



ARGUCIA
CAPITAL MANAGEMENT

Relatório de Stewardship 2025

Preservação de Capital e Renda

Sumário

Introdução	2
Sobre a Argucia	4
Stewardship por Classes de Ativos	5
Política de Exercício de Direito de Voto em Assembleias	6
Administração de Conflito de Interesses	7
Monitoramento das Empresas Investidas	8
Aspectos ASG	11
Política de Engajamento Coletivo	12
Estudos de Caso	13
Anexos	35

Introdução

Para fins do Código AMEC de Princípios e Deveres dos Investidores Institucionais, Stewardship é o cuidado na gestão e o monitoramento dos valores mobiliários detidos por beneficiários finais, os clientes. A gestão de recursos é atividade que exige confiança e essa se consolida com adoção de práticas de stewardship.

O presente relatório tem por objetivo atender ao estabelecido pelo Código, que possui um conjunto de 7 princípios e orientações sobre a melhor forma de atender ao dever fiduciário dos investidores institucionais, para com seus beneficiários finais, conforme segue:

- ◆ Implementar e divulgar programa de Stewardship;
- ◆ Implementar e divulgar mecanismos de administração de conflitos de interesses;
- ◆ Considerar aspectos ASG (ambientais, sociais e governamentais) nos seus processos de investimentos e atividades de Stewardship;
- ◆ Monitorar os emissores de valores mobiliários investidos;
- ◆ Ser ativos e diligentes no exercício dos seus direitos de voto;
- ◆ Definir critérios de engajamento coletivo; e
- ◆ Dar transparências às suas atividades de Stewardship.

A Argucia reafirma seu compromisso de exercer a gestão responsável dos investimentos por meio de um Programa de Stewardship robusto, alinhado aos sete princípios do Código Brasileiro de Stewardship. O plano para 2026 abrange a criação de KPI de governança, integração de fatores ASG na análise de risco-retorno e engajamento sistemático com as companhias investidas. **A supervisão direta do Programa cabe ao Diretor de Risco & Compliance**, garantindo independência e accountability na implementação das ações estratégicas e na prestação de contas. Dessa forma, buscamos preservar e criar valor de longo prazo para nossos cotistas, contribuindo, simultaneamente, para o desenvolvimento sustentável do mercado de capitais brasileiro. A Política de Direito de Voto da Argucia emprega a abstenção como instrumento deliberado, e não como omissão, em duas situações principais: (i) quando a aprovação de uma matéria possa restringir ou prejudicar eventual direito dos fundos de buscar reparo judicial ou extrajudicial, ou o direito de recesso, contra a companhia ou seus administradores — hipótese que abrange, de forma destacada, a aprovação das contas dos administradores, cuja aprovação sem reserva exonera administradores e membros do Conselho Fiscal de responsabilidade, nos termos do art. 134, §3º, da Lei nº 6.404/76, ressalvados os casos de erro, dolo, fraude ou simulação; e (ii) quando a gestora opta por não endossar uma proposta sem, contudo, opor-se formalmente, de modo a preservar um relacionamento construtivo e de longo prazo com a companhia investida. Todas as demais matérias são votadas a favor ou contra, com divulgação pública no Relatório de Stewardship Anual.

VOTOS AFIRMATIVOS

225

64,8% dos itens

ABSTENÇÕES

103

29,7% dos itens

OPOSIÇÕES

19

5,5% dos itens

** total: 347 itens deliberados em 2025*

Introdução

Das 103 abstenções, 38 (37%) decorrem exclusivamente da aprovação de contas dos administradores e da destinação do resultado do exercício. Essa é a hipótese técnica prevista no art. 134, §3º, da Lei nº 6.404/76: protege a prerrogativa dos fundos de buscar eventual responsabilização, sem representar objeção à gestão. As demais 65 (63%) refletem decisão de não-endosso em matérias específicas, como remuneração de administradores e conselheiros, composição e independência de conselhos, orçamento de capital e operações societárias.

O crescimento das abstenções em relação ao exercício anterior reflete a aplicação consistente dessa política. A abstenção na aprovação das contas dos administradores preserva a prerrogativa dos fundos de pleitear eventual responsabilização, sem representar objeção à gestão ou rompimento do diálogo com a companhia. Trata-se de decisão técnica de preservação de direitos, compatível com a filosofia de engajamento construtivo da Argucia: defendemos os interesses dos cotistas sem antagonizar desnecessariamente as administrações das companhias investidas.

Sobre a Argucia

A Argucia Capital Management é responsável pela Gestão de fundos de investimentos. Nossa missão é ser uma boutique de investimentos focada em agregar valor para a carteira de investimentos dos clientes, de forma consistente, através de investimentos de longo prazo no mercado acionário brasileiro, buscando a excelência no serviço ao cliente. Estabelecida em 2005 no Rio de Janeiro, foi fundada por executivos que trabalhavam juntos desde 1998 na Mellon Brascan Asset Management (hoje BNY Mellon Arx). Contamos com uma equipe de gestão altamente especializada e experiente, responsável pela pesquisa independente e gestão dos investimentos.

Possuímos como filosofia a preservação de capital e renda. Os investimentos são orientados pelo valor da empresa, seu fluxo de caixa futuro, suas práticas de governança corporativa e sua política de distribuição de resultados, guiados por uma sólida, disciplinada, mas flexível análise da capacidade de retorno. No que se refere à preservação do capital, enfatiza-se, cada vez mais, a responsabilidade social, uma vez que os investimentos em empresas que não são socialmente responsáveis estão sujeitos, de forma imprevisível, à interferência governamental e a decisões judiciais adversas. Procuramos defender nossos direitos como acionistas, e desta maneira promover o desenvolvimento de um mercado de capitais mais eficiente e justo entre os investidores no Brasil.

Os valores da empresa são basicamente o foco, a disciplina, a eficiência, a ética e integridade, a satisfação do cliente, o profissionalismo, a excelência no trabalho e a consciência com custo. Colocamos os interesses dos nossos fundos / clientes em primeiro lugar, acima dos interesses da empresa e de seus funcionários.



Processo de Investimento

O processo de investimento da Argucia possui quatro itens a serem observados:

Temas

Geração de ideias de investimento pela identificação de movimentos micro e macroeconômicos que influenciarão o mercado.

Disciplina

Construção de carteiras com foco nos objetivos de investimento de cada veículo de investimento.

Valuation

Não utilizamos filosofia dogmática para encontrar o valor intrínseco. Usamos múltiplos, fluxo de caixa descontado e opções reais, escolhendo a técnica mais apropriada para cada investimento.

Risco

Gestão quantitativa e qualitativa da análise de risco, de forma a atingir a relação ideal de risco e retorno de cada produto de investimento.

Stewardship por Classes de Ativos

Ações

Os Fundos de Investimento em Ações que possuímos sob gestão possuem como público-alvo investidores que tenham um perfil de investimento ativo em bolsa de valores e desejam auferir rentabilidade superior à taxa de juros no longo prazo. Buscamos investir, prioritariamente, em empresas com fundamentos sólidos, resultados pouco correlacionados às condições macroeconômicas de curto prazo e avaliação (valuation) atrativa, bem como que distribuam seus resultados por meio de dividendos. Procuramos manter um diálogo regular e contínuo com os responsáveis pelo relacionamento com investidores e conselhos das empresas em que investimos. As carteiras são construídas, ainda, de forma diversificada, com vistas a minimizar os riscos de liquidez e setorial.

Multimercados

Os Fundos de Investimento Multimercados que gerimos buscam obter retornos superiores à taxa de juros real no longo prazo, e são construídos em torno de uma filosofia, ainda mais exigente, de diversificação de títulos e valores mobiliários e utilização da expertise da equipe na gestão dos riscos de mercado de ativos tradicionais e alternativos.

Imobiliário

O Fundo de Investimento Imobiliário possui como política base realizar investimentos imobiliários de longo prazo, objetivando auferir, prioritariamente, receitas por meio de locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície dos imóveis integrantes do seu patrimônio imobiliário, podendo, inclusive, ceder a terceiros tais direitos, não sendo objetivo direto e primordial obter ganho de capital com a compra e venda de imóveis ou direitos a eles relativos. Sendo que, se os impactos ambientais e sociais, diretos e indiretos, forem bem administrados, os riscos do portfólio do nosso Fundo seriam reduzidos, com maiores taxas de ocupação e crescimento do aluguel. Nossa abordagem não é apenas economizar carbono e energia, é sobre gerenciar nossos riscos e aumentar a eficiência operacional para o benefício em longo prazo dos ocupantes do edifício e, em última instância, dos nossos investidores.

Política de Exercício de Direito de Voto em Assembleias

A Política de Voto prevê que o exercício do direito de voto poderá não ser exercido pela Argucia Capital se estiverem presentes uma das seguintes situações:

1. a assembleia ocorrer em qualquer cidade que não seja capital de Estado e não seja possível voto à distância;
2. o custo relacionado com o exercício do voto não for compatível com a participação do ativo financeiro no Fundo de Investimento;
3. a participação total dos Fundos de Investimento na fração votante na matéria for inferior a 5% (cinco por cento) e nenhum Fundo de Investimento possuir mais que 10% (dez por cento) de seu patrimônio no ativo em questão; e
4. houver situação de conflito de interesse, observado o disposto no item 4 abaixo, ou se as informações disponibilizadas pelo emissor do ativo não forem suficientes, mesmo após solicitação de informações adicionais e esclarecimentos, para a tomada de decisão.

Constituem "Matérias Relevantes Obrigatórias", em que o exercício da Política de Voto é obrigatório:

1. eleição de representantes de sócios minoritários no Conselho de Administração, se aplicável;
2. aprovação de planos de opções para remuneração de administradores da companhia, se incluir opções de compra "dentro do preço" (preço de exercício da opção é inferior ao da ação subjacente, considerando a data de convocação da assembleia);
3. aquisição, fusão, incorporação, cisão, alterações de controle, reorganizações societárias, alterações ou conversões de ações e demais mudanças de estatuto social, que possam, no entendimento da Argucia Capital, gerar impacto relevante no valor do ativo detido pelo Fundo de Investimento; e
4. demais matérias que impliquem tratamento diferenciado;

Processo Decisório de Voto:

Os procedimentos abaixo serão realizados no processo de decisão e formalização de votos:

1. ao tomar conhecimento da convocação da assembleia e da respectiva Ordem do Dia, a equipe de investimentos da Argucia Capital irá se reunir e propor o voto que entender melhor refletir a presente Política de Voto e os interesses dos cotistas dos Fundos de Investimento por ela representados, baseando-se em princípios éticos e profissionais, e analisando eventuais conflitos de interesse;
2. O voto será decidido pela equipe de investimentos, por maioria simples; e
3. O representante da Argucia Capital comparecerá à assembleia e exercerá o direito de voto do respectivo Fundo de Investimento nos termos definidos pela equipe de investimentos.

Caberá à Argucia Capital comunicar aos cotistas de cada Fundo de Investimento as informações referentes aos votos proferidos em conformidade com esta Política de Voto. Esta comunicação poderá ser feita por carta, juntamente com a carta mensal ou separada, e-mail ou comunicado no próprio site.

Administração de Conflito de Interesses

Na análise da matéria da ordem do dia da assembleia geral na qual a Argucia Capital deverá manifestar os votos em nome dos Fundos de Investimento sob gestão, previamente serão verificados eventuais conflitos de interesse entre os Fundos de Investimento e a Argucia Capital, seus sócios e/ou funcionários.

Serão consideradas como potenciais conflitos de interesse as situações nas quais interesses da Argucia Capital, sócios ou funcionários da Argucia Capital possam interferir na capacidade da Argucia Capital de tomar decisões de voto no melhor interesse do Fundo de Investimento. Estas hipóteses não excluem quaisquer outras situações que, no entendimento da Argucia Capital, configurem uma situação de conflito de interesse.

Se a Argucia Capital concluir pela existência de tal potencial conflito, buscará uma solução imediata para que este conflito seja eliminado. Em todos os casos, independentemente de existir ou não conflito de interesse, a Argucia Capital Management deverá sempre exercer o direito de voto no melhor interesse dos Fundos de Investimentos por ela representados. Os Fundos votam em assembleias mesmo que tenham colaboradores que estejam em conselho e qualquer possível conflito é mitigado pela análise específica dos votos.

Identificação	Resolução
As partes afetadas informam sobre quaisquer conflitos de interesse resultantes de atividades dentro ou fora da empresa, laços familiares, pessoais ou qualquer outro motivo.	Busca-se solução imediata para que o conflito seja eliminado. Em todos os casos, a Argucia Capital Management deverá sempre exercer o direito de voto no melhor interesse dos Fundos.

Os Fundos de Investimentos em Participações geridos pela Argucia não investem em empresas nas quais empresas de sócios da Argucia prestem serviços, ou sejam sócios. Caso por algum motivo venha a ser analisada a possibilidade de investimento em participação em empresa que já tenha sido alvo de serviços de coligadas, ou que tenham participações de sócios, este investimento só será realizado se for aprovado pela maioria absoluta dos cotistas do fundo.

Por fim, todos os sócios, empregados e colaboradores da Argucia devem seguir e cumprir nossa Política de Exercício de Direito de Voto, que abrange para a administração de conflitos e interesse. Tal política se encontra disponível em nosso site: www.argucia.com.br.

Em 2025, a única situação de conflito de interesse identificada decorreu do fato de um representante indicado pela Argucia, o Sr. Ricardo Magalhães Gomes, integrar o Conselho de Administração da Westwing Comércio Varejista S.A. Nas matérias submetidas às assembleias da companhia que envolviam sua própria atuação ou eleição, a decisão de voto dos fundos foi avaliada e definida por outros profissionais da Argucia que não integram aquele Conselho, assegurando que o voto refletisse exclusivamente o melhor interesse dos cotistas. Nenhuma outra situação de conflito de interesse foi identificada no período.

Monitoramento das Empresas Investidas

Na gestão dos ativos, faz parte do processo de investimento a criação de um bom relacionamento para com as empresas através de seu departamento de relações com investidores e/ou com seus principais executivos. Além disso, participamos de apresentações, conference calls e mantemos conversas regulares com o departamento de relação com investidores e executivos das empresas que investimos.

O processo de monitoramento é contínuo e busca verificar a aderência do investimento e das empresas investidas no que tange a temas, tais como:

- ◆ Política e filosofia de investimento;
- ◆ Tese de investimento;
- ◆ Preservação de capital e renda;
- ◆ Governança corporativa;
- ◆ Finanças;
- ◆ Responsabilidade social e ambiental.

Acreditamos que o ativismo é uma maneira de destravar valor para os cotistas e acionistas e, por isto, é parte integrante da estratégia de investimentos da Argucia Capital Management defender os direitos de seus investidores e cotistas. Representantes indicados pela Argucia e seus sócios já foram conselheiros de São Carlos, Contax, Ipiranga, Valid, Eletrobras, Forjas Taurus, Eletropaulo, Oi, Tegma, entre outros. Atualmente atuamos nos conselhos da Elektro, Neoenergia e Westwing.

Indicadores de Monitoramento e Engajamento:

Em 2025, a Argucia participou de 57 assembleias em 42 companhias, sendo 6 de forma presencial, concentradas nas empresas em que mantém maior proximidade ou assento em Conselho. A atuação não se traduz em endosso automático: em 11 assembleias houve avaliação e voto diferenciados por candidato ou chapa na composição de Conselhos de Administração e Fiscal, e os votos contrários concentraram-se em três eixos: a defesa de mecanismos de proteção ao acionista minoritário (voto pela manutenção da oferta pública por participação relevante na Brava Energia), a oposição a reestruturações de capital potencialmente diluidoras (criação de novas classes de ações preferenciais na Eletrobras e na Localiza) e o escrutínio da composição de conselhos e da remuneração da administração (JBS, Embraer). Além do voto, a Argucia exerceu seu direito de indicação de candidatos: em março de 2025, indicou formalmente à Vale dois candidatos ao Conselho Fiscal para o mandato 2025-2026, indicações que foram aceitas pela companhia, refletidas no Boletim de Voto a Distância e submetidas à eleição na AGO de 30 de abril e eleitas pela assembleia. No grau mais elevado de engajamento, a Argucia ocupa assento em três Conselhos de investidas e, em 2025, obteve dois resultados concretos por meio de engajamento coletivo. Esses indicadores demonstram que o monitoramento se converte em ação efetiva sobre a governança das companhias.

Monitoramento das Empresas Investidas

Indicador	2025	Observação
Companhias com participação em assembleia	42	derivado do anexo
Assembleias (eventos)	57	inclui AGEs ao longo do ano
↳ Presenciais	6	COELBA, Elektro, Eucatex, Melnick, Multiplan, Westwing
↳ Por Boletim de Voto a Distância	51	
Itens deliberados votados	347	
↳ A favor	225 (64,8%)	
↳ Abstenção	103 (29,7%)	
↳ Oposição	19 (5,5%)	
Assembleias com voto diferenciado por candidato/chapa	11	escrutínio individual de conselheiros
Companhias com voto contrário a deliberações	5	Brava, Eletrobras, Embraer, JBS, Localiza
Assentos em Conselhos de investidas	3	Elektro, Neoenergia, Westwing
Engajamento coletivo	2	consulta à CVM (Parecer 97/2026); indicação ao CF da Vale

Esses indicadores se traduzem em ações concretas junto às companhias investidas. O quadro a seguir detalha as principais frentes de engajamento conduzidas em 2025, identificando o tipo de interação, o objetivo perseguido e o resultado ou estado de cada iniciativa.

Tema / Companhia	Tipo de engajamento	Objetivo	Status / Resultado
Direito de preferência e lock-up compulsório (Orizon, Light)	Engajamento coletivo regulatório — consulta conjunta à CVM com a Tempo Capital	Reconhecer a ilegalidade da cláusula de lock-up compulsório em aumentos de capital, quando do exercício do direito de preferência/prioridade	Concluído — Parecer Técnico CVM nº 97/2026, favorável
Brava Energia	Voto em assembleia	Preservar a OPA por atingimento de participação relevante (proteção ao minoritário)	Voto contrário à exclusão da cláusula
Westwing	Assento no Conselho de Administração	Acompanhar a reestruturação de governança e a criação de valor	Em curso
Elektro e Neoenergia	Assento no Conselho Fiscal	Monitorar governança, estratégia e gestão de riscos	Em curso

Monitoramento das Empresas Investidas

Carteira (eleições e remuneração)	Voto seletivo em assembleias	Avaliar individualmente candidatos a conselho e propostas de remuneração	Diferenciação por candidato/chapa em 11 assembleias
Vale S.A.	Indicação formal de candidatos ao Conselho Fiscal	Assegurar representação de acionistas minoritários no Conselho Fiscal para o mandato 2025-2026	Concluído — indicações aceitas pela Vale e submetidas à eleição na AGO de 30/04/2025

Aspectos ASG

Integração de critérios ambientais, sociais e de governança em todas as etapas do processo de investimento.

Na Argucia Capital Management, a integração de critérios ambientais, sociais e de governança (ASG) é primordial para nosso processo de investimento. Nossa política de análise ASG estabelece diretrizes para avaliar práticas ambientais, sociais e de governança das empresas em que investimos, garantindo que consideramos aspectos como uso de recursos naturais, impacto social e estrutura de governança corporativa. A análise desses critérios nos permite identificar riscos e oportunidades, promovendo decisões de investimento mais informadas e sustentáveis.

Implementamos uma metodologia para incorporar os fatores ASG em todas as etapas do nosso processo de investimento. Isso inclui a seleção de empresas com práticas de ASG, e o engajamento contínuo com as empresas investidas para promover melhorias em suas práticas e monitoramento regular do desempenho ASG.

Nosso objetivo é incentivar práticas empresariais que gerem valor a longo prazo, reduzam riscos e contribuam para um mercado de capitais mais justo e eficiente.

Através de um diálogo ativo e do exercício de nosso direito de voto em assembleias, promovemos práticas de governança que aumentam a transparência e a confiança dos investidores. Estamos comprometidos em medir e relatar o impacto das **nossas** práticas ASG, demonstrando como nossos investimentos não apenas geram retornos financeiros, mas também contribuem positivamente para a sociedade e o meio ambiente. Nesse contexto mais amplo de fatores sociais e de governança, a diversidade, equidade e inclusão vêm ocupando espaço crescente no debate com investidores e companhias. A seguir detalhamos como a Argucia aborda esse tema.

Diversidade, Equidade e Inclusão (DEI). A Argucia avalia aspectos de diversidade, equidade e inclusão na medida de sua materialidade para o valor e o risco de cada companhia investida, e não como critério uniforme de seleção ou exclusão. No eixo de governança, consideramos a diversidade de competências, experiências e perfis no Conselho de Administração e na alta gestão como indicador da qualidade desses órgãos e da robustez dos processos de sucessão e de tomada de decisão. Em nossa atuação de engajamento e voto, priorizamos os temas de DEI cuja conexão com a criação de valor de longo prazo seja demonstrável, evitando métricas desvinculadas do desempenho econômico e da realidade setorial de cada companhia. Essa abordagem assegura transparência aos nossos cotistas quanto ao peso que fatores de DEI têm em nossas decisões de investimento.

Política de Engajamento Coletivo

Ação coordenada com outros investidores para promover governança, transparência e práticas ASG nas empresas investidas.

A política de engajamento coletivo da Argucia Capital Management visa promover práticas sustentáveis e melhorar a governança corporativa das empresas investidas através de ações coordenadas com outros investidores. Focamos em identificar oportunidades de engajamento, participar em grupos de trabalho e fóruns de investidores, e estabelecer parcerias estratégicas. As estratégias incluem o diálogo direto com as empresas, ações conjuntas com outros investidores, e a participação ativa nas assembleias, sempre priorizando critérios ambientais, sociais e de governança (ASG).

Para orientar nossas ações, estabelecemos critérios de engajamento que incluem a relevância e materialidade das questões ASG, o alinhamento de interesses com outros investidores institucionais, pessoas físicas e parcerias estratégicas, e a capacidade de influência baseada na nossa participação significativa nas empresas. Também consideramos o histórico de engajamento das empresas, a transparência e prestação de contas das nossas atividades, e o alinhamento com os princípios do Código Brasileiro de Stewardship e os Princípios para Investimentos Responsáveis (PRI). Adicionalmente, avaliamos o impacto potencial das nossas ações, estabelecendo objetivos claros e mensuráveis para promover melhorias contínuas nas práticas empresariais.

A transparência é realizada com divulgação anual das atividades de engajamento e seus resultados no Relatório de Stewardship. O sucesso é monitorado por métricas específicas e relatórios periódicos, refletindo nosso compromisso com a criação de valor sustentável e um mercado de capitais mais justo e eficiente.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

Este capítulo apresenta dois casos concretos de atuação da Argucia em 2025. O **primeiro** ilustra o stewardship ativo em sua forma mais direta: o engajamento regulatório coletivo junto à CVM, em parceria com a Tempo Capital, sobre a legalidade do lock-up compulsório imposto a acionistas minoritários no exercício do direito de preferência: uma questão sistêmica com impacto potencial em todo o mercado de capitais brasileiro. O **segundo** acompanha as implicações estratégicas e fiduciárias da adoção de inteligência artificial no ambiente corporativo e parte do monitoramento contínuo de tendências que afetam as empresas investidas.

Consulta à CVM: Restrição à Negociação no Exercício do Direito de Preferência

Em 7 de novembro de 2025, a Argucia Capital Management e a Tempo Capital Gestão de Recursos submeteram formalmente à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) consulta sobre a legalidade da cláusula de lock-up compulsório aos acionistas que participam de aumentos de capital, exercendo o direito de preferência ou de prioridade. Em junho de 2026, a CVM respondeu por meio do Parecer Técnico nº 97/2026-CVM/SEP/GEA-2, reconhecendo que tal prática viola o princípio da livre negociabilidade das ações e não pode ser imposta de forma não voluntária aos acionistas existentes.

O Direito de Preferência e o Lock-Up

O direito de preferência é um dos direitos essenciais do acionista, previsto no artigo 109, inciso IV, da Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404/76). Ele garante ao acionista a prerrogativa de participar de um aumento de capital na proporção de sua participação existente, preservando sua posição econômica e seus direitos políticos na companhia.

O lock-up, isto é, a restrição temporária à negociação de ações, é instrumento legítimo e recorrente no mercado quando adotado voluntariamente. Quando assumido por controladores ou administradores, demonstra compromisso com a continuidade da gestão. Quando aceito por novos investidores âncora em ofertas públicas, evita arbitragens com o preço de subscrição. Nesses contextos, sua utilização não é controversa. O problema surge quando o lock-up é imposto, de forma não voluntária, a acionistas que estão exercendo seu direito de preferência ou prioridade: nesse cenário, o lock up cria uma assimetria de direitos entre as ações de titularidade do antigo acionista e, no limite, pode impedir ou desestimular esse acionista de manter sua participação acionária relativa na Companhia.

Os Casos Concretos

Em 2025, foi observada no mercado de capitais brasileiro a imposição de restrições à negociação em operações de aumento de capital que previam o exercício do direito de preferência ou prioridade por parte dos acionistas existentes. Dois casos ilustram o problema de forma concreta. Um terceiro caso, de estruturação distinta, evidencia que a solução existe e é operacionalmente viável.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

Orizon Valorização de Resíduos S.A.

A Orizon realizou uma oferta pública de emissão de ações ordinárias na qual foi assegurado aos acionistas existentes o direito de prioridade na subscrição. No entanto, o regulamento da oferta condicionou a participação de todos os subscritores, sem distinção, a um período de restrição à negociação (lock-up) de dois anos contados da data de divulgação do anúncio de início da oferta. Os acionistas que exercessem seu direito de prioridade receberiam, portanto, ações ordinárias sujeitas a essa restrição, que os impedia de oferecer, vender, alugar, dar em garantia ou de qualquer outra forma alienar os papéis pelo período estipulado. Como mecanismo de controle, o regulamento exigia que cada acionista autorizasse seu agente de custódia a depositar as ações em carteira específica na Central Depositária da B3, mantida exclusivamente para esse fim. A restrição não foi negociada com os acionistas existentes nem decorreu de qualquer acordo voluntário, tendo sido imposta como condição de adesão obrigatória para a participação na oferta.

Light S.A.

O segundo caso apresentou o mesmo problema em circunstâncias ainda mais graves. A Light S.A., companhia em recuperação judicial, anunciou em maio de 2026 uma capitalização de no mínimo R\$ 1 bilhão e no máximo R\$ 1,5 bilhão, a ser realizada por subscrição privada destinada exclusivamente aos seus atuais acionistas. O regulamento da operação previa que todas as novas ações emitidas estariam sujeitas a um lock-up escalonado de até 30 meses, com liberação gradual: no primeiro mês, nenhuma ação poderia ser negociada; a partir do sexto mês, 15% seriam liberados a cada semestre, totalizando 60% ao final do 24º mês; os 40% restantes seriam liberados apenas no 30º mês. Esse cronograma se aplicava indistintamente a todas as novas ações, inclusive às subscritas pelos acionistas do free float no exercício do direito de preferência. Por se tratar de uma oferta privada exclusiva para acionistas já existentes, não havia qualquer novo investidor externo que pudesse justificar a restrição como mecanismo de proteção contra arbitragem: o lock-up incidia sobre quem já detinha ações da companhia e estava simplesmente mantendo sua participação proporcional por meio de um direito que a lei lhes assegura. Diante da iminência da operação, foi solicitado à CVM tratamento urgente na análise da consulta.

Cosan S.A.

Para sustentar o argumento de que as estruturas da Orizon e da Light eram irregulares, as Consulentes apresentaram o caso da Cosan S.A. como evidência de que existe uma solução operacionalmente viável. Em setembro de 2025, a Cosan realizou um aumento de capital por meio de duas ofertas públicas distintas e separadas. A primeira oferta, destinada ao público geral e a investidores âncora, emitia até 1,45 bilhão de ações sujeitas a lock-up: 50% das ações subscritas por não-âncoras ficavam bloqueadas por dois anos; os investidores âncora aceitaram lock-up de quatro anos em 50% de sua posição; e o saldo remanescente de todas as ações da primeira oferta ficava sujeito a lock-up de 100 dias. Essa primeira oferta não conferia direito de

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

prioridade aos acionistas existentes. A segunda oferta, emitindo até 550 milhões de ações, era destinada exclusivamente aos acionistas titulares de ações da Cosan no fechamento do pregão de 19 de setembro de 2025, com concessão plena do direito de prioridade. O regulamento declarava expressamente que as ações emitidas no âmbito dessa segunda oferta não estariam sujeitas a qualquer lock-up. A Cosan, ao separar os dois regimes em ofertas distintas, demonstrou que lock-up e direito de prioridade são institutos compatíveis desde que não se imponha um como condição do outro.

A estrutura da Cosan, contudo, não está imune a críticas, e dois pontos merecem registro. O aumento foi dividido em duas tranches, e o direito de prioridade recaiu apenas sobre a segunda, de até 550 milhões de ações. A primeira oferta, de até 1,45 bilhão de ações, concentrou a maior parte do capital captado e foi destinada ao controlador e aos investidores âncora, sem prioridade aos acionistas existentes. A prioridade assegurada ao minoritário foi, assim, desproporcional ao tamanho do aumento: ele pôde acompanhar de forma proporcional apenas a fatia menor, o que produziu diluição. Para o ponto que aqui interessa, a separação entre lock-up e prioridade, a Cosan serve de referência. Como modelo de proteção integral ao direito de preferência, não.

A Consulta à CVM

Diante desses casos, a Argucia Capital Management e a Tempo Capital Gestão de Recursos submeteram, em 7 de novembro de 2025, consulta formal à CVM (Processo nº 19957.016550/2025-36), representadas pelo escritório Manhães Martins Sociedade Individual de Advocacia. A consulta buscava orientação sobre o regime jurídico aplicável ao exercício do direito de preferência e do direito de prioridade em aumentos de capital que impõem lock-up aos subscritores. Dois quesitos foram submetidos à autarquia:

A - Em emissão de novas ações por uma companhia aberta, as ações subscritas pelos atuais acionistas que participam do free float, no exercício do direito de preferência ou direito de prioridade, podem estar submetidas a períodos de restrição à negociação (lock-up)?

B - Há alguma diferença, em relação à conclusão do item A, caso as ações tenham sido emitidas em uma oferta pública ou oferta privada, destinada apenas aos atuais acionistas do emissor?

O Parecer Técnico da CVM

Em 10 de junho de 2026, a CVM emitiu o Parecer Técnico nº 97/2026-CVM/SEP/GEA-2, assinado pela Superintendência de Relações com Empresas (SEP). A resposta foi favorável à posição das Consulentes em ambos os quesitos. O fundamento central é o princípio da livre negociabilidade das ações, estabelecido no artigo 36 da Lei nº 6.404/76. A CVM concluiu que restrições temporais à negociação não podem ser impostas de modo não voluntário a acionistas no exercício do direito de preferência ou prioridade, independentemente de a oferta ser pública ou privada.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

Opinião Argucia — Lock-Up Compulsório e Direito de Preferência: os Limites da Liberdade Estrutural nas Ofertas de Capital

Em 2025, a Argucia Capital Management identificou uma prática que distorce o sentido dos direitos de preferência e prioridade: a imposição de lock-up como condição obrigatória para participar da subscrição de aumentos de capital. A prática é ilegal, e a razão fica clara num teste direto.

Lock-up negociado é legítimo. Num IPO ou num follow-on, é comum que um acionista relevante ou um investidor âncora voluntariamente submeta-se a restrições à negociabilidade de suas ações por um período. Faz sentido. Há contrapartida, há duas partes e há consentimento. A trava é resultado de uma negociação livremente aceita por quem a assume.

O direito de preferência é outra coisa. Ele pertence a todo acionista, por força de lei, sem negociação e sem contrapartida. **Impor lock-up como condição do seu exercício é pegar uma trava que só faz sentido entre duas partes que negociam e estendê-la, de forma compulsória, a um terceiro que não participou da negociação. O acionista existente não está ingressando em uma posição nova que justifique a restrição. Está apenas mantendo a participação que já detinha.**

A distinção determinante está na autonomia privada. O acionista pode decidir ficar com as ações pelo tempo que quiser. O que não se admite é obrigá-lo a ficar. Liberdade de permanecer não é o mesmo que dever de permanecer, e o vício não está na duração da trava. Está na sua obrigatoriedade. Um lock-up compulsório retira do acionista a escolha econômica que o direito de preferência deveria preservar.

A consequência é direta. Ações sujeitas a restrição de negociação não são o mesmo ativo que ações de livre circulação. O emissor que impõe essa condição entrega ao acionista algo inferior ao que a lei lhe garante, sob a aparência de preservar o direito do acionista.

A objeção de que o acionista pode não ter caixa, assim como pode ter restrição de liquidez, e que isso faz parte da vida, confunde duas coisas distintas. Precisar de dinheiro é intrínseco ao direito de preferência: subscrever exige pagar, e essa exigência recai igualmente sobre todos, inclusive o controlador, que também desembolsa e recebe a mesma ação livre. O lock-up não é intrínseco a nada. É restrição que o controlador acrescenta, e a preferência funciona sem ela. A falta de caixa apenas limita a capacidade de exercer um direito que permanece íntegro. O lock-up altera o próprio ativo recebido, e sem contrapartida. Há ainda uma assimetria que a forma de regra igual esconde: a trava recai sobre todos que subscrevem, mas só pesa de um lado, porque o controlador é dono de longo prazo e não pretendia vender, ao passo que o institucional tem resgates, rebalanceamento e hedge a atender.

Há também a compensação. **Quem aceita um lock-up dessa natureza costuma ser compensado por ele, com acordo de acionistas, assento no Conselho ou outros benefícios que não aparecem nas condições do aumento de capital. Esses benefícios tendem a ficar com o controlador, e o minoritário que exerce a preferência não recebe nenhum deles. Recebe apenas a ação travada. O argumento de que sempre se pode deixar de subscrever prova demais, pois legitimaria qualquer exigência do controlador, até a renúncia ao voto. A preferência existe justamente para conter esse uso do poder de estruturar a oferta.**

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

A Argucia acompanhou os casos da Orizon Valorização de Resíduos S.A. e da Light S.A., detalhados anteriormente. As estruturas adotadas em ambas as operações não são compatíveis com os direitos que a lei assegura aos acionistas existentes. O caso da Cosan S.A., também detalhado neste relatório, mostra que o lock-up e o direito de prioridade podem ser separados em ofertas distintas, sem que um se imponha como condição do outro.

Seção 1: O Direito de Preferência como Pilar da Proteção ao Minoritário

1.1. Natureza e Fundamento do Direito

O direito de preferência não é uma concessão do emissor ao acionista: é um direito que a lei qualifica como essencial e que, por essa razão, não pode ser suprimido nem deturpado por deliberação assemblear ou por regulamento de oferta. O artigo 109 da Lei das Sociedades por Ações é categórico ao elencar o direito de preferência ao lado de outros direitos inafastáveis, como o direito ao voto e o direito de participar dos lucros, cuja restrição depende de autorização legal expressa e específica.

A doutrina é precisa sobre a função desse direito. Como observa Nelson Eizirik, seu objetivo é permitir ao acionista a manutenção de sua posição acionária por ocasião do aumento de capital, com repercussões tanto nos direitos patrimoniais quanto nos direitos políticos. Um acionista que não consegue acompanhar um aumento de capital na proporção de sua participação tem sua influência progressivamente reduzida na eleição do conselho, na formação de blocos para exercício de direitos de minoria e na própria capacidade de fiscalização da administração. A proteção conferida pelo direito de preferência é, portanto, simultaneamente econômica e política.

1.2. O Direito de Preferência e o Direito de Prioridade

A Lei das S.A. e a regulação da CVM operam com dois institutos distintos, frequentemente confundidos. O direito de preferência, previsto no artigo 171 da Lei nº 6.404/76, é amplo: assiste a todos os acionistas em qualquer aumento de capital, salvo nas hipóteses taxativas do artigo 172, que se limitam a situações de colocação em bolsa, subscrição pública ou permuta em oferta pública de aquisição de controle. O direito de prioridade, por sua vez, é um instituto criado pela Resolução CVM nº 160/2022, em seu artigo 53, para situações específicas de oferta pública com restrição de público-alvo que implique risco de diluição para os acionistas existentes. Nesses casos, a própria resolução exige que a prioridade seja concedida sem quaisquer restrições.

Essa distinção é relevante porque o direito de prioridade, por ser mais recente e de origem regulatória, já traz em seu próprio texto a vedação expressa a restrições. O direito de preferência, de origem legal e hierarquicamente superior, deve receber proteção ao menos equivalente. Se a CVM entendeu necessário vedar restrições ao exercício do direito de prioridade de forma explícita, com muito mais razão essa vedação se aplica ao direito de preferência, que é direito essencial do acionista consagrado em lei.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

1.3. A Deturpação do Direito pelo Lock-Up Compulsório

O lock-up imposto sobre ações subscritas no exercício do direito de preferência não apenas dificulta o exercício desse direito: ele o deturpa em sua essência. A questão não é apenas operacional; é jurídica. Uma ação ordinária sujeita a restrição de negociação, ainda que temporária, não é o mesmo ativo que uma ação ordinária de livre circulação. São ativos economicamente distintos: o primeiro tem liquidez reduzida, valor de mercado potencialmente inferior e impõe ao titular restrições que o segundo não impõe. A essência do direito de preferência é garantir ao acionista a subscrição de um ativo idêntico ao que já detém, novas ações da mesma classe e espécie, com os mesmos atributos. Ao condicionar a subscrição a um lock-up não voluntário, o emissor está, na prática, oferecendo ao acionista um ativo diferente daquele a que tem direito.

Sob essa perspectiva, a deturpação pode operar como forma de supressão indireta do direito de preferência. O direito não é eliminado de modo expresso, mas é esvaziado pela criação de uma condição de liquidez que pode torná-lo impraticável para parcela relevante dos acionistas de mercado. A distorção se acentua quando o emissor fixa um preço de subscrição aparentemente atrativo, abaixo da cotação de mercado, mas acopla a esse preço um lock-up severo capaz de neutralizar ou superar o benefício econômico do desconto. Nessas estruturas, a oferta preserva apenas a aparência formal de inclusão do antigo acionista: o direito subsiste no papel, mas deixa de ser materialmente acessível para quem precisa de liquidez. Em vez de excluir formalmente o acionista, a estrutura da oferta o exclui por meio de uma barreira econômica.

Seção 2: O Lock-Up Legítimo e seus Limites

2.1. O Princípio da Livre Negociabilidade

O artigo 36 da Lei nº 6.404/76 estabelece o princípio da livre negociabilidade das ações como regra geral do direito societário brasileiro. Restrições à circulação de ações são admitidas apenas em situações específicas e sob condições rígidas: o próprio artigo 36 permite que o estatuto de companhia fechada imponha limitações à circulação de ações nominativas, desde que regule minuciosamente essas limitações, não impeça a negociação e não sujeite o acionista ao arbítrio dos órgãos de administração ou da maioria. O parágrafo único do mesmo artigo determina que a limitação criada por alteração estatutária somente se aplica a acionistas que com ela expressamente concordarem.

A mens legis é inequívoca: restrições à negociabilidade são exceção, não regra, e somente se impõem com o consentimento do acionista afetado. Esse princípio é o alicerce do parecer da CVM e o fundamento que torna inadmissível o lock-up compulsório no exercício do direito de preferência, independentemente do tipo de oferta.

2.2. Quando o Lock-Up é Legítimo

O lock-up é instrumento válido e amplamente utilizado no mercado de capitais quando decorre de manifestação voluntária do acionista. Três contextos ilustram sua legitimidade.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

Primeiro, quando assumido voluntariamente por controladores, acionistas de referência ou administradores como sinalização de comprometimento com a companhia após uma oferta pública, prática comum em IPOs e follow-ons no Brasil e no exterior.

Segundo, quando negociado em acordos de acionista como condição para a estruturação de uma parceria ou para a entrada de um investidor estratégico, situação em que todas as partes têm ciência e consentem com a restrição.

Terceiro, quando aceito por novos investidores como condição de participação em uma oferta com desconto ou com vantagens específicas. Os casos dos investidores âncora em ofertas públicas ilustram essa hipótese, na qual o lock-up é a contrapartida por um tratamento preferencial negociado.

O denominador comum de todas essas hipóteses é a voluntariedade. O acionista que se submete ao lock-up o faz por escolha própria, em troca de alguma contrapartida negociada. O que é vedado, conforme os casos da Orizon e da Light ilustram, é a imposição unilateral dessa restrição como condição de adesão obrigatória para o exercício de um direito que a lei já confere ao acionista independentemente de qualquer contraprestação.

Seção 3: O Dilema Fiduciário das Gestoras

3.1. O Dever Fiduciário e suas Dimensões

Gestoras de fundos de investimento em ações operam sob um regime jurídico de dever fiduciário para com seus cotistas que impõe obrigações simultâneas e potencialmente conflitantes. De um lado, a obrigação de proteger o patrimônio do fundo exige participação nos aumentos de capital das companhias em carteira sempre que a não participação implique diluição relevante da posição, em especial quando a oferta é feita a preço de subscrição inferior ao valor de mercado das ações, situação que frequentemente se verifica em operações de capitalização. De outro, a obrigação de gestão prudente da liquidez exige que o fundo mantenha capacidade de honrar pedidos de resgate de cotistas, o que é incompatível com a acumulação de ativos ilíquidos em proporção relevante da carteira.

Em condições normais, essas duas obrigações são compatíveis: a gestora participa do aumento de capital, recebe ações livremente negociáveis e mantém a capacidade de converter esses ativos em caixa quando necessário. O lock-up compulsório rompe esse equilíbrio ao transformar as ações subscritas em ativos ilíquidos por um período que a gestora não negociou e não controla.

3.2. O Conflito Insolúvel

O lock-up compulsório cria para a gestora um conflito insolúvel entre seus próprios deveres fiduciários, sem que haja uma escolha que os satisfaça simultaneamente.

A raiz do conflito está em que o lock-up compulsório retira do investidor institucional uma escolha econômica genuína. Uma ação sujeita a restrição prolongada não é substituto funcional de uma ação listada e livremente negociável: ela impede o rebalanceamento da carteira, o atendimento de resgates de cotistas, operações de hedge e a resposta tempestiva a movimentos de mercado. O instrumento que existe para proteger o acionista contra a diluição passa, assim, a produzir efeito oposto, e força o gestor a optar entre dois resultados igualmente incompatíveis com o seu dever fiduciário.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

Se a gestora participa da oferta, recebe ativos ilíquidos. Em um cenário de resgates concentrados, que tendem a ocorrer exatamente nos momentos de instabilidade que frequentemente motivam as operações de capitalização, a gestora pode ser forçada ao fechamento emergencial para resgates, medida que prejudica indistintamente todos os cotistas do fundo, inclusive aqueles que não solicitaram saída. Esse resultado viola o dever de gestão prudente da liquidez e o dever de agir no melhor interesse coletivo dos cotistas.

Se a gestora não participa, aceita a diluição de sua posição sem contraprestação ou é forçada a recomprar as mesmas ações no mercado secundário a um preço necessariamente superior ao de subscrição, comprometendo o retorno do fundo. Esse resultado viola o dever de proteger o patrimônio dos cotistas.

Não há terceira via. O lock-up compulsório coloca a gestora diante de uma escolha entre duas formas distintas de violar seu dever fiduciário, o que é, por si só, incompatível com o regime jurídico que rege a gestão de recursos de terceiros no Brasil.

Seção 4: O Engajamento Regulatório Coletivo como Instrumento de Stewardship

4.1. Para Além do Engajamento Bilateral

O stewardship institucional é comumente associado ao exercício do voto em assembleias gerais e ao engajamento bilateral entre gestoras e companhias investidas. Esses são instrumentos essenciais, mas insuficientes para endereçar questões de natureza sistêmica, aquelas que não decorrem do comportamento de uma única companhia, mas de uma prática que se replica no mercado e cujo enfrentamento individual pela gestora seria ineficaz ou tardio.

O caso do lock-up compulsório é um exemplo preciso desse tipo de questão. A prática não se limitava a um emissor específico: foi identificada em ao menos dois casos distintos, com estruturas diferentes, em contextos de oferta pública e oferta privada. Pela proximidade no tempo entre os dois casos, havia o fundado receio de que a prática seria normalizada e viraria um “precedente” de mercado. O engajamento bilateral com cada companhia, além de ter efeito limitado ao caso concreto, não endereçaria o problema estrutural: a ausência de uma orientação regulatória clara sobre os limites do que é admissível. O instrumento correto, nesse contexto, é o engajamento com o próprio regulador.

4.2. A Consulta à CVM como Instrumento Sistêmico

A consulta formal à CVM é um mecanismo que permite aos participantes do mercado contribuir ativamente para o desenvolvimento do arcabouço regulatório, submetendo ao regulador questões jurídicas relevantes para orientação pública. Diferentemente de uma reclamação ou denúncia, a consulta não busca a responsabilização de um agente específico: busca uma manifestação do regulador sobre o regime jurídico aplicável a uma situação genérica.

O uso desse instrumento pela Argucia e pela Tempo Capital reflete uma compreensão precisa de que certas questões de proteção ao minoritário somente são efetivamente endereçadas quando o regulador se pronuncia de forma pública e abrangente. Uma gestora que identifica uma prática problemática, fundamenta juridicamente sua posição e a submete formalmente ao regulador está

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

exercendo uma função que vai além da proteção de suas próprias carteiras: está contribuindo para a formação do entendimento regulatório que beneficiará todos os acionistas minoritários que enfrentem situações similares no futuro.

4.3. O Valor do Engajamento Coletivo

A consulta foi submetida conjuntamente pela Argucia e pela Tempo Capital, duas gestoras independentes sem vínculo societário. Essa escolha não foi circunstancial. Questões sistêmicas demandam respostas sistêmicas, e a voz de duas gestoras independentes, articulada de forma coordenada e tecnicamente fundamentada, carrega peso regulatório que iniciativas isoladas dificilmente alcançariam.

O engajamento coletivo entre gestoras independentes é, ademais, um dos princípios do Código Brasileiro de Stewardship, que reconhece a ação coordenada entre investidores institucionais como instrumento legítimo para o enfrentamento de questões que afetam o mercado de capitais de forma ampla. A consulta à CVM sobre o lock-up compulsório é um exemplo concreto desse princípio em operação: duas gestoras com interesses alinhados, mas sem coordenação prévia além do objeto específico da consulta, utilizando um canal regulatório formal para contribuir com o desenvolvimento de uma orientação que serve ao mercado como um todo.

4.4. O Precedente e seu Alcance

O Parecer Técnico nº 97/2026-CVM/SEP/GEA-2 teve efeitos práticos nos casos que o motivaram. Por meio do Ofício nº 38/2026/CVM/SER/GER-2, de 21 de maio de 2026, a CVM comunicou à Orizon Valorização de Resíduos S.A. e ao coordenador da oferta relevante para a consulta a existência de vícios a serem endereçados.

Mas o precedente, além disso, produz efeitos que transcendem os casos que o motivaram.

Ao se pronunciar publicamente sobre a matéria, a CVM fornece ao mercado uma referência regulatória clara: emissores, estruturadores e assessores legais passam a ter ciência de que lock-up compulsório no exercício do direito de preferência ou prioridade é vedado, independentemente do tipo de oferta. Qualquer operação futura que reproduza as estruturas identificadas na consulta estará operando explicitamente contra o entendimento expresso da autarquia.

Esse efeito é especialmente relevante em contextos de recuperação judicial, nos quais a pressão por estruturas de capitalização assimétricas tende a ser mais intensa e o desequilíbrio de poder entre o emissor e os acionistas existentes é mais pronunciado. O caso da Light ilustra com precisão essa vulnerabilidade: uma companhia em situação financeira deteriorada, com urgência de capital, estrutura uma oferta exclusiva para seus próprios acionistas com condições que violam os direitos essenciais desses mesmos acionistas. O parecer estabelece um piso de proteção que deve ser respeitado independentemente das circunstâncias do emissor, e é justamente nesses contextos de maior pressão que a existência de um precedente regulatório claro tem maior valor prático para os minoritários.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

O resultado deste caso confirma que o stewardship proativo, exercido por meio de instrumentos regulatórios e não apenas no âmbito das assembleias, é capaz de produzir mudanças estruturais no mercado. O parecer emitido pela CVM é um resultado coletivo: protege todos os acionistas minoritários que, no futuro, se deparem com tentativas de impor restrições semelhantes ao exercício de seus direitos essenciais.

Seção 5: A Prática Internacional e o Padrão IOSCO

A conclusão da CVM no Parecer Técnico nº 97/2026-CVM/SEP/GEA-2 não é uma inovação isolada do mercado brasileiro. Ela está em linha com os padrões internacionais dominantes de proteção ao acionista em aumentos de capital. Em nenhuma jurisdição de mercado de capitais desenvolvido ou emergente maduro existe prática estabelecida de impor restrição de negociação a acionistas existentes como condição obrigatória para o exercício de um direito de subscrição assegurado em lei. No cenário global, o lock-up é, por definição, instrumento de voluntariedade: sua função pressupõe uma contrapartida negociada, ausente no exercício do direito de preferência.

5.1. O Padrão IOSCO e os Princípios da OCDE e do G20

A IOSCO, organização internacional que reúne os reguladores de mercado de capitais e da qual a CVM é membro, examinou a proteção ao acionista minoritário no relatório Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers, elaborado com a participação de 18 jurisdições, entre as quais Brasil, Estados Unidos, Reino Unido, Alemanha, Austrália, Hong Kong e Japão. O relatório identificou o direito de preferência como o principal mecanismo ex ante de proteção do minoritário contra a diluição abusiva em aumentos de capital, presente por força de lei ou regulação na maioria das jurisdições pesquisadas. Em nenhuma delas o levantamento identificou a prática de lock-up compulsório associado ao exercício desse direito.

Esse achado dialoga diretamente com os Princípios de Governança Corporativa do G20 e da OCDE, revisados em 2023. No Capítulo II, dedicado aos direitos e ao tratamento equitativo dos acionistas, os Princípios reconhecem o direito de preferência como mecanismo de proteção do minoritário. Em suas anotações, o documento o arrola entre as "common provisions to protect minority shareholders that have proven effective" e o classifica como direito ex ante, exercido antes de qualquer violação e voltado a impedir que controladores e administradores conduzam operações em prejuízo dos acionistas não controladores. O princípio II.E, por sua vez, determina que todos os acionistas de uma mesma série de uma classe sejam tratados de forma igual.

À luz desse padrão, o ponto sensível não é uma alteração dos direitos atribuídos às ações, que permanecem iguais em voto e dividendo. É o custo de exercer a preferência. O lock-up compulsório impõe uma restrição de liquidez apenas ao acionista que exerce o direito ex ante de proteção que os Princípios endossam, e a nenhum outro detentor da mesma classe. O mecanismo desenhado para proteger o minoritário contra a diluição passa a onerar, de forma desigual, justamente quem dele se vale para não ser diluído.

5.2. A Livre Negociabilidade no Regime Comparado

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

O princípio da livre negociabilidade das ações, que fundamenta o parecer da CVM, é reconhecido universalmente como pilar do direito societário das companhias abertas. Onde o lock-up existe, ele se dirige a quem detinha participação antes da oferta e dela se beneficia, e não a quem apenas mantém sua posição proporcional. Na União Europeia, a Diretiva 2017/1132 torna o direito de preferência obrigatório nos aumentos por subscrição em dinheiro, admite sua supressão apenas por deliberação qualificada da assembleia e exige tratamento igualitário entre acionistas na mesma posição, sem jamais condicionar o exercício a restrições de negociação. Na Alemanha, as ações emitidas em emissões com direito de preferência são livremente negociáveis após a liquidação. Na França, o lock-up compulsório alcança apenas administradores e fundadores em IPOs, não os acionistas que exercem a preferência, como ilustra o aumento de capital da Air France-KLM subscrito pelos próprios acionistas existentes.

O Reino Unido mantém o regime mais rigoroso: as regras de listagem exigem que as ações admitidas à negociação sejam livremente transferíveis, vedando restrições ao direito de transferência. Nos Estados Unidos, as restrições de revenda alcançam apenas insiders em IPOs, e não os subscritores em rights offerings. Na Austrália, as ações resultantes do exercício do direito de subscrição são livremente negociáveis após a emissão. Em Hong Kong, o lock-up incide apenas sobre controladores no contexto de listagem inicial. Na Índia, a própria regulação prevê expressamente que o lock-in dos promotores não se aplica a rights issues. A única exceção relevante no cenário internacional é Bangladesh e, mesmo ali, a restrição alcança somente diretores e acionistas com 5% ou mais do capital, jamais o free float, exatamente o oposto das estruturas da Orizon e da Light, que recaíam indistintamente sobre todos os subscritores.

Jurisdição	Direito de preferência em lei	Lock-up compulsório no exercício	Norma principal
União Europeia	Obrigatório	Não previsto; incompatível com o tratamento igualitário	Diretiva (UE) 2017/1132
Alemanha	Obrigatório (Bezugsrecht)	Não praticado	Aktiengesetz, §186
França	Obrigatório	Apenas para insiders em IPO	Code de Commerce, L. 225-132
Reino Unido	Obrigatório	Vedado; ações devem ser livremente transferíveis	Companies Act 2006; UK Listing Rules
Estados Unidos	Facultativo (charter)	Restrito a insiders em IPO	SEC Rule 144
Austrália	Obrigatório (ASX)	Não praticado	ASX Listing Rules, Cap. 9
Hong Kong	Obrigatório (HKEX)	Apenas para controladores em IPO	HKEX Listing Rules

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025

Índia	Obrigatório (SEBI)	Expressamente inaplicável a rights issues	SEBI ICDR Regulations
Bangladesh	Obrigatório	Lock-in de 3 anos só para 5%+ e diretores	SEC Rights Issue Rules, 2006
Brasil (após o parecer)	Obrigatório (Lei 6.404/76, art. 171)	Vedado no exercício da preferência	Lei 6.404/76, art. 36; Parecer CVM 97/2026

A circunstância de a companhia enfrentar dificuldade financeira não altera essa conclusão no regime comparado. A Diretiva europeia não admite a derrogação do direito de preferência em razão de dificuldades financeiras, nem mesmo para companhias de importância estratégica; a única via admitida é a supressão formal do direito por deliberação da assembleia, e não a sua deturpação pela imposição de lock-up a quem o exerce. O caso da Light, companhia em recuperação judicial, encontra resposta equivalente fora do Brasil: a urgência de capital não legitima a extração de concessões adicionais dos acionistas existentes.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

Inteligência Artificial: uma visão para Conselhos de Administração e CEO's

IA está na pauta de todo conselho e na mesa de todo CEO. A clareza sobre o problema, não.

A evidência é desconfortável. Quase toda empresa já usa IA. Pouquíssimas convertem isso em vantagem competitiva sustentável. O intervalo entre uso e resultado não é técnico. É governança, execução e alocação de capital. Ou seja, é problema de conselho e de CEO.

Esta série foi escrita para esse leitor. O objetivo não é explicar como a tecnologia funciona. É dar a conselheiros e executivos um arcabouço de decisão e um vocabulário para governar a adoção de IA com disciplina. A pergunta não é qual ferramenta adotar. É como alocar capital, desenhar governança e conduzir execução sob alta incerteza sem destruir valor.

A perspectiva é deliberada. Os artigos foram escritos por quem senta em conselhos e aloca capital, não por quem vende tecnologia. Apoiam-se em mais de 45 estudos do MIT, Stanford, Harvard, Wharton, BCG, McKinsey e OCDE. Falam a língua do conselho. Retorno sobre capital, risco, accountability, disciplina de alocação, preservação de valor no longo prazo.

No fim da leitura, você sai com três coisas que costumam faltar.

Primeiro, as perguntas certas para a administração. Existe um responsável nomeado por cada iniciativa, que responde pelo número real? A empresa mede custo por tarefa aceita, não volume de uso? Há separação formal entre o portfólio de retorno comprovável e o fundo de experimentação? O risco regulatório é tratado como variável de capital?

Segundo, os sinais que separam quem constrói vantagem real de quem só acumula piloto e comunicado de inovação.

E terceiro, as disciplinas a instalar. Governança como engenharia estratégica. Execução que molda a estratégia desde o primeiro dia. Capital alocado em dois portfólios com critérios distintos.

A série tem dois artigos, de autoria de Marcello Adrião Rodrigues¹ e Ricardo Magalhães². O primeiro, "**O Problema**", mostra por que a IA aumenta a produtividade individual, mas raramente aparece no resultado consolidado, e porque esse intervalo é previsível e já se repetiu em eletricidade, computador, ERP e nuvem. O segundo, "**Construindo Soluções**", propõe a arquitetura para atravessar esse vale com vantagem competitiva e fecha com seis dilemas que nenhum framework resolve sozinho e que exigem julgamento executivo.

¹ Sobre o autor: Marcello Adrião — Investidor, conselheiro e ex-executivo com 40 anos de experiência em estratégia, operações, sustentabilidade e alocação de capital. Atuou em empresas de múltiplos perfis e setores, com projetos em 12 países e 13 posições em conselhos e comitês. Tem foco especial na conexão entre governança e impacto socioambiental, investindo em startups de educação básica e apoiando empreendedores capazes de gerar valor econômico, social e ambiental de longo prazo. Foi conselheiro de Estratégia Educacional, Alicerce Educacional e Westwing. É letrista e escritor amador — nos dois sentidos. [LinkedIn](#)

² Ricardo Magalhães é sócio sênior da Argucia Capital Management.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

A mensagem central é simples de dizer e difícil de praticar. Na era da IA, a vantagem não vem de adotar primeiro nem de adotar mais. Vem da qualidade do julgamento, da governança e da disciplina de capital sob incerteza. Essa responsabilidade não se delega. Não a um fornecedor, não a um modelo. É do conselho e do CEO. **Nas páginas seguintes fazemos um resumo da série e os artigos completos estão na parte final deste relatório, como anexos.**

Resumo Parte I — O Problema: Por que a IA não aparece no resultado financeiro

O intervalo organizacional

O primeiro artigo parte de uma constatação que desafia a narrativa dominante sobre inteligência artificial no mundo corporativo. Pesquisas conduzidas por universidades como MIT, Stanford, Wharton e Harvard demonstram, de forma consistente, que a IA gera ganhos reais de produtividade no nível individual: profissionais que a utilizam bem executam tarefas cognitivas entre 15% e 35% mais rápido, com maior qualidade. E, ainda assim, estima-se que 95% das empresas que investiram em IA não conseguem demonstrar retorno financeiro mensurável. O EBITDA não cresce. O retorno sobre capital investido permanece estável ou piora quando se consideram os investimentos realizados. Os projetos não escalam. Essa contradição é o ponto de partida do artigo: como pode uma tecnologia que comprovadamente aumenta a produtividade individual falhar sistematicamente em gerar retorno financeiro para as organizações?

A resposta dos autores é precisa: produtividade é um insumo, não um resultado. Entre o ganho de uma pessoa e o impacto no resultado consolidado da empresa existe o que o artigo denomina um *"intervalo organizacional"*, um conjunto de condições que a maioria das organizações não tem e, mais preocupante, nem reconhece como necessário. Para entender por que esse intervalo existe, é preciso compreender onde e como a IA de fato atua.

Ao contrário do que comunicados corporativos costumam sugerir, a IA não age sobre processos grandes e visíveis. Ela age nas camadas microscópicas do trabalho diário: microtarefas, microdecisões e microatritos que se acumulam ao longo de centenas de fluxos de trabalho simultâneos. O ganho de cada intervenção individual é modesto, quase imperceptível isoladamente. O que muda não é uma tarefa específica, mas a velocidade média com que o trabalho flui pela organização. E é exatamente por isso que o impacto financeiro exige coordenação: microganhos isolados não ressoam sozinhos. Para que se convertam em resultado econômico, precisam de alinhamento entre processos, sistemas e pessoas. Sem essa coordenação, os ganhos se dissipam ou, pior, criam novos problemas em outros pontos do sistema.

Para tornar esse mecanismo concreto, os autores recorrem a uma analogia conhecida: o Waze. O aplicativo de navegação não criou estradas, não acelerou motores e não eliminou o trânsito. Ele eliminou fricções de rota em escala suficiente para mudar o comportamento de uma cidade inteira, mas apenas quando a maioria dos usuários o adota, sabe usá-lo e respeita as sugestões. A falha de coordenação transforma o benefício em caos: em dias de acidentes graves, quando motoristas desconfiam das sugestões e as ignoram, o sistema amplifica os problemas em vez de resolvê-los. O risco, portanto, não é falta de ferramenta. É acoplamento mal desenhado.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

Há ainda uma distinção importante que os autores fazem e que tende a ser ignorada nos comunicados ao mercado: adotar uma ferramenta não é o mesmo que adotar um sistema. Profissionais usando ferramentas de IA no seu dia a dia é uma coisa. Processos redesenhados com métricas integradas e responsabilidades claras é outra inteiramente diferente. Organizações que confundem os dois multiplicam uso sem escalar valor, e é esse equívoco que explica boa parte do paradoxo inicial.

Workshop: quando a IA destrói valor

Quando a coordenação falha e os microganhos não se acumulam de forma produtiva, emerge um fenômeno que os autores descrevem como produtividade negativa. O conceito central aqui é o do *workshop*: quando a IA acelera a produção de conteúdo, análises e relatórios sem melhorar o discernimento sobre o que vale a pena produzir, o gargalo se desloca da execução para a validação. Profissionais seniores passam a gastar tempo crescente revisando entregas de baixa qualidade geradas por colegas ou por sistemas automatizados. Pesquisas da BetterUp Labs e de Stanford quantificam esse custo: até duas horas de retrabalho por incidente, erodindo a produtividade líquida e corroendo a confiança organizacional.

O volume de trabalho aumenta, a qualidade do julgamento cai, e o resultado econômico piora enquanto os indicadores de atividade ficam mais verdes. O que torna esse fenômeno especialmente relevante para o investidor é que ele não é risco futuro nem hipotético. Está acontecendo agora, silenciosamente, em organizações que acreditam estar na vanguarda da adoção de IA. Os comunicados celebram produtividade. Os números contam outra história.

A perspectiva histórica e a Curva J

Essa dinâmica não é nova nem exclusiva da IA. Os autores oferecem uma perspectiva histórica essencial para calibrar expectativas, e para entender o custo de ignorá-las. Nenhuma tecnologia verdadeiramente transformadora gerou impacto financeiro imediato. A eletricidade levou décadas para reorganizar as fábricas, e só o fez quando os processos produtivos foram refundados para explorar a modularidade que ela permitia, não apenas quando motores a vapor foram substituídos por elétricos. O automóvel exigiu quarenta anos de construção de infraestrutura antes de impactar o crescimento econômico de forma mensurável. O computador pessoal surgiu comercialmente em 1981, e o paradoxo da produtividade que ele gerou só foi resolvido nos anos 1990, quando os processos de trabalho foram redesenhados em torno dele. A computação em nuvem, lançada comercialmente em 2006, levou mais de uma década para gerar impacto pleno em grandes corporações. Em todos esses casos, o padrão se repete: as organizações que entenderam que a tecnologia exigia redesenho organizacional, não apenas adoção, capturaram vantagem competitiva duradoura. As que trataram a tecnologia como solução em si mesma destruíram capital enquanto acreditavam estar avançando. A IA não é exceção a esse padrão. É sua versão mais rápida e mais cara de errar.

Os autores descrevem essa trajetória recorrente como a Curva J: um vale inevitável entre o investimento inicial e a inflexão positiva, marcado por ansiedade decisória, coordenação imperfeita e leitura gerencial equivocada dos sinais. Forçar a travessia desse vale por pressão ou ansiedade produz o pior cenário: esforço elevado, resistência silenciosa, métricas enganosas e capital destruído. A alternativa não é lentidão; é ritmo sustentável. O artigo é preciso nesse ponto: o fracasso recorrente da IA nas organizações não é técnico nem temporário. É interpretativo. A tecnologia funciona. O

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

problema está em subestimar a complexidade do sistema que se está redesenhando, e em tentar acelerar além da capacidade cultural e de coordenação da organização.

Para o investidor, o diagnóstico tem uma implicação direta e incômoda. **Organizações que não identificam esse intervalo organizacional tendem a reportar adoção crescente de IA enquanto o retorno sobre capital se deteriora, criando uma assimetria de informação entre o que os comunicados dizem e o que os números mostram. Essa assimetria não é acidental: ela decorre de métricas de atividade que sobem enquanto métricas de produtividade líquida ficam estagnadas ou pioram. Identificar esse descolamento é uma das tarefas mais relevantes de monitoramento de empresas investidas no ambiente atual.** E a pergunta que naturalmente se coloca, após esse diagnóstico, é a seguinte: se o problema é interpretativo, **o que separa as organizações que atravessam a Curva J com vantagem competitiva das que ficam presas no vale?**

Resumo Parte II — Construindo Soluções: Governança, Execução e Alocação de Capital

O segundo artigo parte do diagnóstico estabelecido no primeiro e constrói uma arquitetura de resposta. A tese central é que **a solução para atravessar a Curva J com vantagem competitiva não é tecnológica; é organizacional, e repousa sobre três pilares interdependentes: governança bem desenhada, execução disciplinada e alocação de capital com cautela ativa.**

Governança

O artigo abre com uma afirmação que contraria o senso comum sobre falhas em projetos de IA: **a falha mais comum não é técnica. É a ausência de governança como engenharia estratégica.** Organizações tendem a reagir ao entusiasmo com IA multiplicando ferramentas, pilotos e fornecedores sem antes construir o sistema que deveria sustentar essa aceleração. O resultado é instabilidade operacional, risco reputacional e destruição lenta de valor. Governança, no sentido que os autores propõem, é inventário de iniciativas, métricas comparáveis, responsável nomeado por iniciativa, controle de custos de IA e gatilhos claros para escalar ou encerrar cada projeto. É a infraestrutura que viabiliza a capacidade tecnológica crescer de forma segura.

Os autores identificam três arquiteturas organizacionais típicas, com características e riscos distintos:

Descentralização total

Cada área adota IA à sua maneira, maximizando autonomia local. O resultado é fragmentação, inconsistência e perda de confiança sistêmica. Pesquisas indicam que, nesse cenário, até 90% do uso efetivo de IA ocorre fora dos sistemas corporativos oficiais, por meio de ferramentas pessoais não rastreáveis.

Centralização excessiva

Promete segurança, mas sufoca a experimentação. Mantém as organizações presas em um ciclo de muitos pilotos, poucos projetos escalados e impacto econômico quase nulo, o que os autores chamam de pilot purgatory.

Federalização — modelo preferencial

Liberdade onde o risco marginal é baixo, e rigor onde o risco é sistêmico. Uma arquitetura que preserva velocidade sem abrir mão de controle onde ele realmente importa. Os autores advertem, porém, que a federalização colapsa em descontrole disfarçado quando há baixa maturidade cultural, ausência de

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

confiança entre centro e áreas de negócio ou métricas pouco transparentes. Ela funciona quando as responsabilidades são inequívocas, as métricas são auditáveis e o aprendizado é institucional.

O artigo também trata do risco regulatório como variável econômica, não como externalidade. O AI Act europeu, em vigor desde 2024 e com implementação em etapas até 2028, é apresentado como referência concreta: empresas que precificaram esse risco desde o início ajustaram arquiteturas de dados e processos de auditoria antes da vigência formal; as que trataram regulação como problema futuro enfrentam custo de adequação retroativa, técnico, operacional e reputacional. Governança madura trata o ambiente regulatório como variável de decisão de capital, não como restrição imposta de fora. Vale notar que o próprio AI Act passou por adiamentos no cronograma original, precisamente porque os padrões técnicos necessários para sua implementação não ficaram prontos a tempo. Isso não representa desmonte da regulação; a arquitetura de risco permanece de pé, e quem usou o prazo adicional para se preparar ficou em posição mais defensável.

Execução

O segundo pilar parte de uma inversão da lógica convencional: **em ambientes de alta incerteza como o da IA, a estratégia não precede a execução; ela emerge dela**. Organizações que tratam execução como etapa posterior ao planejamento falham na conversão de capacidade em resultado econômico. Os autores ancoram esse argumento no trabalho de Larry Bossidy e Ram Charan sobre execução estratégica, que documenta, caso a caso, que **organizações bem-sucedidas** não são as que planejam melhor, mas as que **mantêm diálogo permanente entre decisões de capital, realidade operacional cotidiana e responsabilidade individual**.

O artigo traça um paralelo histórico preciso com a difusão de sistemas de gestão integrada nos anos 1990. Empresas que trataram a **implementação como projeto técnico falharam na conversão de funcionalidade em valor**: acreditaram em promessas de redução de quadro que nunca se concretizaram, delegaram a execução a consultores externos e mantiveram processos intactos, esperando que a tecnologia sozinha gerasse eficiência. As organizações que capturaram ganhos sustentáveis fizeram o oposto: redesenharam processos, incentivos e rituais decisórios em paralelo à implementação tecnológica. A IA repete esse ciclo com uma diferença crítica. Sistemas de gestão integrada falhavam devagar, com impacto contido a departamentos específicos. **A IA falha rápido, propaga erros em escala e afeta múltiplas camadas ao mesmo tempo. Isso torna a execução disciplinada não apenas desejável, mas condição de sobrevivência competitiva**.

Nesse contexto, **os autores introduzem dois conceitos operacionais de grande relevância prática**. O primeiro é o **custo por tarefa aceita**, apresentado como o indicador que separa análise real de entusiasmo: não é o volume de pilotos ativos, nem as horas declaradas de uso, nem a taxa de adoção de ferramentas, mas **o custo total de cada unidade de trabalho que a IA entregou e que um profissional validou sem precisar refazer**. Esse número expõe agentes que parecem produtivos, mas geram retrabalho caro, e é o único indicador que captura de forma integrada o ganho e o custo real da automação. O segundo conceito é o que os autores chamam de **AI FinOps: a disciplina de medir custo por modelo, por usuário e por processo, com gatilhos automáticos que interrompem fluxos de trabalho quando custo, erro ou risco ultrapassam limites predefinidos**. Sem esse mecanismo de controle, um agente em ciclo automático pode consumir orçamento indefinidamente sem que

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

ninguém perceba. Uma régua de calibração proposta pelos autores é direta: **para cada real gasto em licença de IA, some de três a cinco reais em computação, revisão humana e integração. Quem orça apenas a licença subestima o custo real em três a cinco vezes.**

Os autores descrevem como essa disciplina de execução se manifesta na rotina de liderança. **Três perguntas** deveriam organizar o que chamam de diálogos de realidade: **o que está funcionando agora**, medido por indicadores operacionais reais e não por narrativa; **onde o risco aumentou em silêncio**, incluindo sinais de workstop, de uso informal de ferramentas fora dos sistemas corporativos e de resistência cultural; e **quais decisões de capital precisam ser revistas antes do fim do trimestre**, com realocação ágil em vez de inércia orçamentária. Organizações fortes em execução estratégica recalibram planos com base em métricas operacionais reais. Esse padrão não é acidental; é arquitetado.

Os autores documentam também os padrões de falha mais recorrentes, com base em pesquisas da McKinsey e do Gartner: escalar antes de estabilizar o piloto, levando automação frágil para produção; confundir taxa de adoção de ferramentas com impacto econômico; medir atividade em vez de produtividade líquida, ignorando o custo oculto de validação e retrabalho; espalhar investimento sem arquitetura de governança clara; e delegar decisões de risco para evitar conflito, bloqueando a correção de rota. Esses padrões não decorrem de incompetência técnica, mas de leitura gerencial equivocada sobre o que separa uso de IA de transformação sustentável.

Alocação de Capital

O terceiro pilar é o mais diretamente relevante para o investidor. Os autores propõem a separação do **investimento em IA em dois portfólios distintos, governados por critérios radicalmente diferentes.** A incapacidade de fazer essa separação é, segundo o artigo, um dos principais fatores que explicam o paradoxo documentado pelo MIT Project NANDA: 98% das organizações usam IA de alguma forma, mas apenas 1% a 5% conseguem transformá-la em vantagem competitiva sustentável.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

Portfólio 1 — Retorno comprovável

70% a 80% do orçamento destinado a IA

Concentra casos de uso com retorno comprovável, predominantemente em operações de retaguarda: automação de processos estruturados, reconciliações financeiras, conformidade regulatória, atendimento interno.

Evidências empíricas apontam reduções anuais de custo entre US\$ 2 e US\$ 10 milhões, ROI entre 25% e 40% e prazo de retorno histórico de 12 a 18 meses.

Sua função estratégica não é apenas gerar retorno direto: é financiar o restante da transformação, criar credibilidade interna e proteger o caixa para a experimentação em domínios de maior incerteza.

Portfólio 2 — Fundo de opcionalidades

5% a 10% do orçamento total

Lógica de potencial de retorno assimétrico em casos de uso de maior incerteza: novos produtos, precificação dinâmica, personalização avançada, apoio à decisão estratégica.

O indicador primário não é retorno financeiro; é aprendizado. A disciplina está em manter o fundo pequeno e explícito, protegido de cobrança prematura de resultados, com critérios claros de quando escalar, ajustar o curso ou encerrar cada iniciativa.

Quando o fundo cresce demais, vira dispersão de capital. Quando é invisível no orçamento, vira desperdício. Quando não tem critério de encerramento, perpetua projetos sem saída.

O **erro fatal**, descrito com precisão pelos autores, é **misturar os dois portfólios: cobrar retorno onde a organização deveria estar aprendendo, e tolerar experimentação indefinida onde deveria executar com rigor**. Projetos de retaguarda que deveriam escalar rapidamente travam em governança excessiva. **Projetos de inovação que deveriam aprender rápido e falhar barato consomem capital sem gerar aprendizado acionável**. Esse erro não é tecnológico; é interpretativo, e deriva da incapacidade de distinguir naturezas fundamentalmente diferentes de investimento.

Cautela Ativa e os Seis Dilemas Estruturais Sem Consenso

O artigo encerra com uma síntese que unifica os três pilares. A cautela ativa não é freio; é o único acelerador sustentável em ambientes onde o erro também escala. **Organizações vencedoras não avançam mais rápido porque apostam mais; avançam porque escolhem melhor onde acelerar, onde proteger e onde esperar**. Avançam rápido onde o retorno é comprovável, aprendem com limites claros onde a incerteza é estrutural e revisam decisões antes que a inércia as transforme em dogma.

Os autores mapeiam seis dilemas estruturais que nenhum modelo de gestão resolve sozinho, e que toda liderança corporativa precisará enfrentar conscientemente nos próximos anos.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

Dilema 1

Federalização

Guardrails centrais protegem o retorno sobre capital e preservam a coerência arquitetural. Mas **centralização excessiva** sufoca a experimentação e destrói o potencial local. A linha entre autonomia e controle é dinâmica, não fixa.

Onde o risco sistêmico justifica intervenção explícita — e quando essa fronteira muda com a maturidade da organização?

Dilema 2

Núcleo de orquestração

Um centro de excelência padroniza, audita e protege o retorno sobre capital. Mas todo órgão central tende a virar **gargalo** e a capturar para si a inovação que deveria fluir da ponta.

Quando esse núcleo deixa de proteger e começa a estorvar? A resposta define se a governança vira infraestrutura de escala ou apenas mais uma camada de burocracia.

Dilema 3

Workslop

Entregas frágeis de IA drenam o tempo dos profissionais seniores e corroem a confiança organizacional. Treinamento resolve, ou o problema é mais profundo, com **incentivos mal calibrados** e responsabilidade difusa?

Até onde é possível melhorar, e quando se trata de lidar com os limites inevitáveis do comportamento humano em sistemas complexos?

Dilema 4

Agentes autônomos

Autonomia multiplica produtividade e reduz fricção operacional, até o ponto em que os custos de auditoria, conformidade e **responsabilidade legal** explodem. Arquiteturas com múltiplos agentes distribuídos consomem cerca de 15 vezes mais recursos computacionais do que agentes lineares.

Qual nível de autonomia é aceitável por domínio e por impacto econômico potencial? Quem responde quando o agente decide corretamente do ponto de vista técnico, mas de forma equivocada do econômico?

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

Dilema 5

Talent gap

A IA exige habilidades híbridas que a maioria das organizações não tem. **Contratar no mercado** significa disputar recurso escasso e caro. **Desenvolver internamente** significa aceitar atraso estratégico e uma curva de aprendizado longa.

A decisão molda não apenas o custo, mas a resiliência organizacional de longo prazo.

Dilema 6

Ritmo

Cautela ativa protege o retorno sobre capital e evita destruição de valor. Mas hesitar demais pode custar **opcionalidade assimétrica irreversível**. Organizações vencedoras avançam porque escolhem melhor onde acelerar, onde proteger e onde esperar.

Quando dobrar a aposta? Quando preservar caixa? Os autores são explícitos: esse dilema não é técnico. É julgamento executivo puro — e continuará sendo uma capacidade essencialmente humana.

A Perspectiva do Investidor de Longo Prazo

Para a Argucia Capital Management, a relevância dessa série vai além do interesse intelectual sobre tecnologia. As empresas que compõem nossas carteiras são organizações que enfrentam, em graus variados, as mesmas tensões descritas nos artigos: pressão por adoção rápida, dificuldade de converter uso em resultado financeiro e risco de destruição de valor quando a governança não acompanha a ambição.

O diagnóstico dos autores tem implicações diretas para o processo de monitoramento de empresas investidas. Anúncios de grandes programas de IA, desacompanhados de evidências sobre a arquitetura organizacional necessária para converter uso em valor, merecem ceticismo proporcional ao entusiasmo do comunicado. A distinção entre adoção de ferramenta e adoção de sistema, a existência ou ausência de separação disciplinada entre portfólios de retorno comprovável e portfólios de experimentação, a presença de métricas auditáveis e de responsáveis nomeados por iniciativa: esses são os sinais que permitem avaliar se uma organização está construindo vantagem competitiva real ou acumulando custos com narrativa de inovação.

O paradoxo documentado pelos autores, 98% das organizações usando IA e apenas 1% a 5% convertendo em vantagem sustentável, é também um paradoxo de alocação de capital. Para o investidor de longo prazo, identificar em qual dos dois grupos cada empresa investida se posiciona é parte essencial do processo de preservação de valor.

Relevância para o Stewardship Ativo

O tema da IA corporativa conecta-se diretamente ao exercício do stewardship responsável. Stewardship, no sentido que orienta a atuação da Argucia, não se limita ao voto em assembleia ou ao acompanhamento de indicadores financeiros trimestrais. Ele inclui o monitoramento da qualidade das decisões de alocação de capital e da maturidade dos processos de governança das empresas investidas, especialmente em contextos de transformação tecnológica acelerada.

Estudos de Caso

ENGAJAMENTO ATIVO EM 2025 - Inteligência Artificial

Os artigos de Rodrigues e Magalhães oferecem um vocabulário preciso para esse monitoramento. Perguntar a uma empresa investida se ela possui responsáveis nomeados por iniciativa de IA, se mede custo por tarefa aceita em vez de volume de uso, se tem separação formal entre portfólios de retorno comprovável e portfólios de experimentação, e se trata o risco regulatório como variável de capital: essas são perguntas de governança, não de tecnologia. **São perguntas que um acionista engajado pode e deve formular no contexto do engajamento contínuo com a administração.**

Da mesma forma, **o padrão histórico** descrito nos artigos, em que grandes programas tecnológicos anunciados com entusiasmo **destroem valor quando a execução é fraca e a governança é reativa, é um risco assimétrico que o investidor de longo prazo precisa precificar.** Comunicados que celebram adoção sem demonstrar disciplina de alocação, métricas de produtividade líquida ou critérios de encerramento de projetos são sinais de alerta, não de progresso.

Anexos

Participação nas Assembleias Gerais de 2025

A Argucia Capital Management, desde o seu início, em 2005, adota como metodologia a participação ativa nas assembleias gerais das Companhias, participando do maior número possível de assembleias, votando, questionando, reclamando e elegendo para os Conselhos de Administração e Fiscal, como representantes de acionistas minoritários, quando acreditamos ser o melhor para os fundos e seus cotistas.

Vale enfatizar que votamos não somente nas assembleias das empresas que nossos fundos de investimentos possuem em sua carteira, mas também em inúmeras companhias que temos em nosso radar que detectamos como potenciais influências no mercado acionário, e também quando pedem para que representem. Nestes casos, utilizamos nossa estratégia de empréstimos de ativos, tomando as posições que se fazem necessárias para maior participação votante.

Abaixo falamos sobre as assembleias que participamos no ano de 2025, as deliberações realizadas, como participamos e como votamos em cada item:

**AFLUENTE
TRANSMISSÃO DE
ENERGIA ELÉTRICA S/A**

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 14/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) apreciação das contas e do relatório anual dos administradores, exame, discussão e votação das Demonstrações Financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31/12/2024, acompanhadas do Parecer dos Auditores Independentes; (2) proposta para destinação do lucro líquido apurado no exercício social encerrado em 31/12/2024 e a distribuição de dividendos; (3) fixar em 3 (três) o número de membros do Conselho de Administração; (4) eleição dos membros do Conselho de Administração; e (5) fixação da remuneração global anual dos administradores da Companhia. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (1), (2) e (5), nas quais nos abstivemos, e da eleição do Conselho de Administração (4), na qual nos abstivemos em relação a dois dos candidatos.

ALLOS S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 29/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar o Relatório da Administração e as Demonstrações Financeiras, acompanhadas do relatório dos Auditores Independentes e do parecer do Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024 e a distribuição de dividendos, nos termos refletidos na proposta da administração submetida aos Acionistas; (3) eleger os membros do Conselho de Administração; (4) aprovar a remuneração global anual da administração para o exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2025, nos termos refletidos na proposta da administração submetida aos Acionistas; e (5) eleger os membros do Conselho Fiscal. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) aprovar (a) a alteração do caput do artigo 5º do Estatuto Social, para refletir o atual número de ações de emissão da Companhia, considerando o cancelamento de 31.000.000 (trinta e um milhões) de ações mantidas em tesouraria deliberado pelo Conselho de

Anexos

Administração em reunião realizada em 12 de junho de 2024; (b) a alteração do caput do artigo 16 do Estatuto Social, com o objetivo de estabelecer mandato de 2 anos para os membros do Conselho de Administração; (c) a alteração do (i) §4º do artigo 9º, (ii) artigo 10, (iii) §§4º e 5º do artigo 13, (iv) §4º do artigo 16 e (v) caput do artigo 46, com o objetivo de aprimorar a redação do Estatuto Social em linha com regulamentação vigente e práticas de governança corporativa; e (d) a consolidação do Estatuto Social da Companhia, incluindo eventuais ajustes de numeração de parágrafos, caso sejam aprovadas quaisquer das deliberações constantes dos itens (a) a (c) acima. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da eleição do Conselho de Administração (A)(3), na qual nos abstivemos em relação a um dos candidatos, e da eleição do Conselho Fiscal (A)(5), na qual nos abstivemos em relação a uma das chapas de candidatos.

**AUTOMOB
PARTICIPAÇÕES S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 25/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores e examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras da Companhia, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) fixar o limite global da remuneração anual dos administradores da Companhia para o exercício social de 2025; (2) aprovar o grupamento da totalidade das ações de emissão da Companhia; (3) modificar o Estatuto Social da Companhia a fim de (a) alterar a quantidade de ações representativas do capital social, constante do artigo 5º, para refletir o grupamento da totalidade das ações de emissão da Companhia, na proporção de 50:1 ações; (b) ajustar a proporção do capital autorizado da Companhia, constante do artigo 6º, para refletir o grupamento da totalidade das ações da Companhia; (c) alterar os artigos 21 e 25 para incluir na composição da Diretoria os cargos de Diretor Presidente, Diretor Financeiro e Diretor Executivo de Administração e Controle, e incluir as respectivas competências de cada Diretor; (d) aprimorar as previsões sobre forma de representação da Companhia e nomeação de procuradores; e (e) excluir o artigo 41, referente à limitação da eficácia de determinados artigos à entrada em vigor do Contrato de Participação no Novo Mercado; e (4) consolidar o Estatuto Social da Companhia. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (A)(1) e da (B)(1), nas quais nos abstivemos.

BANCO DO BRASIL S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 30/04/2025, foram deliberadas as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras da Companhia relativas ao exercício de 2024; (2) deliberar sobre a proposta de destinação do lucro líquido do exercício de 2024; (3) eleger os membros do Conselho de Administração; (4) eleger os membros do Conselho Fiscal; (5) fixar o montante global para pagamento de honorários e benefícios dos membros da Diretoria Executiva e do Conselho de Administração; (6) fixar os honorários mensais dos membros do Conselho Fiscal; (7) fixar a remuneração mensal individual dos membros do Comitê de

Anexos

Auditoria; (8) fixar a remuneração mensal individual dos membros do Comitê de Riscos e de Capital; (9) fixar a remuneração mensal individual dos membros do Comitê de Pessoas, Remuneração e Elegibilidade; (10) fixar a remuneração mensal individual dos membros do Comitê de Tecnologia e Inovação; e (11) fixar a remuneração mensal individual dos membros do Comitê de Sustentabilidade Empresarial. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) deliberar sobre a proposta de alteração do Estatuto Social do Banco do Brasil — Capítulo V — Administração e organização do Banco (arts. 18, 21, 26, 32, 33, 34, 36, 37 e 40); (2) deliberar sobre a proposta de alteração do Estatuto Social do Banco do Brasil — Capítulo IX — Disposições especiais (art. 57); e (3) deliberar sobre a proposta de alteração do Estatuto Social do Banco do Brasil — Capítulo XI — Disposições transitórias (art. 65). Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção das deliberações (A)(1), (A)(2), (A)(5), (A)(6), (A)(7), (A)(8), (A)(9), (A)(10) e (A)(11), nas quais nos abstivemos; quanto à eleição do Conselho Fiscal (A)(4), aprovamos a eleição, abstenho-nos em relação a um dos candidatos.

BCO BTG PACTUAL S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomar conhecimento do Relatório da Administração, do Relatório dos Auditores Independentes e dos Resumos dos Relatórios do Comitê de Auditoria e examinar, para deliberação, as Demonstrações Financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (3) eleger os membros do Conselho de Administração; e (4) deliberar sobre a fixação da remuneração global dos administradores. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

BRAVA ENERGIA S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 24/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar o relatório da administração e as demonstrações financeiras, acompanhados do parecer dos auditores independentes, do parecer do Conselho Fiscal e do parecer do Comitê de Auditoria Estatutário, relativos ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre a destinação do resultado relativo ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, incluindo a absorção do saldo da reserva de investimento e expansão, nos termos do art. 189 da Lei das S.A.; e (3) deliberar sobre a remuneração global e anual dos membros da administração da Companhia para o exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2025, conforme proposta da administração submetida aos acionistas. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) aprovar a alteração do artigo 5º, caput, e do artigo 6º, caput, do Estatuto Social da Companhia para refletir o aumento de capital aprovado na reunião do Conselho de Administração realizada em 16 de janeiro de 2025; (2) aprovar a alteração do artigo 16, inciso (r), e do artigo 19, inciso (g), do Estatuto Social da Companhia, nos termos da Proposta da Administração, para a inclusão de referência aos parâmetros de competência previstos na Política de Transações com Partes Relacionadas a ser aprovada pelo Conselho de Administração da Companhia;

Anexos

e (3) aprovar a consolidação do Estatuto Social da Companhia. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção das deliberações (A)(1), (A)(2) e (A)(3), nas quais nos abstivemos, e da deliberação (B)(2), na qual votamos contra. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 24/06/2025, foi deliberada a seguinte ordem: (1) deliberar sobre proposta de exclusão dos artigos 40, 41, 42 e 48 do Estatuto Social da Companhia apresentada por acionista da Companhia, por meio da carta enviada em 27 de maio de 2025, a fim de retirar a previsão da obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações em caso de aquisição de participação relevante, e, conseqüentemente, a consolidação do Estatuto Social para refletir tal reforma. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e votamos contra a deliberação proposta. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 27/06/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) aprovar o "Protocolo e Justificação de Incorporação da Enauta Energia S.A. pela Brava Energia S.A."; (2) ratificar a nomeação da KPMG Auditores Independentes Ltda.; (3) aprovar o Laudo de Avaliação Enauta Energia; e (4) aprovar a Incorporação Enauta Energia, cuja eficácia ficará subordinada à satisfação das condições suspensivas previstas no Protocolo e Justificação Enauta Energia. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

**CENTRAIS ELÉTRICAS
BRASILEIRAS S.A. -
ELETROBRAS**

Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 26/02/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) aprovar o detalhamento do objeto social da Companhia para fazer menção à modalidade varejista de comercialização de energia elétrica, como exemplo de ato de empresa decorrente das atividades de geração e transmissão de energia elétrica, com a consequente alteração ao inciso I do artigo 3º do Estatuto Social da Companhia; (2) aprovar diversas alterações ao Estatuto Social relativas ao artigo 22 (inclusão e renumeração de parágrafos e incisos), exclusão do artigo 29, inclusão do §4º ao artigo 43 e alteração ao artigo 53, nos termos da Proposta da Administração; (3) aprovar diversas alterações ao Estatuto Social envolvendo os artigos 26, 28, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 39, 40 e 45, bem como os títulos dos Capítulos X e XI e as demais renumerações aplicáveis, nos termos da Proposta da Administração; e (4) caso aprovadas quaisquer das deliberações dos itens 1 a 3, aprovar a consolidação do Estatuto Social da Companhia e autorizar o Conselho de Administração a tomar as medidas administrativas necessárias para refletir as aprovações dos acionistas e da Aneel. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações. Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 29/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar o Relatório da Administração e as Demonstrações Financeiras Anuais Completas da Companhia, relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre a proposta da administração para destinação do resultado relativo ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024 e a distribuição de dividendos; (3) deliberar sobre a dispensa a candidato do Conselho de Administração de

Anexos

requisitos previstos no artigo 147, §3º, da Lei nº 6.404, de 1976; (4) eleger os membros do Conselho de Administração; (5) eleger, em votação em separado, candidatos ao Conselho de Administração indicados por acionistas detentores de ações preferenciais; (6) eleger os membros do Conselho Fiscal; (7) eleger, em votação em separado, candidatos ao Conselho Fiscal indicados por acionistas detentores de ações preferenciais; (8) fixar a remuneração global anual dos administradores, dos membros externos de comitê de assessoramento e dos membros do Conselho Fiscal para o exercício social de 2025; e (9) fixar em 5 (cinco) o número de membros do Conselho Fiscal e respectivos suplentes. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) acerca da incorporação da Eletrobras Participações S.A. (Eletropar) pela Companhia, ratificar as nomeações das empresas avaliadoras, aprovar os laudos de avaliação, o Protocolo e Justificação de Incorporação, a própria Incorporação, a consequente alteração do artigo 4º do Estatuto Social e autorizar os administradores a praticarem os atos necessários à implementação; (2) aprovar, com eficácia condicionada à anuência de autoridade competente, alteração do §5º do artigo 25 do Estatuto Social para prever nova regra de desempate no Conselho de Administração; (3) aprovar, com eficácia condicionada à anuência de autoridade competente, alterações ao artigo 28 do Estatuto Social para reduzir de 6 para 5 o número mínimo de candidatos independentes e incluir critérios de aferição de independência; (4) aprovar, com eficácia condicionada à anuência de autoridade competente, alteração do artigo 43 do Estatuto Social para tornar o Conselho Fiscal de caráter permanente, com 5 membros efetivos e respectivos suplentes; e (5) caso aprovadas quaisquer das deliberações anteriores, aprovar a consolidação do Estatuto Social. (C) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) aprovar o Termo de Conciliação nº 07/2025/CCAF/CGU/AGU-GVDM celebrado entre a União e a Companhia em 26 de março de 2025, com o objetivo de encerrar a Ação Direta de Inconstitucionalidade nº 7.385, e a reforma estatutária dele decorrente, com eficácia condicionada à homologação pelo Supremo Tribunal Federal e demais aprovações regulatórias, incluindo a inclusão dos artigos 20 a 25 com novas regras de governança aplicáveis à União, alterações relativas à forma de eleição do Conselho de Administração e do Conselho Fiscal e inclusão de disposição transitória no artigo 61; e (2) caso aprovada a deliberação anterior, aprovar a consolidação do Estatuto Social. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e na Assembleia Geral Ordinária nos abstivemos das deliberações (A)(1), (A)(2) e (A)(3), aprovamos as deliberações (A)(8) e (A)(9), e nas eleições (A)(4), (A)(5), (A)(6) e (A)(7) votamos favoravelmente apenas a parte dos candidatos, abstenho-nos quanto aos demais; na Assembleia Geral Extraordinária do bloco (B) aprovamos a deliberação (B)(4) e nos abstivemos das deliberações (B)(1), (B)(2), (B)(3) e (B)(5); e na Assembleia Geral Extraordinária do bloco (C) aprovamos todas as deliberações. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 08/08/2025, foi deliberada a seguinte ordem: (1) eleição, em processo de voto em separado exclusivo da União, de membro titular do Conselho Fiscal da Eletrobras, conforme pactuado no Termo de Conciliação nº 07/2025/CCAF/CGU/AGU-GVDM, aprovado pelos acionistas em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 29 de abril de 2025. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância

Anexos

fornecido pela Companhia, e aprovamos a deliberação. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 19/12/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) criação de nova classe de ações preferenciais classe "A1" (PNA1), com os mesmos direitos das ações preferenciais classe "A", acrescido do direito de venda em OPA decorrente de alienação de controle; (2) criação de nova classe de ações preferenciais classe "B1" (PNB1), com os mesmos direitos das ações preferenciais classe "B", acrescido do direito de venda em OPA decorrente de alienação de controle; (3) criação de nova classe de ações preferenciais classe "R" (PNR), compulsoriamente resgatáveis; (4) criação de nova classe de ações preferenciais classe "C" (PNC), conversíveis em ações ordinárias e resgatáveis, acrescido do direito de venda em OPA decorrente de alienação de controle; (5) condicionado à criação das Novas PNs, deliberar sobre as conversões mandatórias da totalidade das atuais ações preferenciais; (6) condicionado às Conversões, o resgate compulsório da totalidade das ações PNR; (7) concessão do direito de venda em OPA decorrente de alienação de controle aos titulares de ações ordinárias; (8) aumento do limite do capital autorizado da Companhia e a consequente alteração do caput do artigo 5º do Estatuto Social; (9) reforma do Estatuto Social para contemplar as novas classes de ações preferenciais e os respectivos direitos, características e limitações; e (10) caso aprovadas as deliberações anteriores, aprovar a consolidação do Estatuto Social. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e votamos contra todas as deliberações.

**COMPANHIA DE
ELETRICIDADE DO
ESTADO DA BAHIA -
COELBA**

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 10/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) apreciação das contas e do relatório anual dos administradores, exame, discussão e votação das Demonstrações Financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31/12/2024, acompanhadas dos Pareceres dos Auditores Independentes e do Conselho Fiscal; (2) proposta para destinação do lucro líquido apurado no exercício social encerrado em 31/12/2024 e a distribuição de dividendos; (3) aprovação do Orçamento de Capital; (4) fixar em 6 (seis) o número de membros do Conselho de Administração e eleição de seus membros; (5) fixação do número de membros do Conselho Fiscal e eleição de seus membros; (6) fixação da remuneração global anual dos administradores da Companhia e do Conselho Fiscal. Nesta assembleia participamos presencialmente, e nos abstivemos em todas as deliberações.

**COMPANHIA DE
SANEAMENTO BÁSICO
DO ESTADO DE SÃO
PAULO - SABESP**

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 28/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) apreciar e votar acerca das contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras da Companhia referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, acompanhadas do Relatório da Administração, Relatório dos Auditores Independentes, Parecer do Conselho Fiscal e Relatório Anual Resumido do Comitê de Auditoria; (2) deliberar sobre a proposta de destinação do lucro líquido do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (3) fixar o número de membros que irão compor o Conselho Fiscal da Companhia; e (4) eleger os membros do Conselho Fiscal da Companhia. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (1) e (2), nas

Anexos

quais nos abstivemos. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 29/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) fixar o limite do valor da remuneração global anual dos administradores e do Conselho Fiscal para o exercício social a ser findado em 31 de dezembro de 2025; (2) aprovar o Plano de Ações Restritas da Companhia; (3) aprovar o Plano de Ações de Performance da Companhia; (4) alterar o artigo 2º do estatuto social da Companhia; e (5) consolidar o estatuto social da Companhia, a fim de refletir a alteração proposta. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

**CRUZEIRO DO SUL
EDUCACIONAL S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomar as contas dos administradores, e examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras da Companhia referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, incluindo o relatório da administração, o relatório do comitê de auditoria e o parecer dos auditores independentes; e (2) deliberar sobre a proposta de destinação do lucro líquido do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2024, com a apreciação de orçamento de capital para o exercício social de 2025. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e nos abstivemos em todas as deliberações.

DESKTOP S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 23/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras da Companhia referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, incluindo o relatório da administração, o parecer dos auditores independentes, o parecer do Conselho Fiscal e o parecer do Comitê de Auditoria da Companhia; (2) aprovar o orçamento de capital da Companhia para o exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2025, nos termos da Proposta da Administração; (3) aprovar a destinação do resultado relativo ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, nos termos da Proposta da Administração; (4) definir o número de membros do Conselho de Administração da Companhia, nos termos da Proposta de Administração; e (5) eleger os membros do Conselho de Administração da Companhia, por chapa única. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) fixar a remuneração global dos administradores da Companhia para o exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2025, nos termos da Proposta da Administração; (2) alterar o endereço da sede da Companhia, nos termos da Proposta da Administração; e (3) aprovar a alteração e a consolidação do Estatuto Social da Companhia a fim de refletir o endereço atualizado de sua sede, bem como os aumentos de capital aprovados em reuniões do Conselho de Administração, nos termos da Proposta da Administração. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção das deliberações (A)(1) e (A)(2), nas quais nos abstivemos.

Anexos**ELEKTRO REDES S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 11/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) apreciação das contas e do relatório anual dos administradores, exame, discussão e votação das Demonstrações Financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31/12/2024, acompanhadas dos Pareceres dos Auditores Independentes e do Conselho Fiscal; (2) proposta para destinação do lucro líquido apurado no exercício social encerrado em 31/12/2024 e a distribuição de dividendos; (3) eleição dos membros do Conselho Fiscal; (4) fixação da remuneração global anual dos administradores da Companhia e do Conselho Fiscal. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) proposta de reforma do Estatuto Social da Companhia, com a modificação do seu Artigo 3º; (2) consolidação do Estatuto Social da Companhia. Nestas assembleias participamos presencialmente, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (A)(1) e (A)(2), nas quais nos abstivemos, e da (A)(3), na qual nos abstivemos em relação a alguns dos candidatos.

EMBRAER S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 29/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, acompanhados do Relatório da Administração, do Parecer do Comitê de Auditoria, Riscos e Ética e do Parecer do Conselho Fiscal; (2) deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2024 e a distribuição de dividendos, conforme detalhado no Manual e Proposta da Administração para a Assembleia Geral Ordinária; (3) deliberar sobre o número de membros a compor o Conselho de Administração, conforme proposta da administração, nos seguintes termos: 11 (onze) membros efetivos, para mandato de 2 (dois) anos, até a Assembleia Geral Ordinária de 2027; (4) eleger os membros do Conselho de Administração; (5) eleger os membros do Conselho Fiscal; (6) fixar o montante global anual da remuneração dos administradores da Companhia, conforme detalhado no Manual e Proposta da Administração para a Assembleia Geral Ordinária, no valor de R\$ 95 milhões, para o período compreendido entre maio de 2025 e abril de 2026; e (7) fixar a remuneração dos membros do Conselho Fiscal, conforme detalhado no Manual e Proposta da Administração, para o período de maio de 2025 a abril de 2026. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos as deliberações (6) e (7); abstinemo-nos em relação às deliberações (1), (2) e (3); e, quanto à eleição do Conselho de Administração (4), votamos contra a chapa apresentada.

EQUATORIAL S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) as demonstrações financeiras da Companhia, acompanhadas das respectivas notas explicativas, do relatório dos auditores independentes, do parecer do Comitê de Auditoria Estatutário e do parecer do Conselho Fiscal, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) o relatório da administração e as contas dos administradores referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (3) a proposta da administração para a destinação do resultado relativo ao exercício social encerrado em 31 de

Anexos

dezembro de 2024; (4) a fixação do número de 8 (oito) membros efetivos para compor o Conselho de Administração da Companhia; (5) a eleição dos membros do Conselho de Administração por chapa única; (6) a caracterização dos membros do Conselho de Administração como membros independentes; (7) a fixação do número de 3 (três) membros efetivos e igual número de suplentes do Conselho Fiscal; (8) a eleição dos membros do Conselho Fiscal por chapa única; e (9) a fixação da remuneração global anual dos administradores e do Conselho Fiscal para o exercício de 2025. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) o aditamento do Plano de Incentivo de Longo Prazo da Companhia, no formato de Plano de Investimento em Ações; (2) a alteração do caput do artigo 6º do Estatuto Social da Companhia para refletir o atual capital social da Companhia; e (3) a consolidação do Estatuto Social da Companhia. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da caracterização de membros do Conselho de Administração como independentes (A)(6), na qual nos abstivemos em relação a parte dos candidatos.

**EUCATEX S.A.
INDÚSTRIA E COMÉRCIO**

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 24/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as Demonstrações Financeiras, acompanhadas do Parecer dos Auditores Independentes, referentes ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre proposta de destinação do lucro líquido do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024 e dividendos a ser pago na forma de juros sobre o capital próprio; (3) fixar a remuneração global e anual dos administradores da Companhia; (4) indicação de candidatos ao Conselho Fiscal; (5) fixação da remuneração global dos membros do Conselho Fiscal ora eleitos, conforme Proposta da Administração. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) deliberar sobre a alteração e consolidação do Estatuto Social da Companhia, conforme detalhado na Proposta da Administração. Nestas assembleias participamos presencialmente, e nos abstivemos em todas as deliberações.

FRASLE MOBILITY S.A.

Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 31/12/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) a proposta de aumento do capital social, por incorporação de reservas, no valor de R\$322.950.046,68, sem emissão de novas ações, passando de R\$1.477.049.953,32 para R\$1.800.000.000,00, e a correspondente alteração do Artigo 5º do Estatuto Social, para contemplar o aumento, uma vez aprovado na Assembleia; (2) a proposta de mudança da denominação social de Fras-le S.A. para Frasle Mobility S.A., e a nova redação do Artigo 1º do Estatuto Social, para refletir a nova denominação, caso a proposta seja aprovada; (3) ratificar a nomeação da KPMG Auditores Independentes Ltda. como empresa responsável pela elaboração do Laudo de Avaliação do patrimônio líquido ("Laudo de Avaliação") da Nakata; (4) o Laudo de Avaliação, elaborado com data-base de 30 de novembro de 2025; (5) Protocolo e Justificação de Incorporação da Nakata pela Companhia; (6) a incorporação da Nakata pela Companhia, nos termos da proposta apresentada; e (7) a autorização dos Administradores da Companhia a praticar

Anexos

todos os atos necessários à implementação da Incorporação, caso aprovada. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (4), na qual nos abstivemos.

GRUPO MULTI S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 25/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) as demonstrações financeiras da Companhia, acompanhadas das respectivas notas explicativas, do relatório dos auditores independentes e do parecer e relatório anual resumido do Comitê de Auditoria Estatutário, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) o relatório da administração e as contas dos administradores referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (3) a proposta da administração para a destinação do resultado da Companhia relativo ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (4) a proposta da administração para fixação do número de 5 (cinco) membros para compor o Conselho de Administração; (5) a eleição do Conselho de Administração por chapa única; (6) a proposta da administração para caracterização de determinados membros como independentes do Conselho de Administração; e (7) a proposta da administração para fixação da remuneração global anual dos administradores para o exercício de 2025. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) a alteração ao caput do art. 20 e exclusão do §2º do art. 26 do Estatuto Social para extinção do cargo de Diretor de Produtos; (2) a alteração ao §1º do art. 27 do Estatuto Social para ajuste à regra de outorga de procurações; e (3) a consolidação do Estatuto Social da Companhia. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 02/06/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) aprovar os atos e documentos relativos à cisão parcial da Giga Indústria e Comércio de Produtos de Segurança Eletrônica S.A. ("Giga"), com versão do acervo líquido cindido para o Grupo Multi S.A., compreendendo o Protocolo e Justificação de Cisão Parcial, a ratificação da nomeação e contratação da empresa de avaliação responsável pelo Laudo de Avaliação patrimonial contábil do acervo líquido cindido da Giga, o respectivo Laudo de Avaliação, a proposta de cisão parcial nos termos e condições previstos no Protocolo, e a autorização para a Diretoria da Companhia praticar todos os atos e providências necessários à implementação da operação. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

**HBR REALTY
EMPREENDIMENTOS
IMOBILIÁRIOS S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 23/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomada das contas dos administradores e examinar, discutir e votar o relatório da administração e as demonstrações financeiras da Companhia, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, acompanhadas do relatório dos auditores independentes e do parecer do Comitê de Auditoria e Gestão de Riscos; (2) proposta de orçamento de capital da Companhia para o exercício de 2025; (3) proposta para destinação do resultado relativo ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (4) instalação do Conselho Fiscal e definição do número de

Anexos

seus membros; (5) eleição dos membros do Conselho Fiscal; e (6) fixação da remuneração global anual dos Administradores e membros do Conselho Fiscal, caso este venha a ser instalado, para o exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2025. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos a instalação do Conselho Fiscal e a definição do número de seus membros (4), bem como nos manifestamos favoravelmente à eleição dos membros do Conselho Fiscal (5), abstendo-nos das demais deliberações (1), (2), (3) e (6). Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 30/12/2025, foi deliberada a seguinte ordem: (1) declarar dividendos, à conta da reserva de lucros da HBR, conforme registrada nas informações trimestrais relativas ao trimestre encerrado em 30 de setembro de 2025, no montante total de R\$ 120.000.000,00, dos quais R\$ 90.000.000,00 serão pagos até 31 de dezembro de 2026 e R\$ 30.000.000,00 até 31 de dezembro de 2028. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos a deliberação.

**ITAÚ UNIBANCO
HOLDING S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 17/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens, das quais participamos votando as deliberações elegíveis às nossas ações preferenciais: (1) deseja solicitar a eleição em separado de membro do Conselho de Administração, nos termos do art. 141, § 4º, II, da Lei nº 6.404, de 1976?; e (2) indicação de candidatos ao Conselho Fiscal por acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e votamos a favor da deliberação (1), abstendo-nos na deliberação (2).

JALLES MACHADO S.A.

Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 28/02/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) examinar, discutir e aprovar o Protocolo e Justificação de Incorporação pela Companhia da sociedade Jalles Machado Empreendimentos Imobiliários S.A. (CNPJ 20.324.709/0001-50) ("Sociedade"), celebrado em 29 de janeiro de 2025 entre as administrações da Companhia e da Sociedade, o qual consubstancia as justificativas, os termos, as cláusulas e as condições da incorporação da Sociedade pela Companhia (o "Protocolo e Justificação"); (2) ratificar a nomeação da D & R Serviços Contábeis Ltda. (CNPJ nº 33.341.021/0001-20) ("Empresa Especializada"), como empresa especializada responsável pela elaboração do laudo de avaliação com o objetivo de determinar o valor patrimonial contábil da Sociedade a ser incorporado pela Companhia ("Laudo de Avaliação"); (3) aprovar o Laudo de Avaliação elaborado pela Empresa Especializada; e (4) aprovar a incorporação da Sociedade pela Companhia, nos termos e condições do Protocolo e Justificação. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e nos abstinemos em todas as deliberações.

JBS S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 29/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) deliberar sobre as demonstrações financeiras e sobre as contas dos administradores relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de

Anexos

2024; (2) deliberar sobre a proposta de destinação do resultado do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, nos termos da Proposta da Administração; (3) fixar em 11 (onze) o número de membros que irão compor o Conselho de Administração para o próximo mandato; (4) eleger os membros do Conselho de Administração; (5) deliberar sobre o enquadramento dos membros independentes do Conselho de Administração à luz das regras estabelecidas no Regulamento do Novo Mercado da B3, no Estatuto Social da Companhia e na Resolução CVM nº 80/2022; (6) fixar o número de membros que irão compor o Conselho Fiscal para o próximo mandato, em 4 (quatro) membros efetivos e 4 (quatro) membros suplentes, nos termos da Proposta da Administração; (7) eleger os membros do Conselho Fiscal; e (8) fixar o montante global da remuneração anual dos administradores e dos membros do Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria Estatutário da Companhia para o exercício social de 2025 em R\$ 269.342.164,59, nos termos da Proposta da Administração. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) deliberar sobre o Protocolo e Justificação de Incorporação da Condesa Norte Indústria e Comércio Ltda. ("Condesa") pela Companhia ("Protocolo Condesa"); (2) deliberar sobre a ratificação da nomeação e contratação da Factum – Avaliações e Consultoria S/S – EPP para elaboração do laudo de avaliação do patrimônio líquido da Condesa ("Laudo de Avaliação Condesa"); (3) deliberar sobre o Laudo de Avaliação Condesa; (4) deliberar sobre a incorporação, pela Companhia, da Condesa, a ser realizada de acordo com os termos e condições estabelecidos no Protocolo Condesa; e (5) autorizar a Diretoria da Companhia a praticar todos os atos necessários ou convenientes à efetivação e implementação das deliberações aprovadas. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos a deliberação (A)(3), votamos contra a eleição do Conselho de Administração (A)(4) e a fixação da remuneração global (A)(8), e nos abstivemos nas demais deliberações ((A)(1), (A)(2), (A)(5), (A)(6) e (A)(7), e todas as deliberações da Assembleia Geral Extraordinária). Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 23/05/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) ratificar a contratação da KPMG Auditores Independentes Ltda. para elaboração do laudo de avaliação do valor das ações de emissão da JBS S.A. a serem incorporadas pela JBS Participações, no âmbito da Incorporação de Ações, para fins de verificação do aumento de capital da JBS Participações, conforme disposto no artigo 252 da Lei das Sociedades por Ações ("Laudo de Avaliação"); (2) examinar, discutir e deliberar sobre o Laudo de Avaliação, elaborado pela Avaliadora; (3) examinar, discutir e deliberar sobre o Protocolo e Justificação, que contém todos os termos e condições da Dupla Listagem, incluindo a Incorporação de Ações e o Resgate; (4) examinar, discutir e deliberar sobre a Incorporação de Ações, no contexto da Dupla Listagem; (5) examinar, discutir e deliberar sobre a não listagem, por impedimento legal, da JBS N.V. no segmento "Novo Mercado" da B3, nos termos do parágrafo único do artigo 46 do Regulamento do Novo Mercado da B3, consequência do que a JBS S.A. deixará de ter suas ações negociadas na B3; (6) autorizar a administração da Companhia a tomar todas as providências necessárias para a implementação das deliberações que vierem a ser aprovadas na AGE, inclusive, mas não se limitando, à implementação da Incorporação de Ações e a consequente subscrição das novas ações a serem emitidas pela JBS

Anexos

Participações em decorrência da Incorporação de Ações, por conta dos acionistas da Companhia; e (7) examinar, discutir e deliberar sobre a declaração dos Dividendos nos termos previstos na Proposta da Administração. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

LOCALIZA RENT A CAR S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos Administradores e aprovar o Relatório da Administração e as Demonstrações Financeiras da Companhia do exercício findo em 31 de dezembro de 2024, juntamente com o Relatório dos Auditores Independentes e o Parecer do Conselho Fiscal; (2) aprovar a Proposta da Administração de destinação do lucro líquido do exercício findo em 31 de dezembro de 2024 e a distribuição de dividendos; (3) fixar o número de membros do Conselho Fiscal em 3 (três) membros; (4) eleger os membros do Conselho Fiscal; (5) fixar a remuneração do Conselho Fiscal; (6) fixar o número de membros do Conselho de Administração em 7 (sete) membros; (7) deliberar acerca da caracterização dos candidatos indicados ao Conselho de Administração como conselheiros independentes; (8) eleger os membros do Conselho de Administração; e (9) fixar o montante da remuneração global anual da administração. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) aprovar as alterações propostas no Estatuto Social da Companhia, para refletir os aumentos de capital realizados dentro do limite do capital autorizado, ajustar a concordância da referência ao caput do art. 18 e atualizar a referência às instruções da CVM revogadas no art. 34, §3º; (2) aprovar a consolidação do Estatuto Social da Companhia; (3) aprovar os atos e documentos relativos à incorporação da Localiza Franchising Brasil S.A. pela Localiza Rent a Car S.A., incluindo o respectivo Protocolo e Justificação, a ratificação da nomeação da empresa de avaliação, o Laudo de Avaliação, a própria Incorporação e a autorização à Diretoria para a sua implementação; e (4) alterar as modalidades de garantia que poderão ser aceitas pela Companhia em garantia ao pagamento das operações de financiamento prestadas nos termos do Anexo 2.1.4 do Acordo de Incorporação de Ações datado de 22 de setembro de 2020. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da eleição do Conselho Fiscal (A)(4), na qual nos abstermos em relação a alguns dos candidatos, e da fixação da remuneração global anual da administração (A)(9), na qual nos abstermos. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 01/08/2025, foi deliberada a seguinte ordem: (1) deliberar e aprovar os atos e documentos relativos à incorporação da Companhia de Locação das Américas ("Locamerica") pela Companhia, com a consequente extinção da Locamerica, incluindo o "Instrumento de Protocolo e Justificação de Incorporação", a ratificação da nomeação e contratação da empresa de avaliação PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes Ltda., o Laudo de Avaliação, a aprovação da Incorporação e a autorização aos membros da Diretoria para a prática de todos os atos necessários. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 29/12/2025, foi deliberada as seguintes ordens:

Anexos

(1) aprovar a criação de ações preferenciais ("PN"), nominativas, escriturais e sem valor nominal, com direito a voto, conversíveis em ações ordinárias e resgatáveis, nos termos previstos na Proposta da Administração; (2) aprovar o aumento de capital da Companhia, mediante capitalização de parte das reservas de lucros, o qual será efetivado mediante a bonificação em PNs em favor dos acionistas, nos termos previstos na Proposta da Administração; (3) aprovar a reforma do Estatuto Social da Companhia para disciplinar a criação das PNs e refletir o aumento de capital, bem como otimizar a redação do Artigo 27, nos termos previstos na Proposta da Administração; e (4) aprovar, caso aprovadas as matérias dos itens 1 a 3, a consolidação do Estatuto Social da Companhia para refletir as alterações aprovadas, nos termos previstos na Proposta da Administração. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e votamos contra todas as deliberações.

MARCOPOLO S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 28/03/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) apreciar e votar o Relatório da Administração e as Demonstrações Financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31/12/2024; (2) apreciar e votar a proposta de destinação do lucro líquido do exercício e ratificar os proventos já aprovados; (3) eleger os membros do Conselho de Administração; (4) eleger, em separado, os membros do Conselho Fiscal indicados pelos acionistas minoritários detentores de ações ordinárias; (5) eleger, em separado, os membros do Conselho Fiscal indicados pelos acionistas detentores de ações preferenciais; (6) fixar a remuneração dos membros do Conselho Fiscal em montante que não poderá ser inferior ao mínimo legal; e (7) fixar a remuneração global anual dos administradores para o atual exercício, incluindo os honorários dos conselheiros de administração, dos diretores e, quando remunerados, dos membros de Comitês que forem administradores, conforme Proposta da Administração. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos as deliberações (1), (2), (4) e (5), abstendo-nos nas deliberações (3), (6) e (7).

**MELNICK
DESENVOLVIMENTO
IMOBILIÁRIO S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 29/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores e examinar, discutir e votar as Demonstrações Financeiras da Companhia referentes ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2024, acompanhadas do Relatório da Administração, do Parecer do Comitê de Auditoria, do Parecer do Conselho Fiscal e do Relatório dos Auditores Independentes; (2) deliberar sobre a proposta dos administradores para a destinação do lucro líquido relativo ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2024 e a distribuição de dividendos; (3) deliberar sobre a proposta de orçamento de capital com vigência até a Assembleia Geral Ordinária que aprovar as contas do exercício social findo em 31 de dezembro de 2026; (4) fixar o número de membros do Conselho de Administração para o próximo mandato, nos termos da Proposta; (5) indicação de todos os nomes que compõem a chapa; (6) fixar o limite da remuneração global anual dos administradores da Companhia para o exercício social de 2026. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) deliberar sobre a alteração do Estatuto

Anexos

Social da Companhia para (a) modificar regras relativas à competência da Assembleia Geral, do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia; (b) modificar regras relativas à composição do Conselho de Administração e da Diretoria da Companhia; (c) modificar regras de representação da Companhia; e (d) aprimorar a redação; (2) deliberar sobre a consolidação do Estatuto Social da Companhia. Nestas assembleias participamos presencialmente, e aprovamos todas as deliberações. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 23/12/2025, foi deliberada a seguinte ordem: (1) ratificar as distribuições de dividendos aprovadas pelo Conselho de Administração da Companhia, em reuniões realizadas em 20 de junho de 2025 e 01 de dezembro de 2025, no montante total de R\$ 87.205.593,27, sendo (i.1) R\$ 13.419.746,44 a título de dividendos intermediários, à conta de reserva de lucros de exercícios anteriores; e (i.2) R\$ 73.785.846,83 a título de dividendos intercalares, à conta de lucros apurados neste exercício social. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos a deliberação.

METALÚRGICA GERDAU S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 17/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) deseja solicitar a eleição em separado de membro do conselho de administração, nos termos do art. 141, § 4º, II, da Lei nº 6.404, de 1976; (2) caso se verifique que nem os titulares de ações com direito a voto nem os titulares de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito perfizerem, respectivamente, o quórum exigido nos incisos I e II do § 4º do art. 141 da Lei nº 6.404, de 1976, deseja que seu voto seja agregado aos votos das ações com direito a voto a fim de eleger para o conselho de administração o candidato com o maior número de votos dentre todos aqueles que, constando deste boletim de voto a distância, concorrerem à eleição em separado; e (3) eleição do Conselho Fiscal em separado pelos acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, votando as deliberações elegíveis às nossas ações preferenciais, e aprovamos as deliberações, com exceção da (2), na qual nos abstermos.

MOVIDA PARTICIPAÇÕES S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) Tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as Demonstrações Financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, acompanhadas do Relatório dos auditores independentes; e (2) Deliberar sobre a proposta de destinação do lucro líquido do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2024 e a distribuição de dividendos. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) Fixar a remuneração global anual dos Administradores da Companhia para o exercício de 2025; (2) Modificar o Estatuto Social da Companhia, a fim de alterar o artigo 27, parágrafo 5º, para incluir nas atribuições do Comitê de Auditoria meios para recepção e tratamento de informações acerca do descumprimento de dispositivos legais e normativos, regulamentos e códigos internos, com proteção do prestador e confidencialidade da informação, bem como requerer informações detalhadas de políticas, devendo avaliar, monitorar e recomendar à administração a correção ou aprimoramento das políticas internas da Companhia, incluindo a

Anexos

política de transações com partes relacionadas; e (3) Consolidar o estatuto social da Companhia. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção das deliberações (A)(1), (A)(2) e (B)(1), nas quais nos abstivemos.

**MULTIPLAN —
EMPREENDEIMENTOS
IMOBILIÁRIOS S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 28/03/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as Demonstrações Financeiras da Companhia, acompanhadas do Relatório da Administração e do Relatório dos Auditores Independentes, relativos ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre a destinação do lucro líquido do exercício social findo em 31 de dezembro de 2024, nos termos da Proposta da Administração; (3) fixar o número de assentos do Conselho de Administração da Companhia para o próximo mandato, nos termos da Proposta da Administração; (4) indicação de candidatos ao Conselho de Administração; (5) eleição do presidente do Conselho de Administração; (6) fixar a remuneração global anual dos Administradores da Companhia para o exercício de 2026, nos termos da Proposta da Administração; (7) fixar o número de assentos do Conselho Fiscal da Companhia, nos termos da Proposta da Administração; (8) eleição em separado de 1 (um) membro efetivo e respectivo suplente do Conselho Fiscal por acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto; (9) eleição majoritária por chapa dos demais membros do Conselho Fiscal; (10) fixar a remuneração dos membros do Conselho Fiscal, nos termos da Proposta da Administração. Nesta assembleia participamos presencialmente, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (4), na qual, embora a eleição tenha sido aprovada, nos abstivemos em relação a um dos candidatos e votamos contra outro candidato.

NEOENERGIA S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 17/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) apreciação das contas e do relatório anual dos administradores, exame, discussão e votação das Demonstrações Financeiras referentes ao exercício social encerrado em 31/12/2024, acompanhadas dos Pareceres dos Auditores Independentes e do Conselho Fiscal; (2) proposta para destinação do lucro líquido apurado no exercício social encerrado em 31/12/2024 e a distribuição de dividendos; (3) aprovação do Orçamento de Capital; (4) ratificação da eleição dos membros titular, titular independente e suplente do Conselho de Administração; (5) fixar em 13 (treze) o número de membros titulares do Conselho de Administração; (6) eleição dos membros do Conselho de Administração; (7) fixar em 4 (quatro) o número de membros do Conselho Fiscal; (8) fixação da remuneração global anual dos administradores da Companhia e do Conselho Fiscal; e (9) eleição em separado de membro do Conselho Fiscal indicado por acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) proposta de aumento do capital social mediante capitalização de reservas de lucros no valor de R\$ 4.000.000.000,00 (quatro bilhões de reais), sem modificação do número de ações, nos termos do §1º do Artigo 169 da Lei das S.A., e a consequente alteração do Artigo 5º do Estatuto Social da Companhia; (2)

Anexos

alteração do Artigo 18 e do Artigo 25 do Estatuto Social, de modo a atualizar os valores ali previstos, conforme regra prevista no Artigo 39 do Estatuto Social; e (3) consolidação do Estatuto Social. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos as deliberações (A)(6), na qual aprovamos a eleição com exceção da abstenção em relação a alguns dos candidatos, e (A)(9), nas demais deliberações nos abstivemos.

PETRORECÔNCAVO S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 24/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre a proposta de destinação do resultado referente ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (3) eleger os membros do Conselho de Administração; e (4) fixar a remuneração anual global dos administradores da Companhia para o exercício social de 2025 no valor de até R\$ 37.643.401,19, conforme Proposta da Administração. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) aprovar a alteração do caput do Artigo 5º do Estatuto Social para refletir os aumentos de capital aprovados pelo Conselho de Administração, dentro do limite do capital autorizado, nas reuniões de 29/04/2024, 29/05/2024, 27/06/2024, 31/07/2024 e 30/01/2025. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos a deliberação (B)(1), abstenho-nos nas deliberações (A)(1), (A)(2), (A)(3) e (A)(4).

PETRÓLEO BRASILEIRO S.A. - PETROBRAS

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 16/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens, das quais participamos votando as deliberações elegíveis às nossas ações preferenciais: (1) indicação de candidatos ao Conselho Fiscal por acionistas detentores de ações preferenciais sem direito a voto ou com voto restrito, em eleição em separado. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos a deliberação.

POSITIVO TECNOLOGIA S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomar as contas dos administradores da Companhia, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre a proposta de destinação do lucro líquido do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (3) fixar o número de membros do Conselho de Administração da Companhia em 9 (nove) membros; (4) fixar o prazo de mandato dos membros do Conselho de Administração em 1 (um) ano; (5) eleger os membros do Conselho de Administração; (6) fixar e aprovar o limite de valor da remuneração global dos administradores para o exercício social de 2025, nos termos da Proposta da Administração; e (7) eleger os membros do Conselho Fiscal. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (1) e (2), nas quais nos abstivemos.

PRIO S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 17/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir

Anexos

e votar o relatório da administração sobre os negócios sociais e os principais fatos administrativos e as Demonstrações Financeiras, acompanhadas dos pareceres dos Auditores Independentes, do Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria, todos referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, na forma da Proposta da Administração; (2) deliberar sobre a proposta de destinação do lucro líquido do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, conforme a Proposta da Administração; (3) eleger os membros do Conselho Fiscal por meio de chapa única; e (4) deliberar a fixação do limite do montante da remuneração global anual dos administradores da Companhia (Diretoria e Conselho de Administração), referente ao exercício social de 2025, no valor de até R\$ 210.000.000,00, nos termos da Proposta da Administração. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (1), (2) e (4), nas quais nos abstivemos.

REDE D'OR SÃO LUIZ S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomar as contas dos administradores, bem como examinar, discutir e votar as Demonstrações Financeiras da Companhia relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, acompanhadas do relatório da administração e dos pareceres dos auditores independentes, do Conselho Fiscal e do Comitê de Auditoria; (2) deliberar sobre a destinação do resultado do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, conforme a Proposta da Administração; (3) deliberar sobre a proposta de remuneração anual global dos administradores para o exercício social de 2025, conforme a Proposta da Administração; (4) eleição do Conselho Fiscal por chapa única; (5) eleição do Conselho Fiscal em separado pelos acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto; e (6) deliberar sobre a remuneração individual dos membros do Conselho Fiscal da Companhia no próximo mandato, conforme a Proposta da Administração. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

SIMPAR S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 29/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as Demonstrações Financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, acompanhadas do Relatório dos auditores independentes. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) aprovar o pagamento de dividendos no valor de R\$ 60.000.000,00 (sessenta milhões de reais) à conta da Reserva de Investimentos constante das demonstrações financeiras do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) fixar a remuneração global anual dos Administradores da Companhia para o exercício de 2025; (3) modificar o Estatuto Social da Companhia, a fim de alterar o artigo 27, parágrafo 5º, para incluir nas atribuições do Comitê de Auditoria: (a) possuir meios para recepção e tratamento de informações acerca do descumprimento de dispositivos legais e normativos, regulamentos e códigos internos, com proteção do prestador e confidencialidade da informação; e (b) requerer informações detalhadas de políticas, devendo avaliar, monitorar e recomendar à administração a correção ou aprimoramento das políticas

Anexos

internas da Companhia, incluindo a política de transações com partes relacionadas; (4) rerratificar as deliberações aprovadas (a) na assembleia geral extraordinária da Companhia realizada em 20 de julho de 2020, para esclarecer que o capital social da Companhia após a referida assembleia era de R\$ 262.366.745,25; e (b) na assembleia geral extraordinária da Companhia realizada em 5 de agosto de 2020, para esclarecer que o capital social da Companhia após a referida assembleia passou a ser de R\$ 712.826.378,03; ratificando as demais deliberações aprovadas naquelas assembleias gerais bem como todos os aumentos de capital posteriores da Companhia; e (5) consolidar o estatuto social da Companhia. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (A)(1), na qual nos abstivemos.

SUZANO S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 25/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) tomar as contas dos administradores relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras da Companhia relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, bem como apreciar o relatório da administração relativo a tal exercício social; (3) caso seja instalado o Conselho Fiscal, deliberar a fixação do número de membros que comporão o Conselho Fiscal em 3 (três) membros; (4) eleger os membros do Conselho Fiscal; e (5) fixar a remuneração global anual dos administradores e do Conselho Fiscal da Companhia para o exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2025, nos termos da Proposta da Administração. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (1) e (2), nas quais nos abstivemos. Quanto à eleição do Conselho Fiscal (4), aprovamos a eleição em separado pelos acionistas minoritários e nos abstivemos na eleição geral de candidatos.

TECHNOS S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar o Relatório Anual da Administração e as Demonstrações Financeiras da Companhia, acompanhadas do Parecer dos Auditores Independentes, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) deliberar sobre a proposta de orçamento de capital para o exercício social de 2025; (3) deliberar sobre a proposta da Administração para a destinação do resultado do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (4) fixar a remuneração anual global dos administradores da Companhia para o exercício social de 2025; (5) fixação do número de membros que irão compor o Conselho de Administração (6 membros efetivos); e (6) eleição dos membros do Conselho de Administração. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) alteração do artigo 5º do Estatuto Social da Companhia para refletir a nova quantidade de ações em que se divide o capital social da Companhia, tendo em vista os cancelamentos de ações em tesouraria, sem redução do valor do capital social da Companhia, aprovados nas Reuniões do Conselho de Administração de 13.05.2024, 28.06.2024, 12.08.2024 e 10.03.2025, nos termos da Proposta da

Anexos

Administração; e (2) a consolidação do Estatuto Social da Companhia, com a realização de ajuste formal no artigo 5º, conforme item (i) da Ordem do Dia, nos termos da Proposta da Administração. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

**TEGMA GESTÃO
LOGÍSTICA S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 09/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) examinar, discutir e deliberar sobre as Demonstrações Financeiras da Companhia, acompanhadas do Relatório e Parecer dos Auditores Independentes, do Comitê de Auditoria e do Conselho Fiscal da Companhia, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) examinar, discutir e deliberar sobre o Relatório da Administração e respectivas contas dos administradores relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (3) deliberar sobre a proposta de orçamento de capital da Companhia para o exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2025, nos termos do artigo 196 da Lei das Sociedades por Ações; (4) deliberar sobre a proposta de destinação do resultado relativo ao exercício social da Companhia encerrado em 31 de dezembro de 2024; (5) determinar o número de membros do Conselho de Administração da Companhia a serem eleitos para o próximo mandato; (6) eleger os membros do Conselho de Administração, por chapa única; (7) deliberar sobre a eleição do Presidente e do Vice-Presidente do Conselho de Administração, nos termos do artigo 20 do Estatuto Social da Companhia; (8) deliberar sobre a caracterização da independência dos candidatos para o cargo de membros independentes do Conselho de Administração; (9) eleger os membros do Conselho Fiscal, por chapa única; e (10) fixar o valor da remuneração global da administração e dos membros do Conselho Fiscal para o exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2025. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) deliberar sobre a alteração e consolidação do Estatuto Social da Companhia para: (i) alterar o caput do artigo 5º para esclarecer que o capital social da Companhia é dividido em ações escriturais; (ii) excluir o Parágrafo 3º do artigo 13, para adequação à regulamentação vigente; e (iii) corrigir a numeração de dispositivos constantes do Estatuto Social da Companhia. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da caracterização da independência dos candidatos ao Conselho de Administração (A)(8), na qual nos abstivemos, e da eleição do Conselho Fiscal (A)(9), na qual nos abstivemos em relação a um dos candidatos. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 14/11/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) aprovar a eleição de membros titulares e suplentes do Conselho de Administração da Companhia para o preenchimento das vagas vacantes em função das renúncias e do pedido de substituição apresentados, para completar o atual mandato até a Assembleia Geral Ordinária que deliberará sobre as Demonstrações Financeiras do exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2026; e (2) deliberar sobre a eleição da Vice-Presidente do Conselho de Administração, nos termos do artigo 20 do Estatuto Social da Companhia. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e nos abstivemos em todas as deliberações.

Anexos

VALE S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 30/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) apreciação do relatório e das contas da administração e exame, discussão e votação das demonstrações financeiras, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) proposta para a destinação do resultado do exercício de 2024; (3) fixação do número de assentos do Conselho de Administração em 13 (treze) membros titulares e 1 (um) membro suplente; (4) eleição dos membros do Conselho de Administração; (5) eleição do presidente do Conselho de Administração; (6) eleição do vice-presidente do Conselho de Administração; (7) eleição dos membros do Conselho Fiscal; e (8) fixação da remuneração anual global dos administradores e dos membros do Conselho Fiscal para o ano de 2025, nos termos da Proposta da Administração. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) aprovação do Plano Global de Incentivo de Longo Prazo baseado em Ações. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção das deliberações (A)(2) e (A)(4), nas quais nos abstivemos.

VAMOS LOCAÇÃO DE CAMINHÕES, MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 28/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomar as contas dos administradores, examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras relativas ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, acompanhadas do relatório dos auditores independentes; (2) deliberar sobre a proposta de destinação do lucro líquido do exercício encerrado em 31 de dezembro de 2024 e a distribuição de dividendos; e (3) eleger os membros do Conselho de Administração. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) fixar o limite global da remuneração anual dos administradores da Companhia para o exercício social de 2025; (2) modificar o Estatuto Social da Companhia, a fim de alterar o artigo 27, parágrafo 5º, para incluir nas atribuições do Comitê de Auditoria: (a) possuir meios para recepção e tratamento de informações acerca do descumprimento de dispositivos legais e normativos, regulamentos e códigos internos, com proteção do prestador e confidencialidade da informação; e (b) requerer informações detalhadas de políticas, devendo avaliar, monitorar e recomendar à administração a correção ou aprimoramento das políticas internas da Companhia, incluindo a política de transações com partes relacionadas; e (3) consolidar o estatuto social da Companhia. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da eleição do Conselho de Administração (A)(3), na qual nos abstivemos em relação a um dos candidatos, e da remuneração global dos administradores (B)(1), na qual nos abstivemos.

VITTIA S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 23/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) tomada das contas dos administradores e ao exame, discussão e votação das demonstrações financeiras da Companhia, acompanhadas das notas explicativas, do parecer dos auditores independentes e do relatório da administração, referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) destinação do resultado do exercício social encerrado em 31 de

Anexos

dezembro de 2024, na forma indicada pela administração (reserva legal, juros sobre capital próprio e retenção de lucros para orçamento de capital); e (3) fixação da remuneração anual global dos administradores para o exercício social de 2025. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) alteração do parágrafo único, incisos I e IX da cláusula 2ª, do Estatuto Social da Companhia, para alterar os endereços das filiais situadas nas cidades de Luís Eduardo Magalhães-BA e Jataí-GO; (2) alteração da cláusula 6ª, caput, do Estatuto Social da Companhia, para refletir o ajuste no número de ações em que se divide o capital social, tendo em vista o cancelamento de 4.400.000 ações ordinárias de emissão da Companhia mantidas em tesouraria, sem redução do capital social; e (3) autorização aos administradores a praticarem todos os atos necessários para a implementação das deliberações. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

WEG S.A.

Em Assembleia Geral Ordinária e Extraordinária realizadas no dia 29/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (A) Em Assembleia Geral Ordinária: (1) exame, discussão e votação do Relatório da Administração, Demonstrações Financeiras, Relatório da Auditoria Externa, Parecer do Conselho Fiscal e demais documentos relativos ao exercício social encerrado em 31/12/2024; (2) aprovação da destinação do Lucro Líquido do exercício e do Orçamento de Capital para o ano de 2025 conforme proposta do Conselho de Administração, bem como ratificação da distribuição de Dividendos e Juros sobre o Capital Próprio conforme deliberações já tomadas nas reuniões do Conselho de Administração; (3) fixação da remuneração global anual dos Administradores; (4) eleição dos membros do Conselho Fiscal por chapa única; (5) eleição em separado de candidatos ao Conselho Fiscal indicados por acionistas minoritários detentores de ações com direito a voto; e (6) fixação da remuneração dos membros do Conselho Fiscal. (B) Em Assembleia Geral Extraordinária: (1) exame, discussão e votação da proposta de revisão do plano de remuneração baseado em ações, denominado Plano de Incentivo de Longo Prazo (Plano ILP), em favor de seus Administradores e Gestores; (2) exame, discussão e votação da proposta de aumento do capital social da Companhia em R\$ 5.000.000.000,00, passando de R\$ 7.504.516.508,00 para R\$ 12.504.516.508,00, sem alteração na quantidade de ações de emissão da Companhia, e respectivos ajustes no Estatuto Social para acomodar o que deliberado; (3) exame, discussão e votação da proposta de criação do Comitê de Auditoria Estatutário e respectivos ajustes no Estatuto Social para acomodar o que deliberado; (4) exame, discussão e votação da proposta de instalação do Conselho Fiscal, com alteração de permanente para não permanente, nos termos do caput do artigo 161 da Lei 6.404/1976, e respectivos ajustes no Estatuto Social para acomodar o que deliberado; e (5) exame, discussão e votação da proposta de alteração do artigo 11 do Estatuto Social, para acomodar os ajustes regulatórios promovidos pela Comissão de Valores Mobiliários, decorrentes da Resolução CVM 204/2024, que alterou a Resolução CVM 81/2022. Nestas assembleias participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 19/12/2025, foi deliberada a seguinte ordem: (1) exame, discussão e votação

Anexos

da proposta do Conselho de Administração sobre a constituição e pagamento de dividendos calculados sobre o saldo das Reservas de Lucros, no montante de R\$ 5.196.348.565,12, a serem pagos em 3 parcelas anuais, em agosto de 2026, 2027 e 2028, registradas no Patrimônio Líquido das Demonstrações Financeiras Intermediárias, divulgadas e auditadas, em 30 de setembro de 2025, com atenção às regras de transição temporal vigentes conforme previsão da Lei 9.250/1995, com a redação dada pela Lei 15.270/2025. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

**WESTWING COMÉRCIO
VAREJISTA S.A.**

Em Assembleia Geral Ordinária realizada no dia 25/04/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) apreciar o relatório da administração e as contas dos administradores da Companhia referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (2) examinar, discutir e votar as demonstrações financeiras da Companhia referentes ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024, incluindo as respectivas notas explicativas e acompanhadas do relatório e parecer dos auditores independentes e do Comitê de Auditoria e do parecer do Conselho Fiscal; (3) aprovar a destinação do resultado do exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2024; (4) fixar o número de membros do Conselho de Administração da Companhia para o próximo mandato; (5) aprovar a eleição dos membros do Conselho de Administração da Companhia para mandato unificado de 2 (dois) anos, a encerrar-se na data de realização da Assembleia Geral Ordinária que deliberar sobre as demonstrações financeiras da Companhia relativas ao exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2027; (6) fixar a remuneração anual global dos administradores da Companhia para o exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2026; (7) eleger os membros efetivos e suplentes do Conselho Fiscal da Companhia para o mandato de 1 (um) ano, a encerrar-se na data de realização da Assembleia Geral Ordinária que deliberar sobre as demonstrações financeiras da Companhia referentes ao exercício social a ser encerrado em 31 de dezembro de 2026; (8) aprovar a fixação da remuneração dos membros do Conselho Fiscal para o exercício social a se encerrar em 31 de dezembro de 2026. Nesta assembleia participamos presencialmente, e aprovamos todas as deliberações, com exceção da (5), na qual nos abstermos em relação a alguns dos candidatos, e da (7), na qual votamos contra em relação a um dos candidatos. Em Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 22/10/2025, foi deliberada as seguintes ordens: (1) deliberar sobre a eleição de membro independente do Conselho de Administração da Companhia; (2) deliberar sobre a alteração do artigo 9º, parágrafo 1º, para refletir o prazo legal para convocação da assembleia geral da Companhia, conforme artigo 124, inciso II, da Lei das Sociedades por Ações; (3) deliberar sobre a alteração do artigo 12, parágrafo 5º, para refletir o prazo de gestão disposto no artigo 150, §4º da Lei das Sociedades por Ações; e (4) deliberar sobre a consolidação do Estatuto Social, nos termos da Proposta da Administração. Nesta assembleia participamos através do Boletim de Voto a Distância fornecido pela Companhia, e aprovamos todas as deliberações.

Anexos

Revolução ou Evolução? Inteligência Artificial e Produtividade: O Problema?

Por Marcello Adrião Rodrigues e Ricardo Magalhães

Enquanto o mundo corporativo vive uma corrida frenética pela adoção de Inteligência Artificial, uma verdade inconveniente emerge dos dados. Estima-se que 95% das empresas que investiram bilhões em IA ainda não demonstram retorno mensurável.

Este não é um artigo sobre otimismo tecnológico nem sobre pessimismo paralisante. É um mapa para atravessar o paradoxo mais intrigante do mundo dos negócios contemporâneo, e transformá-lo em vantagem competitiva.

Existe uma dissonância coletiva em torno da IA. Estudos mostram ganhos de produtividade operacional, enquanto o caixa e o ROIC demoram a aparecer.

Como explicar essa contradição aparente? Como pode uma tecnologia que comprovadamente aumenta a produtividade individual falhar em gerar retornos financeiros para as organizações? O que separa os poucos vencedores da massa frustrada?

1. Este **ensaio** sintetiza o estado da arte do conhecimento corporativo sobre IA, com base em 45 estudos de instituições como MIT, Stanford, Harvard, Wharton, BCG, McKinsey, OECD e NIST. O objetivo é entregar a CEOs e membros de Board uma estrutura para: Compreender o paradoxo entre ganhos imediatos de produtividade e retorno financeiro gradual.
2. Explicar como a vantagem competitiva surge da eliminação de microatritos operacionais.
3. Diferenciar e especular sobre a dinâmica fundamental que separa os poucos vencedores da massa de empresas frustradas: produtividade não é, automaticamente, criação de valor para o acionista.
4. Alertar sobre expectativas irreais baseadas em ciclos históricos de adoção tecnológica.
5. Adotar uma estratégia de "cautela ativa" que equilibre ambição com disciplina de capital.
6. Lidar com três dilemas estratégicos críticos: governança de AI, produtividade negativa (workslop) e barreiras sociais e corporativas.
7. Debater como barreiras sociais e corporativas travam a adoção e otimização com IA.
8. Antecipar 12 perguntas iniciais, sem consenso, que afetarão a próxima década da IA corporativa.

O impacto operacional da IA é rápido. O impacto financeiro é lento. Isso não é falha. É a natureza da transformação.

Anexos

Anatomia de um Paradoxo: Por Que Produtividade Alta Não Significa Lucro Imediato

O paradoxo da Inteligência Artificial não começa na tecnologia. Começa na expectativa. Os dados são claros. A IA funciona. Funciona bem e funciona rápido.

Estudos experimentais do MIT, Stanford, Wharton e Harvard mostram aumentos consistentes de produtividade individual. Em tarefas cognitivas bem definidas, os ganhos variam entre 15% e 35%. Ciclos encurtam. O alinhamento entre áreas melhora significativamente. A qualidade das análises e a velocidade das tomadas de decisão podem aumentar de forma mensurável. A tecnologia, bem aplicada, funciona no nível individual.

No entanto, quando vão buscar o reflexo consolidado, encontram uma realidade desconcertante: O EBITDA teima em não crescer na velocidade do entusiasmo. O ROIC permanece estável na próxima divulgação trimestral. Aprofundam a análise e percebem que 95% dos projetos não escalaram para produção com retorno financeiro mensurável. Eventualmente o resultado financeiro da empresa estagna ou até piora, quando se consideram os investimentos realizados.

A explicação para esse fenômeno reside na natureza da transformação tecnológica. A IA melhora dezenas, centenas, às vezes milhares de atividades pulverizadas ao longo dos fluxos de trabalho diários. A acumulação desses ganhos “ínfimos” forma a base da produtividade futura, mas sua conversão em resultados financeiros tangíveis exige um conjunto de condições que a maioria das organizações simplesmente não tem, e que muitas nem sequer reconhecem como necessárias.

A tentação inicial é atribuir o problema à execução: má condução dos projetos, ferramentas erroneamente escolhidas, treinamento insuficiente. Parte disso é verdade. Mas não é o núcleo do paradoxo.

Produtividade é um insumo. Valor é um resultado. Entre um e outro existe um “intervalo organizacional” que a maioria das empresas subestima, ou ignora por completo. A IA atua em camadas microscópicas do trabalho.

O impacto financeiro, por definição, é sistêmico. Exige escala, reengenharia holística e muita coordenação na rotina.

Requisitos Invisíveis da Transformação: Onde a Vantagem Competitiva Realmente Nasce? Microtarefas. Microdecisões. Microatritos.

Investidores e conselhos de administração precisam de explicações que transforme complexidade técnica em lógica estratégica simples. A narrativa que funciona é direta: IA não “troca pessoas por software” de forma linear, nem elimina cargos por decreto. Ela remove atritos do sistema. Encurta ciclos, reduz retrabalho, melhora decisão e eleva a capacidade operacional de entregar mais, melhor e mais rápido, com qualidade. No debate sobre IA, a explicação que mais confunde é também a mais comum: a ideia de que valor surge de saltos tecnológicos. Não surge. O valor aparece pulverizado, no detalhe. Em muitos pontos do sistema. Discreto. Distribuído. Cumulativo. E, sem coordenação contínua, vira só ruído com cara de progresso.

Anexos

A produtividade corporativa é um agregado de “microtarefas”, que são invisíveis quando observadas na superfície, das distantes mesas de conselhos e mesmo da cadeira do CEO, encadeadas em procedimentos e, daí, em processos. Além de um mosaico de pequenas decisões, ajustes de rota, revisões e aprovações, e de esperas imprevistas ou, eventualmente, desnecessárias. Reprocessamentos silenciosos. Cada uma consome segundos ou minutos de diversas pessoas. E, ainda assim, somente quando há a identificação e eliminação de gargalos sistêmicos, muitas vezes ocultos, frequentemente não óbvios.

Quando uma empresa aplica IA a esse nível microscópico, o ganho individual pode ser modesto, nada espetacular. Nenhum “antes e depois” cinematográfico. O que muda não é uma tarefa específica. É a velocidade média com que o trabalho flui. O que vale é a agregação harmoniosa dos ganhos, transformando-se em velocidade sistêmica.

O erro recorrente é buscar valor onde ele não se manifesta. Espera-se um grande projeto transformador, um caso emblemático, um “milagre” isolado. Enquanto isso, o verdadeiro motor de vantagem competitiva opera em silêncio, reorganizando milhares de “microdecisões” ao longo do dia, como num caleidoscópio com padrões mais eficientes a cada rodada.

Microganhos isolados não ressoam sozinhos. Eles precisam de alinhamento entre processos, sistemas e pessoas, de coordenação precisa, para produzir impacto agregado relevante. Sem isso, a empresa coleta ganhos dispersos ou ilusórios, mas não colhe valor.

É aqui que uma analogia ajuda a esclarecer, sem simplificar demais.

O Waze não criou estradas. Não acelerou motores. Não eliminou o tráfego. Eliminando fricções, melhora o trânsito. O valor é menos tempo perdido. Cada correção individual é pequena. Quase irrelevante. Mas, quando milhares acontecem simultaneamente, em tempo real, o comportamento de uma cidade inteira muda. O efeito não está em cada desvio. Ele substituiu incerteza, tempo perdido, erros de rota, decisões mal calibradas. Gera valor quando a maioria adota, sabe usar e topa respeitar.

E se o contexto estiver coordenado. Se não, é caos. Todos já vimos, em dias de acidentes mais extremos ou concomitantes, o aplicativo recalculando e alterando sugestões de rotas em segundos, com motoristas, desconfiados, second-guessing a ferramenta e amplificando os erros. Descoordenação.

Não foi “o vento” como causa simples. Foi um fenômeno de ressonância: em 1940, a ponte sobre o estreito de Tacoma entrou em oscilação, perdeu estabilidade e colapsou. A lição para IA corporativa é direta: o risco não é falta de ferramenta. É acoplamento mal desenhado. Quando a solução para “usar IA” vira empilhar complexidade, mais agentes, mais camadas, mais especialistas, mais handoffs, você pode criar um sistema que não dissipa ruído; amplifica. O erro deixa de ser pontual e vira oscilação recorrente. A organização entra em flutter: instável, barulhenta, imprevisível.

IA aplicada às microtarefas certas, com feedback contínuo e integração real, reduz fricções invisíveis e cumulativas. Cada profissional (ou área), após aprender, sendo coordenado, entrega mais, entrega coisas que não teria como entregar antes, entra com agilidade e, potencialmente, com mais qualidade. O impacto não aparece como um grande salto. Aparece como uma mudança persistente no ritmo organizacional.

Anexos

Assim como foi, aliás, em escala obviamente muito menor, a transição das HP 12C para o Lotus 123/Excel e bases Paradox/Access, “milagres” de 40 anos atrás, *irrelevantes* hoje.

Essa é a lógica que Boards precisam internalizar.

Vantagem competitiva com IA nasce da eliminação sistemática de microatritos. “Mas então não há áreas em que o humano será radicalmente eliminado?” Claro que algumas aptidões da IA, as diretamente atreladas à linguagem humana, são óbvias. Cuidado revisores de textos, cuidado juniores preparadores de rascunhos escritos, em som ou em vídeo... Ainda assim, arrisco responder: “Não nos próximos cinco anos”. Quem publicará uma campanha de marketing totalmente feita por IA sem curadoria humana? Quem eliminará completamente a área de atendimento ao cliente sem poder intervir, e aprender, em casos mais complexos e potencialmente mais danosos?

Principalmente, a criação de valor exige mais do que tecnologia. Exige absorção cultural real, processos redesenhados com IA como elemento nativo e integração cuidadosa com sistemas legados.

Chegar lá, exige aprendizado supervisionado, revisão de papéis e a disciplina para coordenar testes dispersos. Sem esses elementos, os microbenefícios não se acumulam; se dissipam.

Microtarefas viraram a unidade atômica da vantagem competitiva moderna. É aqui que o paradoxo começa a se resolver. Ainda não no financeiro.

Produtividade Líquida: Quando a IA Começa a Trabalhar Contra Você

A adoção de IA costuma produzir um efeito imediato e sedutor. Mais entregas. Mais velocidade. Mais respostas. Em muitos casos, mais sensação de controle. É aqui que surge um erro conceitual recorrente nos níveis mais altos da organização: confundir produtividade individual bruta com produtividade organizacional líquida. Produtividade bruta mede quanto um produz. Produtividade líquida mede quanto valor sobra no sistema integrado.

A IA aumenta a primeira com facilidade. A segunda é outra história. Ganhos aparentes frequentemente escondem custos que não aparecem nas métricas iniciais. Tempo adicional de validação. Reprocessamento silencioso. Erros propagando aceleradamente. Coordenação mais complexa. Capital político consumido para sustentar decisões que pareciam boas no início. Mais tarde, o saldo nem sempre é positivo.

É nesse ponto que a narrativa otimista começa a rachar. O primeiro sintoma costuma ser sutil. A organização passa a produzir mais conteúdo, mais análises, mais relatórios, mais variações de respostas. O volume cresce. O discernimento, nem sempre. Surge o fenômeno que muitos times já reconhecem, ainda que com nomes diferentes: *workslop*. Output convincente, rápido, abundante, e, frequentemente, irrelevante ou impreciso.

O gargalo se desloca. Antes, estava na execução. Agora, está na validação. Profissionais altamente qualificados passam menos tempo criando, decidindo ou desenhando soluções e mais tempo supervisionando máquinas ou colegas. Conferindo. Corrigindo. Refazendo. O custo cognitivo aumenta. A fadiga decisória também. Quanto mais a IA “decide”, maior o risco sistêmico embutido nessas decisões.

Anexos

Esse é um ponto desconfortável para Boards, mas necessário. A IA nem sempre elimina o trabalho humano; com enorme frequência, ela o redistribui. Mal arquitetada, desloca talento escasso para atividades de menor valor estratégico. A organização parece mais produtiva enquanto, em camadas profundas, consome energia para manter o funcionamento.

O problema se agrava quando uma automação custosa avança sobre processos ruins. Automatizar processos não os corrige, e pode acelerar e amplificar seus defeitos. Exceções se multiplicam. Erros ganham escala. Decisões equivocadas se espalham com menos *check points*. O custo de reversão cresce rapidamente e a promessa inicial de eficiência começa a se inverter.

Quando microganhos não são coordenados, o sistema pode trabalhar contra si mesmo. O que parece ganho local vira fricção adicional em outro ponto do fluxo. Times otimizam suas partes, mas degradam o todo. A empresa se move mais rápido, na direção errada. Ou sem direção. É o mesmo princípio criticado e estudado em sistemas complexos: otimizações locais descoordenadas que reduzem o desempenho global.

Nesse cenário, métricas enganosas prosperam. KPIs cartesianos, estanques melhoram. SLAs locais aparentam eficiência. Dashboards desintegrados ficam mais verdes. Ao mesmo tempo, o ROIC permanece teimosamente estável ou cai. A organização celebra produtividade até enquanto destrói valor econômico. Força-se, então, a leitura otimista dos números. Ajustam-se indicadores. Cria-se a ilusão de sucesso.

Lá onde “as coisas de fato acontecem”, a confiança interna e a disputa corporativa começa a se corroer.

O resultado é um fenômeno organizacional conhecido, ainda que raramente nomeado. A empresa trabalha mais para gerar o mesmo ou menos resultado. O esforço aumenta. O retorno não acompanha. O cinismo começa embaixo, mas não chega em cima.

Esse é o ponto em que a IA deixa de ser apenas neutra e passa a ser perigosamente contraproducente. Para conselhos de administração, o alerta é claro. IA como conceito genérico, sem entendimento de detalhes e nuances, sem análises críticas e monitoramento em profundidade, sem robusta coordenação, tenderá a destruir valor. Não por má-fé, nem por incompetência técnica, mas por subestimar a complexidade do sistema que se está redesenhando e da mudança requerida.

Alerta Histórico: Por Que a Revolução Nunca É Instantânea

O risco estratégico da IA não é a tecnologia. É a psicologia organizacional.

Empresas entram, repetidamente, em ciclos de euforia e frustração alimentados pela expectativa de que “tudo mudará de uma vez”. Essa crença ignora a história, e desperdiça capital, energia e atenção em decisões equivocadas.

Nenhuma revolução econômica foi instantânea. Nenhuma. E a história econômica é clara sobre o porquê. Análises consolidadas da OCDE e do McKinsey Global Institute mostram que grandes tecnologias só passam a impactar a produtividade agregada após mudanças organizacionais profundas, e não no momento inicial de sua adoção.

Anexos

A eletricidade, uma das tecnologias mais transformadoras da era industrial, levou décadas para reorganizar fábricas. Evidências clássicas mostram que, nas primeiras fases, empresas limitaram-se a substituir motores a vapor por motores elétricos, preservando layouts, fluxos e hierarquias herdadas. Os ganhos iniciais foram localizados e modestos. Como documentado por Paul David e aprofundado por Alfred Chandler, a transformação só se materializou quando processos, estruturas e sistemas produtivos foram redesenhados para explorar plenamente a modularidade que a eletricidade permitia. Primeiro surgiu produtividade individual ou local. A conversão em produtividade organizacional líquida exigiu coordenação, tempo e uma nova lógica de organização industrial.

O automóvel seguiu trajetória semelhante. Entre as décadas de 1910 e 1950, nos Estados Unidos, a difusão do carro precedeu a infraestrutura que tornaria seu uso produtivo em escala. Estradas pavimentadas, postos de combustível, sinalização, regulamentação e cultura de direção foram construídos ao longo de décadas. Sem essa coordenação sistêmica, o ganho individual do automóvel não se convertia em valor coletivo. A tecnologia existia antes da produtividade líquida emergir.

Computadores pessoais, internet e smartphone repetiram o padrão. O PC comercialmente viável surgiu em 1981. A internet comercial ganhou tração em meados dos anos 1990. O e-commerce só se tornou relevante após o redesenho de logística, pagamentos e confiança institucional no início dos anos 2000. Estudos da OCDE e de consultorias globais mostram que o smartphone só passou a impactar produtividade agregada quando padrões de consumo, marketing e cadeias de suprimento foram reorganizados em torno dele. Em todos os casos, a promessa precedeu por muitos anos a conversão em produtividade organizacional líquida.

A computação em nuvem reforça a lição. Lançada comercialmente em 2006, levou mais de uma década para gerar impacto pleno em grandes corporações. Até hoje, muitas operam arquiteturas híbridas com sistemas legados relevantes. O atraso não foi tecnológico. Foi organizacional, cultural e de coordenação.

A IA segue o mesmo padrão, acelerado, mas ainda profundamente “humano-dependente”. O ciclo de adoção tecnológica se repete com regularidade histórica. Começa com promessas amplificadas por desejos tão extremos quanto etéreos. Evolui para euforia competitiva e medo de ficar para trás.

Orçamentos são aprovados rapidamente; análises, superficialmente. Em seguida, emerge resistência humana, raramente explícita. Ela aparece como questionamentos “razoáveis” sobre qualidade, segurança e compliance. A execução perde tração. Esse intervalo recorrente entre promessa e valor não é ruído histórico, é a fase descendente da Curva J antes da inflexão positiva. O impacto real demora.

Só então, para quem persevera, a transformação começa a se materializar. Cultura, processos, coordenação e governança amadurecem. As organizações que atravessam esse intervalo capturam produtividade organizacional líquida. As que desistem cedo perdem a janela.

A história de longo prazo ajuda a calibrar expectativas. Antes da Revolução Industrial, o crescimento econômico global era inferior a 0,5% ao ano. Mesmo a transformação mais profunda da era moderna produziu ganhos graduais, distribuídos de forma assimétrica e defasada entre investidores, empresas,

Anexos

trabalhadores, consumidores e reguladores. O sistema econômico como um todo se transformou, mas não de forma simultânea nem uniforme. O ganho composto veio depois.

Estimativas recentes apontam que a IA pode elevar a produtividade em torno de 1,5% a 2% ao ano. Isso soa modesto frente às narrativas de “10x”. Mas, historicamente, é expressivo. Em uma década, esse ganho composto representa mudança estrutural relevante. O erro estratégico é exigir que esse efeito apareça no trimestre seguinte.

O paradoxo inicial mostrou por que o impacto financeiro demora. Os microatritos mostraram onde a vantagem competitiva realmente nasce. E a produtividade líquida explicou o ponto mais perigoso: o sinal pode inverter, mais output, menos valor. A história ensina a mesma lição: tentar acelerar além da capacidade cultural e de coordenação da organização produz o pior cenário possível. Esforço elevado. Resistência silenciosa. Falhas de validação humana. Retrabalho. Métricas enganosas. Frustração do board. É o vale da Curva J, atravessado à força.

A alternativa não é lentidão. É ritmo sustentável. Tratar a IA como maré de ganho composto: modesta no curto prazo, decisiva no longo. Aceitar que produtividade individual precede produtividade organizacional líquida. E reconhecer que a conversão entre uma e outra exige coordenação deliberada ao longo do tempo.

A tecnologia não falha por ser lenta. Ela falha quando expectativas ignoram a história. A partir daqui o desafio deixa de ser entender por que a revolução não é instantânea. Passa a ser decidir como atravessar esse intervalo com disciplina.

O erro não é investir cedo demais em IA. É tentar governá-la no improviso: com ansiedade, intermitência e pouca compreensão do que realmente está em jogo. A história deixa claro que o fracasso recorrente da IA nas organizações não é técnico, nem temporário, é interpretativo. A tecnologia funciona, os ganhos locais aparecem, mas a conversão em valor econômico exige governança, execução e disciplina de capital que raramente surgem espontaneamente. Entre a promessa e o resultado existe um intervalo previsível, marcado por ansiedade decisória, coordenação imperfeita e erros de leitura gerencial. Ignorar esse intervalo destrói valor; atravessá-lo conscientemente cria. A questão deixa de ser se a IA transforma organizações, e passa a ser *como* liderar essa travessia sem desperdiçar tempo, confiança e capital.

Em breve, publicaremos a continuação deste ensaio, “*Construindo Soluções*”, discutindo como transformar IA de promessa difusa em vantagem competitiva real, por meio de governança, execução e estratégia andando juntas, disciplina rigorosa de capital, gestão explícita de riscos e monitoramento diligente dos dilemas sem consenso. E o estilo de liderança capaz de atravessar o intervalo entre euforia e valor com julgamento, coordenação e coragem estratégica.

Anexos

BIBLIOGRAFIA

Brynjolfsson, Erik; McAfee, Andrew. *The Second Machine Age*. Norton, 2014.

Introduz "Segunda Era da Máquina" onde IA digitaliza trabalho mental, gerando abundância econômica mas polarizando renda via automação desigual. Argumenta que ganhos tecnológicos exigem políticas redistributivas para converter inovação em prosperidade inclusiva sustentável. [mindfultech+1](#)

Brynjolfsson, Erik; Rock, Daniel; Syverson, Chad. "Artificial Intelligence and the Modern Productivity Paradox." NBER Working Paper, 2017.

Documenta paradoxo: avanços exponenciais IA contrastam com produtividade estagnada pós-2005, ecoando "sol negro" anos 70-80 por lags de adoção. Prevê aceleração futura via complementaridades humano-IA, mas alerta defasagem entre investimento e impacto macroeconômico mensurável. [nber+1](#)

Brynjolfsson, Erik et al. "Generative AI at Work." MIT / Stanford / NBER, 2023–2024.

Experimento revela GenAI elevando produtividade 14% em centros de chamadas, com juniores ganhando +34% vs. seniores +6% em tarefas complexas. Confirma ganhos individuais rápidos, mas destaca riscos atrofia habilidades e necessidade redesign organizacional para escala sustentável. [arxiv+1](#)

Evidência empírica recente (MIT Project NANDA, AI, Productivity, and Organizational Frictions, 2023–2024; Stanford HAI, AI Index Report, 2023–2024; Wharton AI Analytics Initiative, estudos sobre produtividade e decisão gerencial, 2023–2024).

MIT NANDA identifica "GenAI Divide": 95% projetos sem ROI escalável apesar US\$30-40bi, shadow AI pessoal superando corporativo em eficiência. Stanford HAI e Wharton associam o intervalo entre ganho individual e receita agregada a workslop e a fricções organizacionais. [linkedin+3](#)

Milgrom, Paul; Roberts, John. *Economics, Organization and Management*. Prentice Hall, 1992.

Analisa firma moderna via economia organizacional, focando motivação/coordenação sob incerteza e trade-offs estrutura/incentivos. Explica padrões organizacionais emergentes de complementaridades supermodulares, onde mudanças simultâneas maximizam eficiência sistêmica. [gsb.stanford+1](#)

Chandler, Alfred D. *The Visible Hand*. Harvard University Press, 1977.

Documenta "mão visível" gerencial substituindo mercado: hierarquias administrativas coordenam produção em escala após ferrovias/refrigeração. Propõe que empresas gerenciais surgem quando coordenação administrativa supera forças de mercado em volume crescente. [zoe.zatz+1](#)

Porter, Michael. *Competitive Advantage*. Free Press, 1985.

Define vantagem competitiva via cadeia valor: atividades primárias/suporte criam valor superando custos rivais através liderança custo/diferenciação/foco. Enfatiza atividades como unidade análise estratégica, onde coordenação atividades gera posição sustentável no setor. [ifm.eng.cam](#)

Malone, Thomas. *The Future of Work*. Harvard Business School Press, 2004.

Prevê coordenação tecnológica (IA/comunicação) permitindo organizações "supermente" com decisões descentralizadas e inteligência coletiva. Argumenta transição de hierarquias rígidas para redes flexíveis homem-máquina colaborando em escala inédita. [sternstrategy](#)

Galbraith, Jay. *Designing Organizations*. Jossey-Bass, 2002.

Anexos

Apresenta Star Model: estratégia/estrutura/processos/recompensas/pessoas alinhadas para demandas mutáveis via governança matricial/front-back. Guia executivos reconfigurando organizações cliente-cêntricas/virtualizadas com processos laterais integrando funções.[jaygalbraith](#)

BetterUp Labs e Stanford, termo “workslop”, Harvard Business Review, 2025.

Define "workslop" como output baixo-esforço IA entupindo workflows, erodindo confiança e custando milhões em retrabalho/validation. Cria "economia QA paralela" onde aceleração inicial gera sobrecarga gerencial sistêmica neutralizando ganhos líquidos.[fortune](#)

MIT Sloan, estudos sobre sobrecarga gerencial pós-GenAI, 2023–2024.

Revela gerentes reduzindo 35-45% tempo tarefas repetitivas, mas redirecionando para revisão outputs IA imprecisos/hallucinações. Alerta atrofia cognitiva e ansiedade deslocamento, exigindo upskilling "inteligência aumentada" para confiança calibrada.[jsem-journal](#)

Wharton, evidências de transferência de carga cognitiva para níveis superiores, 2023.

Documenta GenAI elevando uso entre profissionais EUA, mas transferindo carga decisão para gerentes via validação constante erros propagados. Aponta que o workslop corrói parte dos ganhos iniciais em trabalho de conhecimento descoordenado.[thedp](#)

Bain & Company, The Hidden Costs of Automation, 2022–2024.

Expõe custos ocultos automação: redundâncias software (10-30% corte), desperdício infraestrutura e refatoração implantações prematuras. Recomenda IA otimizando portfólio aplicações para transparência gastos e eficiência operacional sustentável.[bain](#)

McKinsey, The Economic Potential of Generative AI, 2023.

Estima GenAI adicionando US\$2.6-4.4 tri produtividade anual, mas alerta 60% ganhos fáceis saturados exigindo CAPEX dados 3x maior. Enfatiza reengenharia processos para capturar valor além automação superficial, evitando workslop escalado.

David, Paul. “The Dynamo and the Computer.” American Economic Review, 1990.

Compara eletricidade/computadores: ganhos iniciais modestos por layouts obsoletos; impacto sistêmico surge após reengenharia fabril/decadas lags. Define Curva J: difusão precede produtividade agregada por adaptações complementares organizacionais/infraestrutura.

Chandler, Alfred D. *Scale and Scope*. Harvard University Press, 1990.

Analisa firmas multinacionais diversificadas explorando economias escala/escopo via gestão profissional coordenando fluxos transnacionais. Mostra eletricidade reestruturando indústrias via "unidades operacionais autônomas" integradas estrategicamente.

Gordon, Robert. *The Rise and Fall of American Growth*. Princeton University Press, 2016.

Traça automóvel demandando 40 anos infraestrutura (estradas/postos) para impacto PIB; crescimento pós-WWII exaurido por saturação ganhos "low-hanging". Prevê IA seguindo trajetória friccionada, não explosiva como eletricidade inicial.

U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), dados históricos de infraestrutura.

Fornece séries PIB/infraestrutura mostrando defasagem automóvel: penetração 1910 precede aceleração crescimento 1930-50 via rodovias federais. Evidencia Curva J quantitativa: investimento precede produtividade agregada 20-30 anos.

Anexos

OECD, The Productivity-Inclusion Nexus, 2018–2023.

Liga produtividade digital a inclusão: PC/internet/smartphone impactam PIB após redesign consumo/logística/confiança institucional. Alerta polarização ganhos sem políticas redistributivas complementares.

McKinsey Global Institute, Solving the Productivity Puzzle, 2018.

Diagnostica "quebra produtividade" pós-2008 por adoção lenta TI; internet/smartphone seguem lags 10-15 anos reengenharia processos. Recomenda "assets complementares" (habilidades/capital) acelerando conversão inovação em crescimento.

Brynjolfsson, Erik; Hitt, Lorin. IT and productivity lag studies, 1996–2003.

Documenta "paradoxo produtividade TI": investimentos 1987-92 sem impacto macro até 1995 por lags aprendizado/redesenho workflows. Confirma J-curve: complementaridades organizacionais convertem CAPEX em ROIC após 5-8 anos.

McKinsey Global Institute, Cloud's Trillion-Dollar Prize, 2021.

Estima nuvem gerando US\$1 tri produtividade, mas 15 anos (2006-2021) para impacto pleno por migração legados/híbridos persistentes. Destaca coordenação cultural/processual como gargalo maior que técnico.

OECD, Digital Transformation and Productivity, 2020–2023.

Analisa nuvem/internet repetindo lags PC: difusão precede agregados por adaptações setoriais assimétricas e barreiras habilidades. Recomenda políticas acelerando "nexo produtividade-inclusão" digital.

Anexos

Revolução ou Evolução? Inteligência Artificial e Produtividade: Construindo Soluções

Por Marcello Adrião Rodrigues e Ricardo Magalhães

Governança para estabilidade em escala

A falha mais comum na adoção de IA não é técnica.

Para atravessar o vale da Curva J, muitas organizações reagem tentando acelerar resultados à força, multiplicando pilotos, agentes, ferramentas e fornecedores sem antes arquitetar o sistema que deveria sustentar essa aceleração. O resultado raramente é escala sustentável. É instabilidade operacional, risco reputacional e destruição lenta de valor. A ansiedade transforma governança em reação tática, quando deveria ser engenharia estratégica.

Em IA, governança não é burocracia. É inventário de iniciativas, métricas comparáveis, P&L owner nomeado por iniciativa, AI FinOps disciplinando o custo e gatilhos claros de revisão sobre escalar ou encerrar. É a infraestrutura que viabiliza a capacidade tecnológica escalar, organizacionalmente, com segurança.

A razão é simples e historicamente recorrente. O risco da IA não está no modelo. Está no sistema organizacional que a envolve. Evidências consolidadas em pesquisas da OCDE, do McKinsey Global Institute e em estudos empíricos de centros acadêmicos como o MIT convergem num padrão consistente. Projetos fracassam não por limitações algorítmicas, mas por fricções organizacionais. Incentivos mal calibrados, ausência de rastreabilidade, responsabilidades difusas e processos incapazes de absorver decisões em escala. Modelos erram pontualmente. Sistemas mal desenhados erram em cascata e em escala.

O fenômeno do workslop ilustra o mecanismo com precisão. Outputs polidos, gerados rápido por IA, mas operacionalmente frágeis, deslocam custo para as camadas de validação. Sem governança de processo, a IA acelera a entrega na base e sobrecarrega a revisão no topo. Pesquisas da BetterUp Labs e da Stanford quantificam o custo desse deslocamento. Até 2 horas de retrabalho por incidente, erodindo produtividade líquida e confiança organizacional. Quando o sistema não tem critérios mínimos de verificação, a fluência textual se confunde com confiabilidade operacional, e o retrabalho consome o ganho aparente.

Esse padrão não é novo. Implementações de ERP nos anos 1990, cloud computing e DevOps nos anos 2010, e programas de cibersegurança corporativa seguiram trajetórias semelhantes.

Três arquiteturas reais: alocação explícita de risco

1. Descentralização total: velocidade local, risco sistêmico

O descontrole nasce bem-intencionado. Cada área usa IA à sua maneira, maximizando autonomia e velocidade local. Produto, marketing, vendas, operações e finanças adotam ferramentas conforme a necessidade imediata, sem coordenação central. O efeito colateral é previsível. Fragmentação

Anexos

tecnológica, padrões inconsistentes, exposição regulatória e perda de confiança sistêmica. As métricas locais até melhoram, mas a produtividade organizacional líquida não aparece.

Pesquisas do MIT Project NANDA indicam que, em organizações sem governança clara, até 90% do uso efetivo de IA ocorre fora dos sistemas corporativos oficiais, com profissionais recorrendo direto a ferramentas pessoais (ChatGPT, Claude, Gemini, Copilot).

Casos recorrentes mostram que a falta de um dono do risco transforma eficiência local em fragilidade organizacional. Amplifica o problema que a shadow AI já sinalizava. Uso descoordenado, sem rastreabilidade, sem governança de qualidade, sem conversão em vantagem competitiva.

2. Centralização excessiva: segurança prometida, aprendizado sufocado

A centralização excessiva surge como reação ao caos. Comitês, aprovações em cascata, padrões rígidos e controle absoluto prometem segurança, mas frequentemente transformam a IA em gargalo corporativo. A experimentação desacelera, a absorção cultural trava e o aprendizado organizacional morre por inanição.

Pesquisas globais da Deloitte mostram que a maioria das organizações fica presa no pilot purgatory. Muitos pilotos ativos, poucos escalados, quase nenhum impacto econômico mensurável. Governança rígida demais preserva o sistema no curto prazo ao custo de impedir sua evolução no médio. O risco não desaparece. Apenas se desloca para fora do processo formal. Profissionais frustrados com aprovações lentas voltam às ferramentas pessoais, recriando a shadow AI, agora com motivação adicional. Contornar a burocracia interna.

3. Federalização: liberdade onde o risco é baixo, rigor onde é sistêmico

O falso dilema entre liberdade e controle precisa ser abandonado.

Aqui reside uma distinção frequentemente ignorada. Adotar ferramentas não é o mesmo que adotar sistemas. Organizações que confundem tool adoption, profissionais usando ChatGPT, Copilot, Claude, com system adoption, processos redesenhados, métricas integradas, responsabilidades claras, escalam uso sem escalar valor. Multiplicam pilotos, mas não produzem impacto econômico mensurável.

Esse modelo preserva velocidade onde o risco marginal é baixo e impõe rigor onde o risco é sistêmico, sem transformar governança em travamento cultural. Isso não significa que a federalização seja solução universal nem imune a falhas. Em organizações com baixa maturidade cultural, ausência de confiança entre centro e linhas de negócio ou métricas pouco transparentes, o modelo colapsa em descontrole disfarçado. Ele funciona quando as responsabilidades são inequívocas, as métricas são auditáveis e o aprendizado é institucional. Condições que não surgem espontaneamente. São arquitetadas.

Accountability e regulação como variável de capital

O AI Act ilustra. Em vigor desde 2024, ele avança por etapas. As obrigações de modelos de propósito geral valem desde 2025, o grosso das regras e a transparência entram em agosto de 2026, e em 2026

Anexos

a própria União adiou as obrigações mais pesadas de alto risco para 2027 e 2028, porque os padrões técnicos não ficaram prontos a tempo. Adiamento não é desmonte. A arquitetura de risco segue de pé, e quem usou o prazo extra para se preparar fica em posição mais defensável. Empresas que precificaram esse risco desde o início ajustaram dados, auditoria e casos de uso sensíveis antes da vigência formal. As que trataram regulação como externalidade distante enfrentam custo de adequação retroativa, técnica, operacional e reputacional. Governança madura trata compliance não como reação, mas como variável de decisão de capital.

Accountability aqui é inegociável. Cada iniciativa relevante tem um P&L owner nomeado. A pessoa que responde pelo número real, com baseline e custo total carregado, não pelo entusiasmo do time técnico. Os responsáveis pela governança respondem explicitamente pela gestão do risco econômico da IA, dos impactos acumulados sobre custos e produtividade às margens de fato e ao retorno sobre capital no longo prazo. E sem source ledger, o registro de proveniência de dados, decisões e saídas, não há auditoria nem atribuição de responsabilidade. Onde o risco marginal é baixo, a execução deve ser rápida e descentralizada. Onde o risco é sistêmico, a governança precisa ser explícita, documentada e auditável.

Governar é decidir onde NÃO usar IA

Governar bem também exige decidir onde não usar IA. Nem todo processo se beneficia de automação inteligente. Ambientes com baixa padronização, alto custo de erro, forte dependência de julgamento contextual ou exposição regulatória pesada frequentemente destroem valor quando automatizados cedo demais.

Atendimento ao cliente em crise reputacional, decisões de crédito para públicos vulneráveis, diagnósticos médicos sem supervisão humana e processos jurídicos com impacto irreversível são domínios onde a automação ansiosa gera risco assimétrico. O ganho marginal é modesto, mas o custo potencial do erro é devastador. Em IA, dizer não no momento certo, e comunicar com clareza o porquê, é tão estratégico quanto dizer sim cedo demais.

A lição histórica é consistente. Governança sem execução vira checklist. Execução sem governança vira risco. A infraestrutura invisível que sustenta escala segura não aparece nos demos nem nos comunicados ao mercado, mas determina quem atravessa a Curva J e quem fica preso nela.

É nesse ponto que a execução deixa de ser etapa posterior e passa a moldar a própria estratégia.

Execução molda estratégia, não o contrário

A maior confusão estratégica em torno da IA não está em o que fazer, mas em quando e como decidir. Organizações continuam tratando execução como etapa posterior à formulação estratégica, quando a evidência histórica aponta o oposto. Execução molda estratégia desde o primeiro dia. Em ambientes de alta incerteza tecnológica, e IA é o de maior incerteza em décadas, a estratégia não precede a execução. Ela emerge dela.

Esse é o núcleo da tese de Execution, de Larry Bossidy e Ram Charan. Resultados não decorrem de planos brilhantes, mas da capacidade de transformar decisões em ação coordenada, com responsabilidade clara, métricas corretas e acompanhamento contínuo. O livro documenta, caso após

Anexos

caso, que as organizações bem-sucedidas não são as que planejam melhor. São as que mantêm diálogo permanente entre decisões de capital, realidade operacional cotidiana, liderança rotineira e responsabilidade individual, no contexto de cada cultura organizacional. E isso é, e sempre será, puramente humano.

IA expõe, com mais velocidade, o que Execution já descrevia há décadas. Quando a execução é fraca, nenhuma estratégia sobrevive.

Recorrência histórica: o padrão ERP se repete

Esse padrão também não é novo. A difusão de ERPs nos anos 1990 e 2000 seguiu trajetória semelhante. Empresas que trataram a implementação como projeto técnico falharam na conversão de funcionalidade em valor. Acreditaram em promessas de redução de quadro que nunca se concretizaram, delegaram a execução a consultores externos, mantiveram processos intactos e esperaram que o software, sozinho, gerasse eficiência. O resultado foi previsível. Sistemas caros, adoção fragmentada, resistência cultural. E o ROIC não veio.

As organizações que capturaram ganhos sustentáveis fizeram o oposto. Redesenharam processos, incentivos e rituais decisórios em paralelo à implementação tecnológica. Envolveram a liderança sênior desde o início, confrontaram resistências culturais de forma explícita e ajustaram métricas de desempenho para refletir a nova lógica operacional. A tecnologia foi o habilitador. A execução coordenada foi o diferencial.

IA repete esse ciclo, com uma diferença crítica. O custo do erro é mais rápido e mais difuso. ERPs falhavam devagar, com impacto contido a departamentos específicos. IA falha rápido, propaga erros em escala e afeta múltiplas camadas ao mesmo tempo. Isso torna execução disciplinada não apenas desejável, mas condição de sobrevivência competitiva.

Dois portfólios, dois critérios: a arquitetura da disciplina

Na prática, as organizações que capturam valor com IA operam com dois portfólios distintos, governados por critérios diferentes. Essa separação, simples na teoria e rara na prática, é um dos principais fatores que explicam o paradoxo documentado pelo MIT Project NANDA. Cerca de 98% das organizações usam IA de alguma forma, mas apenas 1 a 5% dos projetos corporativos escalam para produção com ROIC mensurável e sustentável.

Portfólio 1: ROIC comprovável

O primeiro concentra casos de uso com retorno previsível, predominantemente em back-office. Automação de processos estruturados, redução de BPO, reconciliações financeiras, atendimento interno, compliance e operações repetitivas. Evidências empíricas do MIT documentam reduções anuais entre US\$ 2 e US\$ 10 milhões nesses domínios. Benchmarks de consultoria apontam ROI na faixa de 25% a 40% nesses casos. O payback para os líderes fica historicamente entre 12 e 18 meses, segundo estudo de operações da McKinsey.

Esse portfólio exige disciplina operacional, métricas claras e tolerância mínima à ambiguidade. Os casos de uso devem ter:

Anexos

- Processos estruturados, de baixa variabilidade e alto volume.
- Métricas de baseline claras, com custo atual mensurável.
- Critérios de sucesso objetivos, redução de X%, payback de Y meses.
- Governança de qualidade rigorosa, com logs, source ledger e rastreabilidade auditável.

Esse portfólio não é opcional. Ele financia a transformação. Cria credibilidade interna, protege o ROIC, ancora expectativas e gera caixa para a experimentação estratégica. Organizações que não estabilizam esse portfólio primeiro enfrentam pressão crescente por resultado financeiro, o que leva a cortes prematuros nas iniciativas de maior potencial.

Portfólio 2: fundo de opcionalidades

O segundo portfólio é o fundo de opcionalidades, tipicamente limitado a 5% a 10% do orçamento. Aqui, a lógica não é eficiência imediata, mas upside assimétrico. Casos de uso em front-office, novos produtos, precificação dinâmica, personalização avançada e apoio à decisão estratégica carregam maior incerteza, retorno não linear e aprendizado cumulativo.

Por isso, as organizações disciplinadas:

- Limitam a exposição, 5% a 10% do orçamento, não 30% a 50%.
- Definem hipóteses explícitas. O que estamos testando.
- Estabelecem critérios de continuidade. Quando escalar, pivotar ou encerrar.
- Toleram falha controlada. A maioria das iniciativas falha. Poucas redefinem possibilidades.
- Protegem o fundo de cobrança prematura de ROI. Aprendizado é o KPI primário.

Um exemplo, apenas ilustrativo e hipotético, não um caso auditado. Uma instituição financeira europeia separou com rigor seus investimentos. No portfólio de ROIC, automatizou processos de back-office, reconciliação contábil, análise de crédito padronizada e compliance regulatório, com redução de 28% no custo operacional e payback de 16 meses. No fundo de opcionalidades, testou assistentes conversacionais para consultoria de investimentos personalizada, iniciativa que falhou tecnicamente após 7 meses, por limitações de compreensão contextual e de restrições regulatórias.

O aprendizado, porém, foi crítico. A organização identificou cedo que personalização via IA em produtos regulados exigia reengenharia dos processos de compliance, não apenas tecnologia. Esse insight evitou desperdício de capital em projetos subsequentes e redirecionou investimento para automação de middle-office, onde o retorno era mais tangível. A separação de portfólios protegeu o caixa e preservou a capacidade de aprender.

O erro fatal: misturar portfólios

Anexos

A maioria das organizações mistura os portfólios. Cobra retorno onde deveria aprender e tolera experimentação onde deveria executar com rigor. O resultado é previsível. Projetos de back-office, que deveriam escalar rápido, travam em governança excessiva. Projetos de front-office, que deveriam aprender rápido e falhar barato, consomem capital sem gerar insight acionável.

O erro não é tecnológico. É interpretativo. Deriva da incapacidade de distinguir naturezas fundamentalmente diferentes de investimento e de aplicar a cada uma o critério correspondente.

A métrica e o controle: custo por tarefa aceita e AI FinOps

Aqui entra o que separa board de entusiasmo. O KPI não é volume de uso, número de pilotos nem hora declarada. É custo por tarefa aceita. O custo total, tudo somado, de cada unidade de trabalho que a IA entregou e que um humano aceitou sem refazer. Esse número expõe o agente que parece produtivo e gera retrabalho caro.

Para fechar a conta, AI FinOps. Custo medido por modelo, por usuário e por workflow, com chargeback para quem consome, approval tier proporcional ao risco e stop-loss. O gatilho automático que corta um workflow quando custo, erro ou risco passam do limite. Sem stop-loss, um agente em loop queima orçamento sem ninguém ver.

E uma régua de calibração que quase ninguém orça. Para cada real de licença de IA, some de três a cinco reais em computação, revisão humana e integração. Quem orça só a licença subestima o custo total em três a cinco vezes. IA operacional é capital de giro que deprecia rápido, não ativo fixo de TI. O orçamento precisa acompanhar.

A evidência mais forte aqui não vem de survey de consultoria. Vem de quem opera em escala e não vende IA. A Prosus relatou cerca de 60 mil agentes em produção. O padrão corrobora a power law, poucos agentes concentram quase todo o valor, e um FinOps de duas camadas, com aprovação e chargeback. Dado operacional de campo pesa mais que benchmark de consultoria. Ainda assim, o ROI declarado segue self-report, não auditado. Entra como sinal forte de padrão, não como prova de retorno.

Rituais de liderança: diálogos de realidade

Execução que molda estratégia também se manifesta nos rituais de liderança. Três perguntas organizam o diálogo de realidade:

- O que está funcionando agora? Custo por tarefa aceita e métrica operacional real, não narrativa.
- Onde o risco aumentou em silêncio? Sinais de workslop, shadow AI, resistência cultural.
- Quais decisões de capital precisam ser revistas antes do fim do trimestre? Realocação ágil, não inércia orçamentária.

Anexos

Empresas fortes em execução estratégica recalibram planos com base em métricas operacionais reais, não em projeções estáticas. Esse padrão não é acidental. É arquitetado. Reflete disciplina de acompanhamento, não apenas ambição de planejamento.

Padrões de sucesso e de fracasso

A execução eficaz não aparece como lista formal de boas práticas, mas como padrões de comportamento reconhecíveis. Organizações que transformam IA em resultado:

- Encurtam ciclos de decisão de propósito, reduzindo o tempo entre piloto e escala, ou encerramento.
- Expõem erros cedo, tratando falha como fonte de aprendizado, não como ameaça reputacional.
- Premiam acurácia operacional acima de volume aparente, combatendo os incentivos que geram workslop.
- Revisam incentivos que empurram trabalho de baixa qualidade para frente, eliminando dinâmicas em que o júnior gera output não validado que sobrecarrega o sênior.
- Protegem o tempo executivo para decisões que não cabem em automação, reconhecendo que julgamento estratégico não é substituível por dashboard.

Execução disciplinada é hábito recorrente, não anúncio trimestral.

Os padrões de falha, por sua vez, são igualmente conhecidos e documentados por pesquisas recentes da McKinsey e do Gartner:

- Escalar antes de estabilizar o piloto, levando automação frágil para produção.
- Confundir taxa de adoção de ferramentas com impacto econômico, celebrando uso sem medir valor.
- Medir atividade em vez de produtividade líquida, ignorando o custo oculto de validação e retrabalho.
- Espalhar investimento sem arquitetura de governança clara, criando fragmentação e shadow AI.
- Delegar decisões de risco para evitar conflito cultural, empurrando accountability para baixo e bloqueando correção de rota.

Esses padrões não decorrem de incompetência técnica, mas de leitura gerencial equivocada sobre o que separa uso de IA de transformação sustentável. A maioria avança rápido na adoção e devagar na conversão de capacidade em resultado econômico.

Anexos

Cautela ativa: o único acelerador sustentável

A mensagem central é desconfortável, mas libertadora. Cautela ativa não é freio. É o único acelerador sustentável em ambientes onde o erro também escala. Organizações vencedoras não avançam mais rápido porque apostam mais. Avançam porque escolhem melhor onde acelerar, onde proteger e onde esperar.

Cautela não é lentidão. É disciplina. Executar com cautela ativa significa:

- Avançar rápido onde o retorno é comprovável.
- Aprender com limites claros onde a incerteza é estrutural.
- Revisar decisões antes que a inércia as transforme em dogma.
- Proteger a organização de apostas assimétricas mal calibradas.

A pressa destrutiva nasce da ansiedade. A vantagem competitiva nasce do ritmo sustentável.

A questão deixa de ser operacional e passa a ser estratégica no sentido mais estrito. Como alocar capital em IA sem destruir valor no processo. A resposta não está em frear a ambição, mas em selecioná-la com brutal disciplina.

As organizações que capturam valor consistente com IA compartilham um traço comum. Não tentam ganhar em todos os fronts ao mesmo tempo. Praticam cautela ativa, uma combinação deliberada de ambição seletiva, execução rigorosa e disciplina de capital. Não confundem prudência com inércia, nem velocidade com progresso. Avançam rápido onde o retorno é comprovável e devagar onde o aprendizado ainda é caro. Protegem a organização de apostas mal calibradas e reconhecem que, em ambientes de alta incerteza, preservar capital é tão estratégico quanto alocá-lo.

O padrão histórico: cloud computing e a lição da dispersão

Esse comportamento contrasta com o padrão dominante do mercado e com padrões históricos de desperdício de capital em tecnologias emergentes. A difusão de cloud computing nos anos 2010 seguiu trajetória similar. Empresas que pulverizaram investimento em múltiplas plataformas sem governança clara desperdiçaram capital. As que concentraram recursos em casos de uso estruturados e mantiveram experimentação limitada capturaram valor sustentável.

Pesquisas da McKinsey e da Bain sobre IA mostram que a maioria das empresas repete o erro. Distribui investimento de forma difusa, pulverizando recursos em dezenas de iniciativas pouco conectadas, sem critério claro de continuidade ou encerramento. O resultado é previsível. Alto nível de atividade, baixa conversão em impacto econômico mensurável. Os dashboards ficam preenchidos, os comunicados ao mercado celebram inovação, mas o ROIC permanece estável ou piora.

A cautela ativa surge precisamente como antídoto a esse desperdício de capital. Não é pessimismo. É realismo disciplinado.

Anexos

Quatro princípios de alocação de capital

Princípio 1: investir forte onde o ROIC é comprovável

Evidências empíricas do MIT, da McKinsey, da Bain e do BCG convergem. Os ganhos mais consistentes de curto prazo com IA estão em operações estruturadas de back-office. Finanças, compras, supply chain, atendimento interno, compliance, reconciliações contábeis. Reduções anuais entre US\$ 2 e US\$ 10 milhões em custo operacional não são exceção nesses contextos. São recorrência relatada em dezenas de casos, quase sempre self-report, não ROI auditado.

Esses ganhos não são glamourosos. Não geram manchete. Não impressionam em demo para investidor. Mas cumprem uma função estratégica decisiva. Financiam o restante da transformação. Criam credibilidade interna, protegem o ROIC, ancoram expectativas e geram fluxo de caixa para a experimentação em domínios de maior incerteza.

Organizações disciplinadas concentram entre 70% e 80% do orçamento de IA nesses casos de uso. Não há espaço para ambiguidade. Se o caso de uso não atende aos critérios, não pertence a esse portfólio.

Princípio 2: proteger a organização de investimentos difusos

Análises da BCG e da Deloitte indicam que, em muitas empresas, até 50% do orçamento de IA vai para iniciativas de front-office com baixo ou nenhum ROI mensurável no curto prazo. Chatbots de atendimento sem integração sistêmica, personalização de marketing sem dados estruturados, precificação dinâmica sem processo de decisão claro, assistentes conversacionais sem caso de uso definido.

O problema não é investir em front-office. O problema é não reconhecer a natureza do investimento. Front-office tem retorno não linear, incerto e altamente dependente de fatores comportamentais, culturais e de maturidade de dados. Tratar esse investimento como se fosse back-office, cobrando ROI cedo, escalando antes de aprender, medindo sucesso por adoção, destrói valor.

Organizações disciplinadas fazem o oposto. Redirecionam a maior parte desse capital para áreas de retorno comprovado e reservam apenas uma fração, tipicamente entre 5% e 10%, para experimentação estratégica em front-office.

Esse é o fundo de opcionalidades. A disciplina está em:

- Manter o fundo pequeno, 5% a 10%, não 30% a 50%.
- Torná-lo explícito, com linha orçamentária separada e governança distinta.
- Protegê-lo de cobrança prematura de ROI, com aprendizado como KPI primário.
- Encerrar iniciativas rápido quando o aprendizado estagna ou quando o custo de continuar supera o valor da informação adicional.

Quando o fundo cresce demais, vira dispersão. Quando é invisível, vira desperdício. Quando não tem critério de encerramento, vira pilot purgatory.

Anexos

Princípio 3: governança como determinante do VPL

Retornos projetados ignoram com frequência um fator crítico. Risco regulatório, jurídico e reputacional. Mudanças em regras de privacidade, decisões judiciais, reações de clientes ou pressão de stakeholders externos podem reprecificar investimentos ex post, às vezes de forma abrupta.

O AI Act, em vigor desde 2024 e ainda em implementação por etapas, estabelece obrigações de transparência, auditoria e responsabilização para sistemas de alto risco. Empresas que precificaram esse risco desde o início ajustaram arquiteturas de dados, processos de auditoria e casos de uso sensíveis antes da vigência formal. As que trataram regulação como externalidade distante enfrentaram custo de adequação retroativa.

Organizações maduras tratam esse risco como variável econômica, não como externalidade. Governar bem é incorporar essas probabilidades antes que se materializem, ajustando decisões de capital com antecedência. Isso inclui monitorar movimentos de reguladores, acompanhar decisões judiciais relevantes, mapear sensibilidades de clientes estratégicos e antecipar reações da opinião pública. O VPL de um projeto de IA é determinado pela resiliência e pela agilidade da sua governança em adaptar prioridades e planos.

Princípio 4: tratar IA como disciplina, não como moda

Disciplina implica método, repetição, aprendizado cumulativo e recusa sistemática a atalhos sedutores. Significa aceitar que vantagem competitiva não nasce do acesso à tecnologia, amplamente disponível, mas da capacidade organizacional de absorvê-la sem colapsar sob o próprio peso. Até quem vende modelo reconhece isso. Satya Nadella afirmou em público que o modelo é substituível e que o moat está no workflow, no contexto e no learning loop que a empresa possui.

Empresas vencedoras resistem à tentação de anunciar transformações antes de estabilizar fundamentos. Preferem progresso silencioso a promessa ruidosa. Reconhecem que competir via IA não é sobre quem adota primeiro. É sobre quem executa melhor ao longo do tempo. Isso se manifesta em comportamentos concretos:

- Estabilizar antes de escalar, resolvendo exceções no piloto antes da produção.
- Medir produtividade líquida, não bruta. Ganho operacional menos custo de validação e retrabalho, com custo por tarefa aceita como KPI.
- Expor workslop cedo, com métricas de qualidade de output, não apenas de volume.
- Revisar incentivos continuamente, combatendo dinâmicas que empurram trabalho ruim para frente.
- Proteger o tempo executivo para o julgamento estratégico, sem delegar tudo a dashboard.

Síntese: cautela ativa como acelerador sustentável

A síntese é clara. Cautela ativa não é freio. É acelerador sustentável. Ela transforma a alocação de capital em vantagem competitiva não pela quantidade investida, mas pela qualidade das escolhas.

Anexos

Concentrar onde o retorno é comprovável, limitar onde o aprendizado ainda é caro e proteger a organização de apostas assimétricas mal calibradas.

Mais do que isso, cria a base para decisões difíceis, dilemas sem consenso e escolhas que não cabem em frameworks prontos. Organizações que praticam cautela ativa desenvolvem músculo decisório. A capacidade de equilibrar trade-offs complexos sem paralisar, de revisar premissas sem perder direção, de proteger capital sem frear o aprendizado.

Esses comportamentos explicam o paradoxo documentado pelo MIT. 98% das organizações usam IA, mas apenas 1 a 5% conseguem transformá-la em vantagem competitiva sustentável. O problema não é falta de inteligência ou de ambição. É excesso de ansiedade estratégica e ausência de disciplina de alocação.

É exatamente aqui que a discussão precisa avançar e mudar de natureza. Mesmo com governança robusta, execução disciplinada e capital bem alocado, tensões estruturais permanecem sem consenso acadêmico ou profissional. São dilemas que não cabem em frameworks prontos, mas determinam quem atravessa a Curva J com vantagem competitiva sustentável.

Como se aumenta a chance de vencer?

Governança desenhada. Execução disciplinada. Capital alocado com cautela ativa.

Resta o essencial da administração. Sempre restarão as nuances dos trade-offs sem consenso e sem resposta definitiva. Nunca há respostas fáceis. Há posturas fáceis. Comprar discurso, não se aprofundar no debate, não estudar todo dia, ainda mais um tema tão movediço.

Disciplina, entendimento profundo de IA, decisões de capital, talento e risco vão separar os futuros líderes.

O que se segue não é conclusão lógica nem síntese empírica definitiva. É um mapa, certamente incompleto, de dilemas a atualizar. Daqueles que nenhum framework resolve sozinho e que toda liderança precisa enfrentar conscientemente e com esforço intelectual.

Seis dilemas

1. Federalização: até onde vai a autonomia?

Guardrails centrais protegem o ROIC, reduzem o risco sistêmico e preservam a coerência arquitetural. Mas centralização excessiva sufoca a experimentação e destrói o upside local. A linha entre autonomia e controle é dinâmica, não fixa. Onde exatamente o risco sistêmico justifica intervenção explícita, e quando ele ainda pode ser absorvido localmente? E quando essa fronteira muda?

2. Núcleo de orquestração de IA: centralizar ou deixar emergir?

Um núcleo central de orquestração de IA padroniza, audita e protege o ROIC. Mas todo órgão central tende a virar gargalo e a capturar para si a inovação que deveria fluir da ponta. Quanto de orquestração centralizar sem matar a descoberta local? Quando esse núcleo deixa de proteger e começa a estorvar?

Anexos

A resposta define se a governança vira infraestrutura de escala ou apenas mais uma camada de burocracia.

3. Workstop: falha humana ou sistema mal desenhado?

Outputs frágeis de IA drenam o tempo dos seniors, corroem confiança e reduzem produtividade líquida. Treinamento resolve? Ou o problema é mais profundo, incentivos mal calibrados, accountability difusa e ausência de ownership econômico? Até onde dá para melhorar, e quando aceitar que são os limites de lidar com pessoas? A resposta define se o workstop será ruído temporário, custo estrutural ou desgaste sem fim.

4. Agentes autônomos: autonomia até onde?

Agentes multiplicam produtividade, aceleram ciclos e reduzem fricção operacional. Até o momento em que auditoria, compliance e responsabilidade legal explodem o custo ex post. E há um dado de fronteira que o board não pode ignorar. Arquiteturas multi-agente distribuídas, do tipo agentic mesh, ainda são frágeis. A Cognition, criadora do Devin, concluiu que decisão dispersa demais e contexto mal compartilhado geram sistemas frágeis. A Anthropic relatou que sistemas multi-agente consomem cerca de 15 vezes mais tokens, e que a falha em um passo desvia a trajetória dos demais. A recomendação prática hoje é preferir agente linear, de thread única, com supervisão humana forte. Ainda assim, as perguntas permanecem. Qual nível de autonomia é aceitável por domínio, processo e impacto econômico? E quem responde quando o agente decide corretamente do ponto de vista técnico, mas errado do ponto de vista econômico? Qual o custo de controle da gente que monitora o agente?

5. Talent gap: comprar ou construir?

IA exige skills híbridas, técnica, negócio e julgamento, que a maioria das organizações não tem. Inflar custo fixo competindo por especialista escasso? Eles existem e são acessíveis? Como evitar os tradicionais enganadores, bons de entrevista? Quanto investir em upskilling interno, aceitando atraso estratégico e curva de aprendizado? A decisão molda não apenas o custo, mas a resiliência organizacional.

6. Ritmo: acelerar ou blindar caixa?

Cautela ativa protege o ROIC e evita destruição de capital. Mas hesitar demais pode custar opcionalidade assimétrica. Quando dobrar a aposta? Quando preservar caixa? Esse dilema não é técnico. É julgamento executivo. E, mais uma aposta, é um dos lugares que a IA nunca vai assumir.

Esses não são debates acadêmicos. São decisões que movem, ou destroem, centenas de milhões em capital e talento. Resta executar. Agora. E seguir aprendendo rápido.

DOs e DON'Ts

Há muita incerteza. Mas algumas práticas já se provaram condições necessárias, ainda que nunca suficientes.

Anexos

DOs

- Separe ROIC comprovado, 70% a 80%, de opcionalidades, 5% a 10%. Misturar destrói capital. Aceite que, pela novidade da tecnologia, sempre haverá alguma ineficiência cara demais para controlar.
- Trate governança como infraestrutura para viabilizar escala, não como checklist de compliance. Sem source ledger, não há auditoria nem ROI defensável.
- Nomeie o P&L owner de cada iniciativa. Quem responde pelo número real, com baseline e custo total carregado? Sem P&L owner nomeado, ninguém responde.
- Rode AI FinOps. Custo por modelo, usuário e workflow, com chargeback, approval tier e stop-loss. O KPI é custo por tarefa aceita, não volume de uso.
- Institua rituais semanais de realidade. Promessa versus métrica observada.
- Decida explicitamente onde NÃO usar IA. Disciplina estratégica supera automação ansiosa. Mas revise essas decisões, com humildade intelectual, quando for o caso.

DON'Ts

- Confundir tool adoption com system transformation. Uso não é valor.
- Escalar antes de estabilizar. Piloto frágil em produção gera workslop em escala.
- Medir atividade em vez de produtividade líquida. Dashboard cheio, caixa vazio.
- Delegar risco ou atender a demanda irracional para evitar conflito. Accountability difusa, preguiça intelectual ou negocial levam ao fracasso.

Julgamento sustentável é vantagem

IA não recompensa velocidade isolada. Nem ousadia sem disciplina. Recompensa quem executa o sabido com rigor e governa o incerto com maturidade. No espaço estreito entre pânico tecnológico e paralisia estratégica, a execução cotidiana é o que vira ROIC real. Líderes se embrenham na execução. Os medíocres sobrevoam e explicam depois.

A promessa da IA, ganhos imediatos, mensuráveis e sedutores de produtividade individual, é real. O erro recorrente é confundi-los com retorno financeiro automático. Este ensaio mostrou que o intervalo entre produtividade e ROIC não é falha pontual de execução, mas paradoxo estrutural historicamente previsível. Como em ERP, cloud e digitalização, o valor não surge no pico do hype, mas no vale onde a organização elimina microatritos, estabiliza processos e decide melhor sob incerteza. A vantagem competitiva não nasce da ferramenta. Nasce da remoção sistemática de fricções operacionais. Retrabalho, validação excessiva, incentivo desalinhado, decisão sem dono. O divisor entre vencedores e frustrados não é quem usa IA mais rápido, mas quem transforma produtividade em criação líquida

Anexos

de valor para o acionista. Barreiras humanas, sociais e organizacionais, não limitações técnicas, são o gargalo central. Ignorá-las produz workslop, fadiga decisória e erosão de valor. Enfrentá-las exige algo mais raro que tecnologia. Julgamento, accountability e coragem para dizer não.

A estratégia vencedora não é aceleração cega nem conservadorismo paralisante. É cautela ativa. Ambição seletiva disciplinada por capital, governança como infraestrutura de escala e aceitação madura de dilemas sem consenso definitivo. Federalização de governança, desenho do núcleo de orquestração de IA, gestão de workslop, alocação entre portfólios, ritmo de investimento. Nenhum desses trade-offs será resolvido por framework pronto ou promessa de consultor. Serão tratados por organizações que souberem separar opcionalidade de execução rigorosa, experimentar sem contaminar processos críticos e revisar decisões à luz de métricas reais, não de narrativas confortáveis. IA corporativa não recompensa convicção rígida. Recompensa sistema que aprende. Isso exige três capacidades raras. A disciplina de concentrar capital onde o retorno é comprovável, a humildade de limitar a experimentação a fundos explícitos de opcionalidade e a coragem de encerrar rápido o que não gera aprendizado. Entre governança e execução, entre cautela e ambição, entre produtividade bruta e valor líquido, as escolhas não cabem em planilha. Exigem liderança que converte incerteza em vantagem competitiva sustentável.

Mas há um alerta final, incômodo e necessário. O terreno da IA corporativa ainda é movediço. A tecnologia muda quase toda semana, sob investimento já adjetivado de irracional. Os modelos evoluem mais rápido do que os processos organizacionais conseguem absorver, e a regulação tenta acompanhar. A fronteira entre o possível e o impraticável ou ilegal se desloca o tempo todo. Nesse ambiente, superficialidade e promessa fácil proliferam. Líderes precisam de discernimento para separar competência real de retórica sedutora. Isso demanda estudo constante, profundidade factual e recusa sistemática a atalho conceitual. Não há substituto para o trabalho árduo de compreender mecanismos, testar premissas e confrontar narrativa com evidência operacional. A próxima década não pertencerá a quem domina a tecnologia. Ela é commodity. Pertencerá a quem domina a coordenação organizacional necessária para convertê-la em valor econômico defensável. A maioria das empresas vai continuar medindo atividade enquanto destrói margem, celebrando piloto enquanto adia decisão difícil, confundindo adoção com transformação. Vão permanecer presas no vale da Curva J. Não por falta de ambição, mas por excesso de ansiedade estratégica e ausência de disciplina operacional. Os vencedores serão reconhecíveis não pelos comunicados ao mercado, mas pelos rituais internos. P&L owner nomeado por iniciativa, custo por tarefa aceita como KPI, AI FinOps com stop-loss, source ledger para auditar, portfólios rigorosamente separados, erros expostos cedo, incentivos calibrados continuamente e capital protegido da dispersão.

Conclusão

A promessa da IA é real e chega cedo. Ganho de produtividade individual, visível, sedutor. O retorno para o acionista não chega junto. Entre os dois existe um vale, o mesmo de ERP, cloud e digitalização. Este ensaio tratou de como atravessá-lo.

A resposta não é correr mais. É cautela ativa. Concentrar capital onde o retorno é comprovável. Limitar a experimentação a um fundo explícito de opcionalidades. Nunca misturar os dois. Tratar governança

Anexos

como infraestrutura de escala, não como checklist. Nomear o dono do P&L de cada iniciativa. Rodar AI FinOps com stop-loss. Medir custo por tarefa aceita, não volume de uso. Manter o source ledger para auditar. E decidir, com humildade, onde não usar IA.

O modelo é commodity. A vantagem está na coordenação organizacional construída em volta dele. Por isso é lenta de copiar.

A pergunta deixa de ser quanto investir. Passa a ser se você tem governança, execução e coragem para atravessar o vale sem destruir capital, foco e confiança.

Na era da IA, não vence quem corre mais rápido. Vence quem converte julgamento disciplinado em retorno sustentável.

Anexos

Anexo

Régua de evidência

Os números deste ensaio vêm, na maior parte, de pesquisas e benchmarks de consultoria. São sinal, não prova auditada. Por disciplina, marcamos cada um pelo degrau que ocupa. A régua de board é simples. Adoção não é ROI. Self-report não é ROI auditado. A força de um número é a do degrau mais baixo que ele honestamente ocupa, não a do número mais bonito que ele cita.

- 98% das organizações usam IA, do MIT Project NANDA. Adoção. Diz que contrataram ou liberaram a ferramenta, não que capturaram valor.
- 1 a 5% escalam com ROIC, e 95% dos pilotos sem ROI, do MIT Project NANDA. Survivorship bias documentado. Forte como sinal de que a maioria falha. Os casos que circulam são a minoria que sobreviveu.
- Até 90% do uso fora dos sistemas oficiais, do MIT Project NANDA. Evidência de uso e de shadow AI. Self-report de survey.
- Até 2 horas de retrabalho por incidente de workslop, da BetterUp e da Stanford. Valor estimado de custo. Self-report, não impacto em P&L medido.
- Reduções anuais de US\$ 2 a US\$ 10 milhões em back-office, do MIT. Valor realizado relatado. Forte como case operacional, fraco como prova de ROI auditado, porque quase nunca há baseline, contrafactual ou auditoria.
- ROI de 25% a 40% e payback abaixo de 18 meses. Faixa composta de benchmarks de consultoria e fornecedores, não número único auditado. O dado verificável próximo é payback de 12 a 18 meses para os líderes, em estudo de operações da McKinsey. Médio como evidência de adoção, fraco como ROI auditado.
- Até 50% do orçamento em front-office sem ROI, da BCG e da Deloitte. Evidência de alocação. Self-report de survey.
- Redesenho de workflow é o atributo mais associado a impacto no EBIT, e a supervisão de IA pelo CEO vem logo atrás, da McKinsey. Apenas cerca de 39% das empresas relatam impacto no EBIT. Correlação de survey, não causa nem ROI auditado.
- Déficit de US\$ 800 bilhões em receita do setor de IA até 2030, da Bain. É a lacuna entre o que os fornecedores precisariam faturar para financiar compute e o que a monetização atual entrega. Projeção de economia de oferta, não medida de execução das empresas que adotam IA.
- 60 mil agentes da Prosus. Dado operacional de campo, de quem não vende IA, camada A. Forte como padrão operacional e como evidência da power law. O ROI declarado ainda é self-report.

Anexos

- O exemplo da instituição financeira europeia é ilustrativo e hipotético. Os 28%, os 16 meses e os 7 meses mostram a lógica de separação de portfólios, não um caso auditado.

Em todos eles vale a mesma leitura. Forte como case operacional. Médio como evidência de adoção. Fraco como prova de ROI auditado. Insuficiente para generalizar que qualquer empresa terá resultado parecido. O resultado depende de stack, cultura, dados, escala e maturidade da organização. A conclusão do ensaio não muda. Ela fica mais honesta.

Anexos**BIBLIOGRAFIA****Bossidy, Larry; Charan, Ram. Execution: The Discipline of Getting Things Done.**

Resultados dependem de execução disciplinada, accountability clara, métricas corretas e rituais de acompanhamento contínuo, não apenas de formulação estratégica.

MIT Project NANDA e MIT Sloan. State of AI in Business e AI Transformation Research, 2024 a 2025.

Cerca de 95% dos pilotos não geram ROI e apenas 1 a 5% escalam com retorno mensurável. Os gargalos são feedback loops, métricas econômicas e adaptação organizacional, não limitação técnica.

McKinsey Global Institute. The Economic Potential of Generative AI, 2023 a 2025.

O valor econômico da IA emerge gradualmente, condicionado a redesenho de processos, separação de portfólios e execução disciplinada.

McKinsey. AI at Scale e State of AI, 2025.

O redesenho de workflow é o atributo mais associado a impacto no EBIT, e a supervisão de IA pelo CEO é o elemento mais correlacionado a resultado. Cerca de 39% das empresas relatam impacto no EBIT.

Bain & Company. Technology Report e benchmarks de ROI, 2024 a 2025.

Projeta que os fornecedores de IA precisariam de cerca de US\$ 2 trilhões em receita anual até 2030 para financiar compute, energia e cadeia de suprimentos, e que a monetização atual deixa uma lacuna de cerca de US\$ 800 bilhões. É risco de economia de oferta do setor, não medida de execução das empresas que adotam IA. Em benchmarks separados, indica ROI de 25% a 40% ao ano em automação estruturada, com payback inferior a 18 meses.

Deloitte. State of AI and AI Agents in Business, 2025.

Alta adoção de IA com baixo impacto econômico agregado. Governança fragmentada e execução prematura como principais gargalos de escala.

Gartner. Strategy Execution and Emerging Technologies, 2024 a 2025.

Organizações bem-sucedidas recalibram a estratégia continuamente com métricas operacionais, não apenas em revisões trimestrais.

OECD. AI, Productivity and Capital Allocation, 2024 a 2025.

Ganhos de produtividade com IA dependem de mudança organizacional, governança e redesenho de processos. A distribuição dos ganhos é assimétrica e defasada.

World Economic Forum. AI Governance: Principles and Practices e AI Agent Frameworks, 2025.

Governança eficaz é capacidade organizacional integrada ao modelo operacional, baseada em níveis de autonomia e avaliação contextual de risco, não em comitê isolado.

Harvard Business Review. Organizational Readiness for AI Adoption e Prioritizing AI Investments That Create Real Value, 2024 a 2025.

Prontidão organizacional, rituais gerenciais recorrentes e alinhamento de incentivos determinam a conversão de IA em valor. Inclui playbook de alocação disciplinada de capital e de quando interromper iniciativas.

Anexos

IAPP. AI Governance Profession Report, 2025.

Maturidade desigual em governança de IA, ausência de modelo único e importância de estruturas federadas adaptadas ao contexto.

Databricks. AI Governance Framework, 2024 a 2025.

Framework operacional com controles para governar dados, modelos e aplicações em escala, equilibrando segurança, compliance e velocidade.

BetterUp Labs e Stanford Social Media Lab. Workslop, Harvard Business Review, setembro de 2025.

Cerca de 41% dos trabalhadores receberam conteúdo de IA polido mas sem substância, com cerca de 2 horas de retrabalho por incidente. Estimativa auto-relatada de tempo, não impacto em P&L medido.

Prosus. The Coming Age of AI Colleagues, 2025.

Relato operacional de cerca de 60 mil agentes em produção em uma empresa que não vende IA. Corrobora a power law dos agentes e o FinOps de duas camadas, com aprovação e chargeback. ROI declarado em self-report.

Cognition, criadora do Devin. Análise pública de engenharia de agentes, 2025.

Conclui que decisão dispersa demais e contexto mal compartilhado geram sistemas multi-agente frágeis, e recomenda agente linear de thread única com supervisão humana.

Anthropic. Relato de engenharia de sistemas multi-agente, 2025.

Documenta consumo de cerca de 15 vezes mais tokens que um fluxo de turno único, e que a falha em um passo desvia a trajetória dos demais.

Satya Nadella. Declaração pública sobre o ecossistema de fronteira, 2026.

Afirma que o modelo é substituível e que a vantagem durável está no workflow, no contexto e no learning loop que a empresa constrói.

União Europeia. AI Act e Digital Omnibus, 2024 a 2026.

Marco horizontal de IA em vigor desde 2024, com obrigações de modelos de propósito geral desde 2025 e o grosso das regras em agosto de 2026. O Digital Omnibus de 2026 adiou as obrigações de alto risco para 2027 e 2028.