	n.a.	1.760	n.a.
Variação dos ativos e passivos:					
Contas a receber	316	1.935	-84%	572	-45%
Estoques	(239)	(626)	-62%	57	n.a.
Contas a pagar a fornecedores e empreiteiros	(21)	378	n.a.	(681)	-97%
Outros ativos e passivos, líquidos	(308)	(309)	0%	665	n.a.
Caixa gerado pelas operações	2.534	4.479	-43%	4.065	-38%



Reconciliação de informações IFRS e “Non-GAAP”

(a) EBIT ajustado

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Receita de vendas, líquida	8.119	8.459	-4%	10.124	-20%
CPV	(5.451)	(5.367)	2%	(6.268)	-13%
Despesas com vendas e administrativas	(145)	(140)	4%	(206)	-30%
Despesas com pesquisa e desenvolvimento	(123)	(156)	-21%	(253)	-51%
Despesas pré-operacionais e de parada de operação	(90)	(92)	-2%	(131)	-31%
Despesas relacionadas a Brumadinho e descaracterização de barragens	(97)	(41)	137%	(111)	-13%
Outras despesas operacionais, líquido ¹	6	(142)	n.a.	(405)	n.a.
EBITDA coligadas e JVs	192	203	-5%	242	-21%
EBIT ajustado	2.411	2.724	-11%	2.992	-19%

¹ Inclui ajustes de US\$ 167 milhões no 1T25, US\$ 113 milhões no 4T24 e US\$ 67 milhões no 1T24, para refletir o desempenho das transações de streaming à preços de mercado.

(b) EBITDA ajustado

O termo EBITDA se refere a um indicador definido como lucro (prejuízo) antes de juros, impostos, depreciação, exaustão e amortização. A definição do termo EBITDA (LAJIDA) ajustado da Vale é o lucro ou o prejuízo operacional acrescido do EBITDA de coligadas e joint ventures, excluindo os valores contabilizados com (a) depreciação, exaustão e amortização e (b) redução ao valor recuperável e baixa de ativos não circulantes. Todavia, o EBITDA ajustado não é uma medida definida nos padrões IFRS e pode não ser comparável com indicadores com o mesmo nome reportados por outras empresas. O EBITDA ajustado não deve ser considerado substituto do lucro operacional ou medida de liquidez melhor do que o fluxo de caixa operacional, que são determinados de acordo com o IFRS. A Vale apresenta o EBITDA ajustado para prover informação adicional a respeito da sua capacidade de pagar dívidas, realizar investimentos e cobrir necessidades de capital de giro. Os quadros a seguir demonstram a reconciliação entre EBITDA ajustado e fluxo de caixa operacional e EBITDA ajustado e lucro líquido, de acordo com a demonstração de fluxo de caixa.

A definição de EBIT ajustado é o EBITDA ajustado mais depreciação, exaustão e amortização.

Reconciliação entre EBITDA ajustado e o fluxo de caixa operacional

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
EBITDA ajustado	3.115	3.438	-9%	3.794	-18%
Capital de giro:					
Contas a receber	316	1.935	-84%	572	-45%
Estoques	(239)	(626)	-62%	57	n.a.
Contas a pagar a fornecedores e empreiteiros	(21)	378	n.a.	(681)	-97%
Revisão de estimativas relacionadas à provisão de Brumadinho	39	(6)	n.a.	88	-56%
Revisão de estimativas relacionadas à provisão para descaracterização de barragens	(9)	(61)	-85	(75)	-88%
Outros	(667)	(579)	15%	310	n.a.
Fluxo de caixa	2.534	4.479	-43%	4.065	-38%
Tributos sobre o lucro (incluindo programa de refinanciamento)	(596)	(506)	18%	(416)	43%
Juros de empréstimos e financiamentos pagos	(240)	(186)	29%	(224)	7%
Pagamentos relacionados a Brumadinho	(84)	(135)	-38%	(321)	-74%
Pagamentos relacionados à descaracterização das barragens	(79)	(119)	-34%	(128)	-38%
Remunerações pagas às debêntures participativas	—	—	0%	(94)	100%
Caixa recebido na liquidação de derivativos, líquido	134	43	212%	(83)	n.a.
Caixa líquido gerado pelas atividades operacionais	1.669	3.576	-53%	2.799	-40%


Reconciliação entre EBITDA ajustado e o lucro líquido (prejuízo)

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
EBITDA ajustado	3.115	3.438	-9%	3.794	-18%
Depreciação, amortização e exaustão	(704)	(714)	-1%	(802)	-12%
EBITDA de coligadas e joint ventures	(192)	(203)	-5%	(242)	-21%
Redução ao valor recuperável e baixas de ativos não circulantes, líquido ¹	(420)	(73)	475%	(1.960)	-79%
Lucro operacional	1.799	2.448	-27%	790	128%
Resultado financeiro	185	(437)	n.a.	(1.760)	n.a.
Resultado de participações e outros resultados em coligadas e joint ventures	59	124	-52%	69	-14%
Tributos sobre o lucro	(647)	(448)	44%	29	n.a.
Lucro (prejuízo) líquido	1.396	1.687	-17%	(872)	n.a.
Lucro (prejuízo) líquido atribuído aos acionistas não controladores	2	8	-75%	(178)	n.a.
Lucro (prejuízo) líquido atribuído aos acionistas da Vale	1.394	1.679	-17%	(694)	n.a.

¹ Inclui ajustes de US\$ 167 milhões no 1T25, US\$ 113 milhões no 4T24 e US\$ 67 milhões no 1T24, para refletir o desempenho das transações de streaming à preços de mercado.

(c) Dívida líquida

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Dívida bruta	15.415	13.248	16%	14.792	4%
Arrendamentos	781	1.426	-45%	713	10%
Caixa e equivalentes de caixa	(3.998)	(4.569)	-12%	(5.006)	-20%
Dívida líquida	12.198	10.105	21%	10.499	16%

(d) Dívida bruta / LTM EBITDA ajustado

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Dívida Bruta e arrendamentos / LTM EBITDA ajustado (x)	1,1	0,8	38%	1,0	10%
Dívida Bruta e arrendamentos / LTM Fluxo de Caixa Operacional (x)	0,8	0,9	-11%	0,8	0%

(e) LTM EBITDA ajustado / LTM Pagamentos de juros

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
LTM EBITDA ajustado / LTM juros brutos (x)	16,5	24,3	-32%	17,9	-8%
LTM EBITDA ajustado / LTM Pagamento de juros (x)	15,7	23,5	-33%	17,1	-8%

(f) Taxas de câmbio – dólar americano

R\$/US\$	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Média	5,8522	4,9515	18%	5,8369	0%
Fim do período	5,7422	4,9962	15%	6,1923	-7%



Receitas e volumes

Receitas de vendas, líquida, por área de negócio

US\$ milhões	1T25	%	1T24	%	Δ a/a	4T24	%	Δ t/t
Soluções de Minério de Ferro	6.375	79%	7.025	83%	-9%	8.151	81%	-22%
Finos	5.154	63%	5.292	63%	-3%	6.503	64%	-21%
ROM	29	0%	27	0%	7%	18	0%	61%
Pelotas	1.055	13%	1.585	19%	-33%	1.440	14%	-27%
Outros	137	2%	121	1%	13%	190	2%	-28%
Metais para Transição Energética	1.744	21%	1.434	17%	22%	1.973	19%	-12%
Níquel	623	8%	558	7%	12%	762	8%	-18%
Cobre	709	9%	587	7%	21%	885	9%	-20%
PGMs	66	1%	68	1%	-3%	83	1%	-20%
Ouro como subproduto ¹	140	2%	137	2%	2%	258	3%	-46%
Prata como subproduto	18	0%	10	0%	80%	17	0%	6%
Cobalto ¹	18	0%	10	0%	80%	13	0%	38%
Outros ²	170	2%	63	1%	170%	(46)	0%	n.a.
Outros	—	0%	—	0%	0%	—	0%	0%
Total	8.119	100%	8.459	100%	-4%	10.124	100%	-20%

¹ Exclui ajuste de US\$ 167 milhões no 1T25, US\$ 113 milhões no 4T24, US\$ 67 milhões no 1T24 relacionado ao desempenho das transações de *streaming* à preços de mercado. ² Inclui atividades de marketing.

Receita operacional líquida por destino

US\$ milhões	1T25	%	1T24	%	Δ a/a	4T24	%	Δ t/t
América do Norte	417	5%	427	5%	-2%	392	4%	6%
EUA	297	4%	243	3%	22%	287	3%	3%
Canadá	120	1%	184	2%	-35%	105	1%	14%
América do Sul	863	11%	1.128	13%	-23%	897	9%	-4%
Brasil	814	10%	1.006	12%	-19%	794	8%	3%
Outros	49	1%	122	1%	-60%	103	1%	-52%
Ásia	5.113	63%	5.169	61%	-1%	6.863	68%	-25%
China	3.886	48%	3.890	46%	0%	5.403	53%	-28%
Japão	517	6%	682	8%	-24%	709	7%	-27%
Coreia do Sul	237	3%	206	2%	15%	303	3%	-22%
Outros	473	6%	391	5%	21%	448	4%	6%
Europa	1.274	16%	1.009	12%	26%	1.256	12%	1%
Alemanha	463	6%	326	4%	42%	442	4%	5%
Itália	99	1%	19	0%	421%	90	1%	10%
Outros	712	9%	664	8%	7%	724	7%	-2%
Oriente Médio	208	3%	266	3%	-22%	366	4%	-22%
Resto do mundo	244	3%	460	5%	-47%	350	3%	-30%
Total	8.119	100%	8.459	100%	-4%	10.124	100%	-20%



Despesas Operacionais

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
SG&A	145	140	4%	206	-30%
Administrativas	123	120	2%	181	-32%
Pessoal	52	56	-7%	88	-41%
Serviços	23	32	-28%	40	-43%
Depreciação	24	10	140%	23	4%
Outros	24	22	9%	30	-20%
Vendas	22	20	10%	25	-12%
P&D	123	156	-21%	253	-51%
Despesas pré-operacionais e de parada de operação	90	92	-2%	131	-31%
Despesas relacionadas a Brumadinho e descaracterização de barragens	97	41	137%	111	-13%
Outras despesas operacionais	161	209	-23%	518	-69%
Despesas operacionais totais	616	638	-3%	1.219	-49%
Depreciação	43	36	19%	52	-17%
Despesas operacionais, excluindo depreciação	573	602	-5%	1.167	-51%

Outras despesas operacionais – divisão por segmento

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Soluções de Minério de Ferro	(8)	30	n.a.	15	n.a.
Finos	(11)	35	n.a.	14	n.a.
Pelotas	(2)	(7)	-71%	(1)	100%
Outros minerais ferrosos	5	2	150%	2	150%
Metais para Transição Energética	32	22	45%	19	68%
Níquel	14	19	-26%	(3)	n.a.
Cobre	4	3	33%	13	-69%
Outros	14	—	n.a.	9	56%
Outros	137	157	-13%	484	-72%
TOTAL – Outras despesas operacionais	161	209	-23%	518	-69%



Resultados Financeiros

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Despesas financeiras, das quais:	(382)	(339)	13%	(396)	-4%
Juros Brutos	(224)	(171)	31%	(237)	-5%
Juros capitalizados	4	5	-20%	12	-67%
Outros	(144)	(145)	-1%	(152)	-5%
Despesas financeiras (REFIS)	(18)	(28)	-36%	(19)	-5%
Receitas financeiras	116	109	6%	106	9%
Debêntures Participativas	38	164	-77%	(190)	n.a.
Derivativos ¹	765	2	38150%	(804)	n.a.
Swaps de moedas e taxas de juros	764	(14)	n.a.	(787)	n.a.
Outros (commodities, etc)	1	16	-94%	(17)	n.a.
Variação cambial	(37)	(28)	32%	(111)	-67%
Variação monetária	(315)	(345)	-9%	(365)	-14%
Variação cambial e monetária	(352)	(373)	-6%	(476)	-26%
Resultado financeiro líquido	185	(437)	n.a.	(1.760)	n.a.

¹ O efeito dos derivativos no caixa reflete um ganho de US\$ 134 milhões no 1T25.

Projetos de manutenção por tipo

US\$ milhões	Soluções de Minério de Ferro	Metais para Transição Energética	Energia e outros	Total
Melhorias nas operações	377	122	—	499
Projetos de reposição	6	57	—	63
Projetos de filtragem e empilhamento a seco	46	—	—	46
Gestão de barragens	20	10	—	30
Outros investimentos em barragens e pilhas de estéril	33	12	—	45
Saúde & Segurança	54	13	1	68
Investimentos sociais e proteção ambiental	50	3	—	53
Administrativo & Outros	39	9	10	58
Total	625	226	11	862



Anexo 2: Informações por segmento

Resultados por segmento 1T25

US\$ milhões	Receita Líquida	Custos ¹	SG&A e outras ¹	P&D ¹	Pré operacionais e de parada de operação ¹	EBITDA Coligadas e JVs	EBITDA Ajustado
Soluções de Minério de Ferro	6.375	(3.506)	(25)	(54)	(69)	166	2.887
Finos	5.154	(2.810)	(4)	(45)	(58)	96	2.333
Pelotas	1.055	(559)	3	(1)	(2)	40	536
Outros minerais ferrosos	166	(137)	(24)	(8)	(9)	30	18
Metais para Transição Energética	1.744	(1.284)	102	(32)	(2)	26	554
Níquel ²	969	(907)	(21)	(22)	(1)	23	41
Sudbury	507	(490)	(3)	(10)	—	—	4
Voisey's Bay & Long Harbour	213	(257)	(1)	(5)	—	—	(50)
Refinarias Autônomas	217	(193)	—	—	—	—	24
Onça Puma	75	(53)	(2)	—	(1)	—	19
Outros ³	(43)	86	(15)	(7)	—	23	44
Cobre⁴	900	(339)	(4)	(10)	(1)	—	546
Salobo	665	(257)	(3)	—	(1)	—	404
Sossego	165	(82)	—	(3)	—	—	80
Outros	70	—	(1)	(7)	—	—	62
Outros⁵	(125)	(38)	127	—	—	3	(33)
Brumadinho e descaracterização de barragens	—	—	(97)	—	—	—	(97)
Despesas não recorrentes	—	—	—	—	—	—	—
Outros ⁶	—	—	(192)	(37)	—	—	(229)
Total	8.119	(4.790)	(212)	(123)	(71)	192	3.115

¹ Excluindo depreciação, exaustão e amortização. ² Incluindo cobre e subprodutos das operações de níquel. ³ A partir do 3T24, o EBITDA de PTVI passa a ser incluído como "EBITDA de Coligadas & JVs" em "Outros". ⁴ Incluindo subprodutos das operações de cobre. ⁵ Inclui um ajuste de US\$ 167 milhões no 1T25 para refletir o desempenho das transações de streaming à preços de mercado. Este ajuste será realizado até que os valores recebidos nas transações de streaming sejam totalmente reconhecidos no EBITDA ajustado do negócio. Com base nas projeções atuais para os volumes e preços das commodities, o reconhecimento total será realizado em 2027. ⁶ Incluindo US\$ 26 milhões de despesas não alocadas da Vale Base Metals Ltd ("VBM") no 1T25. Considerando as despesas não alocadas, o EBITDA da VBM foi US\$ 528 milhões no 1T25.

Resultados por segmento 1T24

US\$ milhões	Receita Líquida	Custos ¹	SG&A e outras ¹	P&D ¹	Pré operacionais e de parada de operação ¹	EBITDA Coligadas e JVs	EBITDA Ajustado
Soluções de Minério de Ferro	7.025	(3.552)	(64)	(83)	(64)	197	3.459
Finos	5.292	(2.703)	(49)	(70)	(51)	88	2.507
Pelotas	1.585	(739)	6	(1)	(5)	36	882
Outros minerais ferrosos	148	(110)	(21)	(12)	(8)	73	70
Metais para Transição Energética	1.434	(1.137)	6	(51)	(1)	6	257
Níquel ²	836	(773)	(24)	(21)	(1)	—	17
Sudbury	477	(397)	(5)	(12)	—	—	63
Voisey's Bay & Long Harbour	146	(172)	(4)	(4)	—	—	(34)
Refinarias Autônomas	228	(234)	—	—	—	—	(6)
Onça Puma	—	(40)	(4)	(1)	(1)	—	(46)
PTVI (histórico)	230	(170)	—	(2)	—	—	58
Outros	(245)	240	(11)	(2)	—	—	(18)
Cobre³	639	(329)	(3)	(23)	—	—	284
Salobo	502	(238)	(2)	(2)	—	—	260
Sossego	112	(91)	(1)	(3)	—	—	17
Outros	25	—	—	(18)	—	—	7
Outros⁴	(41)	(35)	33	(7)	—	6	(44)
Brumadinho e descaracterização de barragens	—	—	(41)	—	—	—	(41)
Despesas não recorrentes	—	—	(24)	—	—	—	(24)
Outros ⁵	—	—	(190)	(22)	(1)	—	(213)
Total	8.459	(4.689)	(313)	(156)	(66)	203	3.438

¹ Excluindo depreciação, exaustão e amortização. ² Incluindo cobre e subprodutos das operações de níquel. ³ Incluindo subprodutos das operações de cobre. ⁴ Inclui um ajuste de US\$ 67 milhões, aumentando o EBITDA ajustado no 1T24, para refletir o desempenho das transações de streaming à preços de mercado. Este ajuste será realizado até que os valores recebidos nas transações de streaming sejam totalmente reconhecidos no EBITDA ajustado do negócio. Com base nas projeções atuais para os volumes e preços das commodities, o reconhecimento total será realizado em 2027. ⁵ Inclui US\$ 47 milhões de despesas não alocadas da Vale Base Metals Ltd ("VBM") no 1T24. Considerando as despesas não alocadas, o EBITDA da VBM foi US\$ 210 milhões no 1T24.



Resultados por segmento 4T24

US\$ milhões	Receita Líquida	Custos ¹	SG&A e outras ¹	P&D ¹	Pré operacionais e de parada de operação ¹	EBITDA Coligadas e JVs	EBITDA Ajustado
Soluções de Minério de Ferro	8.151	(4.099)	(54)	(127)	(80)	217	4.008
Finos	6.503	(3.216)	(24)	(110)	(75)	98	3.176
Pelotas	1.440	(729)	(1)	(3)	(2)	65	770
Outros minerais ferrosos	208	(154)	(29)	(14)	(3)	54	62
Metais para Transição Energética	1.973	(1.419)	64	(79)	(21)	23	541
Níquel²	1.067	(974)	(6)	(35)	(21)	24	55
Sudbury	547	(479)	5	(19)	—	—	54
Voisey's Bay & Long Harbour	195	(225)	(4)	(11)	—	—	(45)
Refinarias Autônomas	259	(236)	—	—	—	—	23
Onça Puma	83	(46)	(1)	—	(6)	—	30
Outros ³	(17)	12	(6)	(5)	(15)	24	(7)
Cobre⁴	964	(387)	(13)	(37)	(1)	—	526
Salobo	809	(289)	(4)	(2)	(1)	—	513
Sossego	225	(98)	—	(4)	—	—	123
Outros	(70)	—	(9)	(31)	—	—	(110)
Outros⁵	(58)	(58)	83	(6)	—	(1)	(40)
Brumadinho e descaracterização de barragens	—	—	(111)	—	—	—	(111)
Despesas não recorrentes	—	—	(214)	—	—	—	(214)
Outros⁶	—	—	(384)	(48)	—	2	(430)
Total	10.124	(5.517)	(700)	(253)	(102)	242	3.794

¹ Excluindo depreciação, exaustão e amortização. ² Incluindo cobre e subprodutos das operações de níquel. ³ A partir do 3T24, o EBITDA de PTVI passa a ser incluído como "EBITDA de Coligadas & JVs" em "Outros". ⁴ Incluindo subprodutos das operações de cobre. Inclui um ajuste de US\$ 113 milhões aumentando o EBITDA ajustado no 4T24, para refletir o desempenho das transações de *streaming* à preços de mercado. Este ajuste será realizado até que os valores recebidos nas transações de *streaming* sejam totalmente reconhecidos no EBITDA ajustado do negócio. Com base nas projeções atuais para os volumes e preços das *commodities*, o reconhecimento total será realizado em 2027. ⁵ EBITDA Outros inclui US\$ 79 milhões de despesas não alocadas da Vale Base Metals Ltd ("VBM") no 4T24. Considerando as despesas não alocadas, o EBITDA da VBM foi US\$ 462 milhões no 4T24.



Anexo 3: Informações adicionais por segmento de negócio

Soluções de Minério de Ferro: Resultados financeiros detalhados

Detalhamento dos volumes, preços, prêmio e receita

	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Volume vendido (mil toneladas métricas)					
Finos ¹	56.762	52.546	8%	69.912	-19%
IOCI	4.596	9.400	-51%	9.287	-51%
BRBF	36.391	25.915	40%	43.890	-17%
<i>Pellet feed</i> - China (PFC1) ²	3.809	2.536	50%	3.585	6%
Granulados	1.679	1.809	-7%	1.535	9%
Produtos de alta sílica	1.957	7.163 ⁴	-73%	852	130%
Outros finos (60-62% Fe)	8.329	5.723 ⁴	46%	10.764	-23%
Pelotas	7.493	9.225	-19%	10.067	-26%
ROM	1.886	2.056	-8%	1.216	55%
Total - Vendas minério de ferro	66.141	63.827	4%	81.196	-19%
Composição dos produtos premium ³ (%)	79%	74%		82%	

	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Preço médio (US\$/t)					
Minério de Ferro - índice 62% Fe	103,6	123,6	-16%	103,4	0%
Minério de Ferro - índice 62% <i>low alumina</i>	103,3	124,0	-17%	103,9	-1%
Minério de Ferro - índice 65% Fe	117,1	135,7	-14%	118,3	-1%
Preço provisório no final do trimestre	101,8	102,0	0%	100,8	1%
Referência de finos de minério de ferro da Vale, CFR (dmt)	102,2	111,9	-9%	101,2	1%
Preço realizado de finos de minério de ferro, CFR/FOB (wmt)	90,8	100,7	-10%	93,0	-2%
Preço realizado de pelotas de minério de ferro, CFR/FOB (wmt)	140,8	171,9	-18%	143,0	-2%
Prêmio de qualidade de finos de minério de ferro e pelotas (US\$/t)					
Qualidade e prêmio de finos minério de ferro	(1,3)	(1,6)	-19%	1,0	-230%
Contribuição ponderada média do negócio de pelotas	3,1	3,8	-18%	3,6	-14%
Prêmio all-in - Total	1,8	2,2	-18%	4,6	-61%
Receita de vendas, líquida, por produto (US\$ milhões)					
Finos	5.154	5.292	-3%	6.503	-21%
ROM	29	27	7%	18	61%
Pelotas	1.055	1.585	-33%	1.440	-27%
Outros	137	121	13%	190	-28%
Total	6.375	7.025	-9%	8.151	-22%

¹ Inclui compra de terceiros. ² Produtos concentrados nas instalações chinesas. ³ Finos de Brazilian Blend (BRBF), Carajás (IOCI), pelotas e *pellet feed*. ⁴ Valores históricos revisados



Volumes vendidos por destino – Finos, pelotas e ROM

mil toneladas métricas	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Américas	8.887	9.785	-9%	8.773	1%
Brasil	8.160	8.762	-7%	7.453	9%
Outros	727	1.023	-29%	1.320	-45%
Ásia	50.438	46.872	8%	64.663	-22%
China	39.635	37.406	6%	52.404	-24%
Japão	4.834	5.065	-5%	6.270	-23%
Outros	5.969	4.401	36%	5.989	0%
Europa	3.962	3.317	19%	3.362	18%
Alemanha	1.159	776	49%	1.121	3%
França	312	589	-47%	38	721%
Outros	2.491	1.952	28%	2.203	13%
Oriente Médio	1.302	1.407	-7%	2.208	-41%
Resto do mundo	1.552	2.446	-37%	2.190	-29%
Total	66.141	63.827	4%	81.196	-19%

Preços de finos de minério de ferro

Detalhamento do sistema de precificação (%)

	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Defasado	14	14	0%	14	0%
Corrente	61	61	0%	58	5%
Provisório	25	25	0%	28	-11%
Total	100	100	0%	100	0%

Realização de preço

US\$ por tonelada	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Preço referência médio (dmt)	103,6	123,6	-16%	103,4	0%
Qualidade e prêmios ¹	(1,3)	(1,6)	-19%	1,0	-230%
Impacto dos ajustes do sistema de precificação	(0,3)	(10,1)	-97%	(3,1)	-90%
Preços provisórios no trimestre anterior ²	0,7	(3,9)	-118%	(1,9)	-137%
Preços defasados	(0,4)	—	n.a.	(0,3)	33%
Preços correntes	(0,1)	(0,9)	-89%	(0,2)	-50%
Preços provisórios no trimestre atual ³	(0,5)	(5,3)	-91%	(0,7)	-29%
Preço CFR referência (wmt)	102,2	111,9	-9%	101,2	1%
Ajuste de vendas FOB ⁴	(3,1)	(1,8)	72%	(0,3)	933%
Umidade	(8,3)	(9,4)	-12%	(7,8)	6%
Preço da Vale realizado (wmt) ⁵	90,8	100,7	-10%	93,0	-2%

¹ Inclui qualidade (US\$ 0,7/t) e prêmios/descontos e condições comerciais (US\$ -2,0/t). ² Ajuste em função dos preços provisórios registrados no 4T24 em US\$ 100,8/t. ³ Diferença entre a média ponderada dos preços fixados provisoriamente no final do 1T25 em US\$ 101,8/t com base nas curvas futuras e US\$ 103,6/t do preço de referência do 1T25. ⁴ Inclui mecanismos de precificação de frete no reconhecimento de vendas CFR. ⁵ Preço da Vale líquido de impostos.



Custos e despesas de finos de minério de ferro

CPV – 1T25 vs. 1T24

US\$ milhões	1T24	Volume	Câmbio	Outros	Variação total	1T25
Custo caixa C1	1.446	101	(138)	(8)	(45)	1.401
Frete	860	124	–	(38)	86	946
Custos de distribuição	128	10	–	86	96	224
Royalties e outros	269	21	–	(51)	(30)	239
Custos totais antes de depreciação e amortização	2.703	256	(138)	(11)	107	2.810
Depreciação	293	19	(35)	38	22	315,0
Total	2.996	275	(173)	27	129	3.125

Custo caixa e frete

	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Custos (US\$ milhões)					
Custo caixa C1, incluindo custos de compra de terceiros (A)	1.401	1.446	-3%	1.494	-6%
Ajustes de custo de aquisição de terceiros ¹ (B)	340	347	-2%	278	22%
Custo caixa C1 ex- custo de compra de terceiros (C = A – B)	1.061	1.100	-4%	1.216	-13%
Volume de vendas (Mt)					
Volume vendido ² (D)	56,8	52,5	8%	69,9	-19%
Volume vendido de compra de terceiros (E)	6,2	5,6	11%	5,3	17%
Volume vendido das próprias operações (F = D – E)	50,6	46,9	8%	64,6	-22%
Custo caixa C1² FOB (US\$/t)					
Custo caixa C1, ex-custo de compra de terceiros (C/F)	21,0	23,5	-11%	18,8	12%
Custo caixa C1, médio, de compra de terceiros (B/E)	54,8	61,4	-11%	52,6	4%
Custo caixa de minério de ferro (A/D)	24,7	27,5	-10%	21,4	15%
Frete					
Custos de frete marítimo (G)	946	860	10%	1.234	-23%
% de Vendas CFR (H)	90%	85%	5 p.p.	88%	2 p.p.
Volume CFR (Mt) (I = D x H)	50,9	44,5	14%	61,7	-18%
Custo unitário de frete (US\$/t) (G/I)	18,6	19,3	-2%	20,0	-5%

¹ Inclui custos logísticos da compra de terceiros. ² Exclui ROM, royalties e custos de distribuição.

Despesas

US\$ milhões	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
SG&A	14	35	-60%	9	56%
P&D	45	70	-36%	110	-59%
Despesas pré-operacionais e de parada de operação	58	51	14%	75	-23%
Outras despesas	(10)	14	-171%	15	-167%
Despesas totais	107	170	-37%	209	-49%



Soluções de Minério de Ferro: Detalhes dos Projetos

Projetos de crescimento	Capex 1T25	Progresso financeiro ¹	Progresso físico	Comentários
Serra Sul +20 Capacidade: 20 Mtpa Start-up: 2S26 Capex: US\$ 2.844 MM	135	54%	73%	Foi realizada a conexão da Britagem Semi Móvel no sistema produtivo e está prevista a retomada dos testes com carga no 2T25. A montagem da correia transportadora de longa distância está progredindo conforme o planejado. Na usina, as montagens dos prédios da Britagem Secundária e outros edifícios estão sendo montados.
Briquetes Tubarão Capacidade: 6 Mtpa Start-up: 4T23 (Planta 1) 2025 (Planta 2) Capex: US\$ 342 MM	10	93%	96%	A Planta 2 segue com obras de estabilização.
Projetos de manutenção	Capex 1T25	Progresso financeiro ¹	Progresso físico	Comentários
Britador de compactos S11D Capacidade: 50 Mtpa Start-up: 2S26 Capex: US\$ 755 MM	79	51%	69%	A construção do britador primário continua avançando conforme o cronograma. A montagem do britador secundário avançou para 20%.

¹ Desembolso de CAPEX até o final do 1T25 vs. CAPEX esperado.

Projetos sob avaliação

Apolo	Capacidade: 14 Mtpa	Estágio: FEL2
Sistema Sudeste (Brasil)	Projeto de crescimento	
Participação da Vale: 100%	Mina a céu aberto	
Plantas de briquete	Capacidade: Em avaliação	Estágio: 2 plantas em FEL3, 5 plantas em diferentes estágios de FEL.
Brasil e outras regiões	Projeto de crescimento	Decisão de investimento: 2025-2030
Participação da Vale: N/A	Planta de aglomeração a frio	
Minas Itabira	Capacidade: 25 Mtpa	Estágio: projetos em diferentes fases de FEL1 e FEL2
Sistema Sudeste (Brasil)	Projeto de reposição	
Participação da Vale: 100%	Mina a céu aberto	Projetos de cavas, rejeitos e pilhas de estéril voltadas para a manutenção dos volumes de longo-prazo de Itabira
Mega Hubs	Capacidade: Em avaliação	Estágio: Estudo de pré-viabilidade
Oriente Médio	Projeto de crescimento	
Participação da Vale: N/A	Complexos industriais para concentração e aglomeração de minério de ferro e produção de metálicos de redução direta	A Vale continua a avançar nas negociações com players de classe mundial e estuda conjuntamente o desenvolvimento de Mega Hubs.
S11C	Capacidade: Em avaliação	Estágio: FEL2
Sistema Norte (Brasil)	Projeto de reposição	
Participação da Vale: 100%	Mina a céu aberto	
Serra Norte N1/N2¹	Capacidade: 10 Mtpa	Estágio: FEL2
Sistema Norte (Brasil)	Projeto de reposição	
Participação da Vale: 100%	Mina a céu aberto	

¹ O escopo do projeto está em revisão, devido às restrições de licenciamento.



Metais para Transição Energética: Cobre

Receitas e realização de preço

	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Volume vendido					
Cobre (mil toneladas métricas)	61	56	9%	74	-18%
Ouro como subproduto (milhares de oz)	95	85	12%	121	-21%
Prata como subproduto (milhares de oz)	278	188	48%	257	8%
Preço médio					
Preço médio de cobre LME (US\$/t)	9.340	8.438	11%	9.193	2%
Preço médio realizado de cobre (US\$/t)	8.891	7.687	16%	9.187	-3%
Ouro (US\$/oz) ¹	2.944	2.083	41%	2.834	4%
Prata (US\$/oz)	32	24	33%	34	-6%
Receita líquida (US\$ milhões)					
Cobre	541	434	25%	683	-21%
Ouro como subproduto ¹	281	176	60%	342	-18%
Prata como subproduto	9	4	125%	9	0%
Total	830	615	35%	1.034	-20%
Ajustes PPA ²	70	24	192%	(71)	n.a.
Receita líquida depois de ajuste de PPA	900	639	41%	964	-7%

¹ As receitas apresentadas acima foram ajustadas para refletir os preços de mercado dos produtos vendidos relacionados às transações de *streaming*. ² Ajustes de PPA passaram a ser reportados separadamente a partir do 1T24. Em 31 de março de 2025, a Vale precificou provisoriamente as vendas de cobre de Sossego e Salobo totalizando 33.318 toneladas, avaliadas ao preço médio ponderado de US\$ 10.030/t na LME, sujeito à precificação final nos meses seguintes.

Detalhamento dos preços realizados de cobre

US\$/t	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Preço médio de cobre na LME	9.340	8.438	11%	9.193	2%
Ajuste de preço do período atual ¹	(85)	(20)	325%	262	n.a.
Preço realizado bruto de cobre	9.256	8.418	10%	9.455	-2%
Ajuste de preço de períodos anteriores ²	(79)	(210)	-62%	201	n.a.
Preço realizado de cobre antes de descontos	9.177	8.208	12%	9.656	-5%
TC/RCs, penalidades, prêmios e descontos ³	(286)	(522)	-45%	(468)	-39%
Preço realizado médio de cobre	8.891	7.687	16%	9.187	-3%

Nota: Os produtos de cobre da Vale são vendidos com base em preços provisórios, com preços finais determinados em período futuro. O preço médio realizado do cobre exclui a marcação a mercado de faturas em aberto com base na curva futura do preço do cobre (ajustes de preços provisórios não realizados) e inclui os ajustes de preços do período anterior e atual (ajustes de preços provisórios realizados). ¹ Ajuste de preço do período atual: Faturas finais com preços provisórios e liquidadas no trimestre. ² Ajuste de preço de períodos anteriores: Faturas finais de vendas com preços provisórios de trimestres anteriores. ³ TC/RCs, penalidades, prêmios e descontos por produtos intermediários.



Metais para Transição Energética: Níquel

Receitas e realização de preço

	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Volume vendido (milhares de toneladas métricas)					
Níquel	39	33	18%	47	-17%
Cobre	21	20	5%	25	-16%
Ouro como subproduto (milhares de oz)	9	12	-25%	9	0%
Prata como subproduto (milhares de oz)	294	245	20%	224	31%
PGMs (milhares de oz)	56	73	-23%	72	-22%
Cobalto (toneladas métricas)	681	465	46%	700	-3%
Preço médio realizado (US\$/t)					
Níquel	16.106	16.848	-4%	16.163	0%
Cobre	7.983	7.482	7%	8.222	-3%
Ouro (US\$/oz)	3.034	2.051	48%	2.694	13%
Prata (US\$/oz)	31	23	35%	35	-11%
Cobalto	26.434	30.500	-13%	26.575	-1%
Receita líquida por produto (US\$ milhões)					
Níquel	623	557	12%	762	-18%
Cobre	168	153	10%	202	-17%
Ouro como subproduto ¹	27	24	13%	24	13%
Prata como subproduto	9	6	50%	8	13%
PGMs	57	68	-16%	83	-31%
Cobalto ¹	18	14	29%	19	-5%
Outros	9	10	-10%	8	13%
Total	911	832	9%	1.105	-18%
Ajustes PPA ²	58	3	1833%	(37)	n.a.
Receita líquida depois de ajuste de PPA	969	835	16%	1.068	-9%

¹ As receitas apresentadas acima foram ajustadas para refletir os preços de mercado dos produtos vendidos relacionados às transações de streaming. ² Ajustes de PPA começaram a serem reportados separadamente no 1T24.

Detalhamento dos volumes de níquel vendido, preço realizado e prêmio

	1T25	1T24	Δ a/a	4T24	Δ t/t
Volumes (kt)					
Níquel Classe I Superior	23,0	20,8	11%	25,5	-10%
- dos quais: Bateria EV	2,3	0,8	188%	2,1	10%
Níquel Classe I Inferior	6,6	3,5	89%	5,9	12%
Níquel Classe II	8,9	4,4	102%	14,3	-38%
Intermediários	0,4	4,5	-91%	1,5	-73%
Total	38,9	33,1	18%	47,1	-17%
Preço realizado de níquel (US\$/t)					
Preço médio de níquel da LME	15.571	16.589	-6%	16.038	-3%
Preço médio realizado de níquel	16.106	16.848	-4%	16.163	0%
Contribuição para o preço realizado por categoria de níquel:					
Média do prêmio/(desconto) realizado de níquel	535	515	4%	226	137%
Outros ajustes de precificação e timing ¹	1	(256)	n.a.	(101)	n.a.

¹ Compreende (a) os efeitos do período cotacional realizado (baseado na distribuição das vendas nos três meses anteriores, bem como as diferenças entre o preço de níquel da LME no momento da venda e a média de preços da LME), com impacto negativo de US\$ 76/t, e (b) as vendas a preço fixo, com impacto positivo de US\$ 77/t.

Tipo de produto por operação

% das vendas	Atlântico Norte ¹	Matsusaka	Onça Puma
Classe I Superior	73,3	-	-
Classe I Inferior	21,3	-	-
Classe II	4,3	98,7	100
Intermediários	1,1	1,3	-

¹ Compreende as refinarias de Sudbury, Clydach e Long Harbour.



Metais para Transição Energética: Detalhes dos Projetos

Projetos de crescimento	Capex 1T25	Progresso financeiro ¹	Progresso físico	Comentários
2º forno de Onça Puma Capacidade: 12-15 ktpa Start-up: 2S25 Capex: US\$ 555 MM	26	54%	85%	O projeto está progredindo conforme o cronograma e dentro do orçamento. A montagem do forno está em andamento.

¹ Desembolso de CAPEX até o final do 1T25 vs. CAPEX esperado.

Projetos sob avaliação

Cobre		
Alemão	Capacidade: 60-70 ktpa	Estágio: FEL3
Carajás, Brasil	Projeto de crescimento	Decisão de investimento: 2026
Participação da Vale: 100%	Mina subterrânea	115 kozpy de Au como subproduto
Extensão Hub Sul (Bacaba)	Capacidade: 60-80 ktpa	Estágio: FEL3 ¹
Carajás, Brasil	Projeto de reposição	Decisão de investimento: 2T25
Participação da Vale: 100%	Mina a céu aberto	Desenvolvimento de minas para alimentar o moinho de Sossego
Victor	Capacidade: 20 ktpa	Estágio: FEL3
Ontario, Canadá	Projeto de reposição	Decisão de investimento: 2025-2026
Participação da Vale: N/A	Mina subterrânea	5 ktpa de Ni como subproduto; Parceria de JV em discussão
Hu'u	Capacidade: 300-350 ktpa	Estágio: FEL2
Dompou, Indonésia	Projeto de crescimento	200 kozpa de Au como subproduto
Participação da Vale: 80%	Block cave subterrânea	
Paulo Afonso (Hub Norte)	Capacidade: 70-100 ktpa	Estágio: FEL2
Carajás, Brasil	Projeto de crescimento	
Participação da Vale: 100%	Minas e plantas de processamento	
Expansão de Salobo	Capacidade: 20-30 ktpa	Estágio: FEL2
Carajás, Brasil	Projeto de crescimento	Decisão de investimento: 2026 - 2027
Participação da Vale: 100%	Planta de processamento	
Níquel		
CCM Pit	Capacidade: 12-15 ktpa	Estágio: FEL3
Ontario, Canadá	Projeto de reposição	Decisão de investimento: 2025
Participação da Vale: 100%	Mina a céu aberto	7-9 ktpa Cu como subproduto
CCM Ph. 3	Capacidade: 5-10 ktpa	Estágio: FEL3
Ontario, Canadá	Projeto de reposição	Decisão de investimento: 2025
Participação da Vale: 100%	Mina subterrânea	7-13 ktpa Cu como subproduto
CCM Ph. 4	Capacidade: 7-12 ktpa	Estágio: FEL2
Ontario, Canadá	Projeto de reposição	7-12 ktpa Cu como subproduto
Participação da Vale: 100%	Mina subterrânea	
Planta de Sulfato de Níquel	Capacidade: ~25 ktpa	Estágio: FEL3
Quebec, Canadá	Projeto de crescimento	Decisão de investimento: 2025
Participação da Vale: N/A		

¹ Refere-se aos projetos mais avançados (Bacaba e Cristalino).



Anexo 4: Brumadinho, Samarco e Descaracterização de barragens

Brumadinho e Descaracterização de barragens

US\$ milhões	Saldo provisões 31dez24	Impacto EBITDA ¹	Pagamentos	FX e outros ajustes ²	Saldo provisões 31mar25
Descaracterização	2.213	(9)	(79)	217	2.342
Acordos e doações ³	1.970	39	(84)	207	2.132
Total de provisões	4.183	30	(163)	424	4.474
Despesas incorridas	—	67	(67)	—	—
Total	4.183	97	(230)	424	4.474

¹ Inclui o Acordo de Reparação Integral, indenizações individuais, trabalhistas e emergenciais, e os trabalhos de remoção e contenção de rejeitos. ² Inclui a revisão de estimativas para provisões e despesas incorridas, incluindo o efeito da taxa de desconto. ³ Inclui variações cambiais, valor presente e outros ajustes.

Impacto de Brumadinho e Descaracterização desde 2019 até o 1T25

US\$ milhões	Impacto EBITDA	Pagamentos	FX e outros ajustes ²	Saldo provisões 31mar25
Descaracterização	4.976	(2.208)	(426)	2.342
Acordos e doações ¹	9.274	(7.325)	183	2.132
Total de provisões	14.250	(9.533)	(243)	4.474
Despesas incorridas	3.413	(3.413)	—	—
Outros	180	(178)	(2)	—
Total	17.843	(13.124)	(245)	4.474

¹ Inclui o Acordo de Reparação Integral, indenizações individuais, trabalhistas e emergenciais, e os trabalhos de remoção e contenção de rejeitos. ² Inclui variações cambiais, valor presente e outros ajustes.

Desembolso de caixa dos compromissos de Brumadinho e descaracterização^{1 2}

US\$ bilhões	Desembolsado de 2019 até 1T25	2025 (excl. 1T25)	2026	2027	Média anual 2028-2035 ³
Descaracterização	(2,2)	0,4	0,5	0,4	0,2
Acordo de Reparação Integral e outras provisões de reparação	(7,3)	0,8	0,7	0,4	0,2 ⁴
Despesas incorridas	(3,4)	0,3	0,3	0,3	0,2 ⁵
Total	(12,9)	1,5	1,5	1,1	—

¹ Desembolsos de caixa esperado para os períodos de 2024-2035, dado uma taxa de câmbio BRL/US\$ de 5,7422. ² Valores expressos sem desconto a valor presente, líquido de depósitos judiciais e não corrigido pela inflação. ³ Média anual esperada dos desembolsos de caixa para as provisões de descaracterização para os períodos de 2028-2035 é de US\$ 232 milhões por ano. ⁴ Desembolsos relacionados ao Acordo de Reparação Integral terminam em 2031. ⁵ Desembolsos relacionados a despesas incorridas terminam em 2029.

Desembolso de caixa dos compromissos da Samarco¹

US\$ bilhões	Desembolsado	2025 (excl. 1T25)	2026	2027	2028	2029	2030	Média anual 2031-2043
Reparação de Mariana – 100%	48,3	21,9	11,6	6,5	5,9	5,4	5,8	5,1
Contribuição Vale (R\$ bilhões)	—	10,5	5,8	3,2	2,2	1,8	1,4	—
Contribuição Vale ² (US\$ bilhões)	—	1,8	1,0	0,6	0,4	0,3	0,2	—

¹ Valores expressos em termos reais. ² Taxa de câmbio BRL/USD de 5,7422 de 31 de março de 2025.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Carlos Henrique. Ação coletiva e os acionistas minoritários. O Estado de S. Paulo, 14 jul. 2016. Disponível em: <https://opinioao.estadao.com.br/noticias/geral,acao-coletiva-e-os-acionistas-minoritarios,10000062792>. Acesso em: 13 jun. 2025.

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

AMERICANAS S.A. Fato relevante de 11 jan. 2023. Disponível em: <https://ri.americanas.io>. Acesso em: 12 jun. 2025.

AMERICANAS S.A. Timeline – Recuperação Judicial. 2023-2025. Disponível em: <https://ri.americanas.io/recuperacao-judicial/timeline>. Acesso em: 9 jul. 2025.

AMEC – Associação de Investidores no Mercado de Capitais. Brazilian Stewardship Code and Principles. São Paulo, 2016. Disponível em: <https://amecbrasil.org.br/> (versão em inglês via ICGN/ ECGI). Acesso em: 15 ago. 2025.

ANBIMA. Raio X do Investidor Brasileiro – 8ª edição. São Paulo: ANBIMA, 2024. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/data/files/AB/A3/C2/A8/88C76910FCADB769B82BA2A8/Raio-X-do-Investidor-Brasileiro-8-edicao.pdf>. Acesso em: 14 ago. 2025.

ASSAD, E. D. B.; RODRIGUES, F. S. R.; SILVA, K. P. O uso indevido de informações privilegiadas no mercado financeiro e o Direito Penal Econômico. In: ALVARENGA, I. D. M. et al. (org.). Direito penal econômico. [S.l.: s.n.], 2024. p. 156-158.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS – ANBIMA. Diretriz de Suitability nº 1/19. São Paulo, 2019.

B

B3. Quem somos. São Paulo: B3, 2025. Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 8 jul. 2025.

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão. Guia Sustentabilidade e Gestão ASG nas Empresas. São Paulo, 2022. Disponível em: <https://www.b3.com.br/>. Acesso em: 15 ago. 2025.

B3. Regulamento do Novo Mercado. São Paulo: B3, 2023. Disponível em: <https://www.b3.com.br>. Acesso em: 11 jul. 2025.

B3. Relatório de sustentabilidade 2024. São Paulo: B3, 2025.

B3 – BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Book Pessoa Física – 4º Trimestre de 2024. São Paulo: B3, 2024. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/13/92/D5/D7/562179106B8BCB69AC094EA8/Book%20Pessoa%20Fisica%20-%204TRI%202024.pdf>. Acesso em: 14 ago. 2025.

BESSA, Hudson. Abundância de informação e efetividade informacional: uma contribuição para o debate. São Paulo: CFA Society Brazil, 2020. ISBN 978-65-990892-0-6.

BORA INVESTIR. Grupamento de ações da Americanas acontece hoje; saiba como funciona. São Paulo: B3, 27 jul. 2024.

BONAVIDES, Paulo. Curso de Direito Constitucional Econômico. 7. ed. São Paulo: Malheiros, 2022.

BRANDÃO, Carlos Eduardo Lessa. Sustentabilidade e governança corporativa. In: IBGC. Uma década de governança corporativa: história do IBGC, marcos e lições da experiência. São Paulo: Saint Paul; Saraiva, 2006. p. 87-94.

BRASIL. Código de Processo Civil: Lei 13.105, de 16 mar. 2015.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado, 1988.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Perfil e comportamento dos investidores 2023. Brasília: CVM, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/investidor/pt-br/educacional/publicacoes-educacionais/pesquisas/relatorio-perfil-e-comportamento-do-investidor-2023.pdf>. Acesso em: 14 ago. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório da pesquisa sobre percepção dos usuários sobre a plataforma e os dados quantitativos disponibilizados pela CVM – junho de 2020. Brasília: CVM, 2020. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/centrais-de-conteudo/publicacoes/pesquisas/relatorio-pesquisa-sobre-percepcao-dos-usuarios-sobre-a-plataforma-e-os-dados-quantitativos-disponibilizados-pela-cvm-junho-2020>. Acesso em: 14 ago. 2025.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Mercado de valores mobiliários brasileiro. 5. ed. Rio de Janeiro: CVM, 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Relatório Perfil e Comportamento dos Investidores – 2023. Rio de Janeiro: CVM, 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 30, de 15 jun. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 44, de 23 ago. 2021.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 80, de 29 mar. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 135, de 10 jun. 2022.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Resolução CVM nº 160, de 13 jul. 2022.

BRASIL. Justiça Federal da 3ª Região. 6ª Vara Cível Federal de São Paulo. Processo nº 5007526-48.2017.4.03.6100: sentença de 18 jul. 2017 (Ação Popular). São Paulo: JFSP, 2017. Disponível em: <https://www.jfsp.jus.br/documentos/administrativo/NUCS/decisoes/2017-07-18-jbs.pdf>. Acesso em: 14 ago. 2025.

BRASIL. Lei 6.404, de 15 dez. 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações.

BRASIL. Lei 6.385, de 7 dez. 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

BRASIL. Lei 7.913, de 7 dez. 1989. Dispõe sobre a ação civil pública relativa a valores mobiliários.

BRASIL. Lei 7.492, de 16 jun. 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional.

BRASIL. Lei 9.613, de 3 mar. 1998. Dispõe sobre os crimes de lavagem de bens, direitos e valores.

BRASIL. Lei 12.850, de 2 ago. 2013. Define organização criminosa.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. Regulamento do Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos – MRP. São Paulo: BSM, 2024.

BSM SUPERVISÃO DE MERCADOS. O que é MRP? São Paulo, 2024. Disponível em: <https://www.bsmsupervisao.com.br/o-que-e-mrp>. Acesso em: 15 ago. 2025.

C

CÂMARA DE ARBITRAGEM DO MERCADO. Custas e honorários de arbitragem. São Paulo, 2023.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. Nota descritiva da Medida Provisória nº 784/2017. Brasília: Consultoria Legislativa, 2017.

CARAMÊS, Guilherme Bonato Campos. A “securities class action” estadunidense: apontamentos para a construção de um modelo eficaz de tutela coletiva de investidores no Brasil. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal do Paraná, 2017.

CARAMÊS, João Bosco Leopoldino. Responsabilidade civil dos administradores e proteção dos investidores minoritários no mercado de capitais. Revista de Direito Mercantil, v. 155, p. 30-52, 2017.

CARAMÊS, Tiago. Responsabilidade civil no mercado de capitais brasileiro: entraves e perspectivas. São Paulo: Editora Jurídica, 2023.

CARVALHOSA, Modesto. Comentários à Lei de Sociedades por Ações. 6.ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva Jur, 2023. v.2.

COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Comercial. 18. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2024.

COELHO, Fábio Ulhoa. Manual de Direito Comercial. 38. ed. São Paulo: Saraiva, 2023.

COFFEE Jr., John C. Corporate Crime and Punishment: The Crisis of Underenforcement. Oxford: Oxford University Press, 2021.

COFFEE Jr., John C. Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance. Oxford: Oxford University Press, 2006.

COFFEE Jr., John C.; SALE, Hillary A. Securities Regulation. 14. ed. New York: Foundation Press, 2020.

COFFEE Jr., John C. Securities Regulation: Cases and Materials. 14. ed. New York: Foundation Press, 2021.

COMPARATO, Fábio Konder. O poder de controle na sociedade anônima. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). CVM conclui julgamento de processos envolvendo empresas do grupo JBS e seus executivos (31 out. 2023). Rio de Janeiro: CVM, 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/cvm-conclui-julgamento-de-processos-envolvendo-empresas-do-grupo-jbs-e-seus-executivos>>. Acesso em: 14 ago. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Decisão do Colegiado de 18/04/2023 – Apreciação de nova proposta de Termo de Compromisso – PAS 19957.004676/2018-39. Rio de Janeiro: CVM, 18 abr. 2023. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0003/18344-0.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.005388/2017-11 (operações com derivativos de dólar): Relatório do Diretor Relator. Rio de Janeiro: CVM, 26 maio 2023. Disponível em:

<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2023/SEI_19957005388_2017_11.pdf>. Acesso em: 14 ago. 2025.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (Brasil). Resolução CVM nº 45, de 31 de agosto de 2021 (texto consolidado): dispõe sobre o rito dos procedimentos sancionadores. Rio de Janeiro: CVM, 2021. Disponível em: <<https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol045consolid.pdf>>. Acesso em: 14 ago. 2025.

CVM – Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE). Ofício-Circular SRE 02/2019: linguagem acessível e destaque de informações essenciais em documentos de oferta. Brasília, 2019. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/>. Acesso em: 15 ago. 2025.

CONAC, Pierre-Henri; GELTER, Martin. Global Securities Litigation and Enforcement. Cambridge: Cambridge University Press, 2018.

CONSELHO NACIONAL DE JUSTIÇA. Recomendação nº 144, de 24 out. 2023. Diário da Justiça Eletrônico, 25 out. 2023.

CORNERSTONE RESEARCH. Securities Class Action Filings – 2024 Year in Review. San Francisco: Cornerstone, 2025.

CVM. Audiência Pública SDM 05/2023 – Ampliação do MRP. Rio de Janeiro: CVM, 2023.

D

DOMBALAGIAN, Onnig H. Substance and semblance in investor protection. *Journal of Corporation Law*, v. 46, n. 3, p. 617-660, 2021.

E

EIZIRIK, Nelson Laks. Lei das S/A Comentada. v. 2. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

EIZIRIK, Nelson Laks et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ESMA – European Securities and Markets Authority. Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements. Paris, 2022. Disponível em: <https://www.esma.europa.eu/>. Acesso em: 15 ago. 2025.

EUROPEAN UNION. Directive 2014/65/EU (MiFID II). Official Journal of the European Union, 2014.

F

FINRA – FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. Rule 2111 (Suitability). Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/rulebooks/finra-rules/2111>. Acesso em: 9 jul. 2025.

FINRA – FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. Rule 2266 — SIPC Information. Washington, D.C., 2025.

FINRA – FINANCIAL INDUSTRY REGULATORY AUTHORITY. Suitability – Key Topics (FAQ). Disponível em: <https://www.finra.org/rules-guidance/key-topics/suitability>. Acesso em: 9 jul. 2025.

FRC – Financial Reporting Council. The UK Stewardship Code. Londres, 2020 e atualização 2026. Disponível em: <https://www.frc.org.uk/>. Acesso em: 15 ago. 2025.

G

GAGLIANO, Pablo Stolze; PAMPLONA FILHO, Rodolfo. Novo Curso de Direito Civil. 19. ed. São Paulo: Saraiva Jur, 2021.

GORGA, É. A cultura brasileira como fator determinante na governança corporativa. RAUSP, v. 39, n. 4, 2004.

GRAU, Eros Roberto. A ordem econômica na Constituição de 1988. 16. ed. São Paulo: Malheiros, 2023.

H

HARVARD LAW SCHOOL FORUM ON CORPORATE GOVERNANCE. ESG Performance Metrics in Executive Pay. 15 jan. 2024. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/>. Acesso em: 15 ago. 2025.

I

IBGE. Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA): séries históricas 2017-2025. Rio de Janeiro: IBGE, 2025.

INFO MONEY. Justiça homologa plano de recuperação judicial da Americanas (AMER3). São Paulo, 26 fev. 2024.

INFO MONEY. O que é a B3 e como investir na bolsa brasileira. São Paulo, 8 nov. 2022.

INVESTOPEDIA. What happens when a stockbroker goes bust? New York: Dotdash Meredith, 2015.

J

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.

JOTA. Um novo capítulo da arbitragem societária coletiva: o PL 2925/2023. 5 mai 2024. Disponível em: <https://www.jota.info>. Acesso em: 9 jul. 2025.

L

LAMY, Marcelo. Metodologia da Pesquisa Jurídica: técnicas de investigação, argumentação e redação. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

LIMA, Ricardo F. de. Cost-sharing na arbitragem societária: análise econômica das regras de distribuição de despesas. *Revista de Direito Societário e Valores Mobiliários*, v. 11, n. 2, 2024.

LOUGHRAN, Tim; RITTER, Jay R. The new issues puzzle. *The Journal of Finance*, v. 50, n. 1, p. 23-51, 1995.

M

MACHADO, Leonardo Gomes de Aquino. Mercado de Capitais e Proteção ao Investidor. 2. ed. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2023.

MARINONI, Luiz Guilherme; ARENHART, Sérgio Cruz. Comentários ao Código de Processo Civil. v. VI. São Paulo: RT, 2016.

MELLO, Celso Pacheco de. Enforcement administrativo da CVM. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

MINISTÉRIO PÚBLICO FEDERAL. Base de dados ACP-Mercado de Capitais (1990-2024). Brasília: MPF, 2025.

MORAES, Vitor S. de. A arbitragem coletiva como meio de tutela dos direitos de acionistas minoritários de companhias abertas. Dissertação (Mestrado) – PUC-SP, 2020.

N

NASSAR, Gabriel Pacheco. Responsabilidade civil da companhia por danos aos investidores no mercado de capitais em razão de ilícito praticado pela administração. São Paulo: Dialética, 2023.

O

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). G20/OECD Principles of Corporate Governance. Paris: OECD Publishing, 2015 (atual. 2023).

OECD – ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT. OECD/INFE 2023 International Survey of Adult Financial Literacy. Paris: OECD Publishing, 2023. Disponível em: https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2023/12/oecd-infe-2023-international-survey-of-adult-financial-literacy_8ce94e2c/56003a32-en.pdf. Acesso em: 14 ago. 2025.

P

PINHEIRO NETO ADVOGADOS. Third-Party Litigation Funding – Brazil. 8. ed. São Paulo, 2025.

POSNER, Richard A. Economic Analysis of Law. 6. ed. New York: Aspen, 2003.

R

RIBEIRO, José Luiz; JAKOBI, Anelize Lenzi. A análise econômica do direito e a regulação do mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2014.

ROCHA, Ricardo Humberto; CESTARI, Walter; PIELLUSCH, Marcos. Mercado de capitais e bolsa de valores. Santana de Parnaíba: Manole, 2023.

RODRIGUES, Ana Carolina. A responsabilidade civil dos administradores de companhias abertas não financeiras por danos causados à sociedade e aos acionistas. 2011. Dissertação (Mestrado) – FGV-Direito SP.

S

SANTOS, Juliana Flávia. A vulnerabilidade do acionista de varejo. Revista de Direito das Sociedades e dos Valores Mobiliários, v. 14, n. 2, p. 55-92, 2024.

SEC – U.S. Securities and Exchange Commission. Form 4: Statement of Changes in Beneficial Ownership. Washington, D.C., 2023–2025. Disponível em: <https://www.sec.gov/>. Acesso em: 15 ago. 2025.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – SEC. Annual Report 2023. Washington, D.C., 2024.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – SEC. Press Release 2016-194 – Weatherford International to pay USD 140 million for accounting fraud. Washington, D.C., 27 set. 2016.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION – SEC. Rules of Practice and Rules on Fair Fund and Disgorgement Plans. Washington, D.C., 2019.

SELAN, Beatriz. Mercado financeiro. Rio de Janeiro: SESES, 2014.

SILVA, Alexandre Luiz Costa. Governança corporativa e sucesso empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma. São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVA, César Augusto Tibúrcio; FERNANDES, José Lúcio Tozetti. Legibilidade dos Fatos Relevantes no Brasil. RAC-Eletrônica, Curitiba, v. 3, n. 1, p. 142-158, jan./abr. 2009. Disponível em: https://arquivo.anpad.org.br/periodicos/arq_pdf/a_818.pdf. Acesso em: 14 ago. 2025.

SIPC – SECURITIES INVESTOR PROTECTION CORPORATION. How a liquidation works. Washington, D.C., 2025. Disponível em: <https://www.sipc.org>. Acesso em: 9 jul. 2025.

T

TAVARES, André Ramos. Curso de Direito Constitucional Econômico. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2022.

TIROLI, Luiz Gustavo; BECHARA, Matheus Toledo; ALFAYA, Natália Maria Ventura da Silva. A responsabilidade civil das empresas de capital aberto: uma perspectiva de proteção aos acionistas minoritários. Revista Jurídica UNIGRAN, v. 22, n. 43, p. 188, 2020.

U

UNITED STATES. Federal Rules of Civil Procedure, Rule 23. Washington, D.C.: U.S. Government Printing Office, 2025.

UNITED STATES. Sarbanes–Oxley Act of 2002. Pub. L. 107-204, 30 jul. 2002.

UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. Regulation Best Interest — Rule 15l-1. Washington, D.C., 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/final/2020/34-88655.pdf>. Acesso em: 13 jun. 2025.

UNITED STATES DISTRICT COURT (SDNY). In re Petrobras Securities Litigation. Settlement Order, 6 jul. 2018.

V

VALE S.A. Relatório Trimestral – 1T25. Rio de Janeiro, 24 abr. 2025.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc; WAKSMAN, Muriel; VERGUEIRO, Carlos Eduardo (org.). Aspectos da Teoria Geral do Mercado de Capitais. São Paulo: Dialética, 2024.