



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.003158/2024-46

Reg. Col. 3291/25

Acusados: Fernando Luiz Alterio; Marcelo P. Hallack; Marcos S. Hatushikano; Galeno Augusto Jung; Luis Alejandro Soberón K.; e Carla G. Alves.

Assunto: Possíveis atuações em desvio de poder e infração à diligência por conselheiros de administração da T4F Entretenimento S.A, diante de alegação do Ministério do Trabalho de que na montagem do Lollapalooza 2023 haveria cinco funcionários de terceirizada em condições análogas a trabalho escravo.

Relator: Diretor João Accioly

VOTO

I. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

1. O caso trata de verificar se o Conselho de Administração da T4F cumpriu seus deveres de fiscalização da atuação da diretoria, por meio da manutenção e operação de um sistema adequado de controles internos voltados a detectar e evitar riscos.
2. Como relatado, o evento que determinou as apurações foi a alegação, em março de 2023, pelo Ministério do Trabalho e Emprego - MTE, de que teria identificado cinco funcionários de uma terceirizada da T4F em situação análoga a trabalho escravo na montagem do festival Lollapalooza, no autódromo de Interlagos.
3. Daí nascem as preocupações e os questionamentos mais que legítimos que motivaram as investigações: se ocorreu algo tão grave, poderia prejudicar os negócios da companhia? Será que estaria abrangido pelos deveres de fiscalização do Conselho? Era um risco previsível? Os administradores agiram adequadamente para evitar sua ocorrência?
4. A primeira pergunta chegou a parecer contar com sinais de que teria resposta positiva, pelo fato de as cotações das ações da T4F terem caído no dia em que a inspeção foi comunicada (posteriormente, os eventos mostraram não ter relação). A segunda teve resposta inequivocamente positiva, por expressa previsão nos dispositivos societários que regem a atuação dos conselheiros, como corretamente apurado pela instrução acusatória.
5. Entendo, porém, que diante das apurações relativas ao risco e à atuação dos Conselheiros, a conclusão pela instauração do processo sancionador foi equivocada. Os elementos que compõem a peça acusatória, decorrentes de uma bem conduzida instrução, indicam que, mesmo sob a hipótese em que todas as alegações do MTE fossem verídicas, estaríamos diante de um evento imprevisível, ocorrido *apesar* de inúmeros cuidados tomados pela companhia para evitar riscos semelhantes, e não *por causa* de sua falta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

6. A própria Acusação descreve uma série de controles internos em uso à época dos fatos, a começar pelo Código de Conduta Ética, com previsões especificamente voltadas a evitar situações como a que a inspeção do MTE alegou ter ocorrido. Em seguida, menciona o Comitê de Auditoria e suas atribuições, focadas justamente em assessorar o Conselho de Administração quanto à mitigação de riscos, meios para recepção e tratamento de sinais de alerta, inclusive capacitação de pessoal.

7. Segue descrevendo controles internos da T4F ao destacar trechos de sua Política de Gerenciamento de Riscos, que mostram a atenção dedicada à temática pela administração a ponto de incluir disposições detalhadas sobre como tratar riscos, como algumas citadas na peça acusatória.

8. Não bastariam previsões meramente formais de controles internos para cumprir adequadamente o dever de fiscalização, se na prática eles não fossem utilizados, ou se, vindo a gerar sinais de alerta, os Conselheiros os ignorassem. Mas a Acusação também aponta reações prontamente adotadas diante de sinais de alerta. Ainda que não tenham sido produzidos diretamente pelo sistema interno, o que importa para verificar a diligência fiscalizatória do Conselho é sua reação diante de qualquer fator que represente ameaça ao patrimônio ou capacidade de geração de caixa da companhia, e se ele mantém uma constante atenção para aprimorar, se as circunstâncias indicarem ser economicamente apropriado, os controles então em uso.

9. Quanto a essa constante atenção, a peça acusatória mostra que, tão logo soube da aparente conduta irregular da YS, a T4F rescindiu o contrato e instaurou investigação interna com comitê específico para averiguar o que ocorrera¹. Também registra que, em pronta reação ao ocorrido, a companhia aumentou seus controles internos com mudanças voltadas a aumentar a probabilidade de detecção de riscos similares². Cita também a alteração do código de conduta em abril de 2022, quando o documento passou a mencionar a vedação a abusos de condição de trabalho, inclusive com expressa referência a “trabalho escravo” e outras formas de exploração humana.

¹ V. §7 do Relatório. O comitê foi composto pelo Diretor-Presidente, pela Diretora de Marketing e Festivals, por uma Conselheira de Administração e pela Gerente Executiva Jurídica, e com assessoria de escritório externo especializado para análise das responsabilidades e proposição de medidas corretivas.

² Tais providências constam do §11 da peça acusatória. Incluíram (i) atualização do Manual do Prestador de Serviço; (ii) inclusão da etapa de homologação de fornecedores; (iii) revisão das minutas contratuais para reforço das obrigações trabalhistas e de saúde e segurança; (iv) intensificação da fiscalização em campo; (v) sistema de credenciamento de terceirizados por meio de empresa especializada, com foco em saúde, segurança e formalização trabalhista; (vi) passou a requerer que os fornecedores mantenha representante no local do evento para zelar pelo cumprimento das regras contratualmente previstas e responder a indagações de prepostos da T4F e órgãos públicos; (vii) exigência de envio de comprovantes de quitação de verbas como condição de pagamento; (vi) contratação de empresa de Saúde e Segurança do Trabalho para mapeamento de EPIs e inclusão do risco específico de prestação de serviços de terceiros em sua matriz de riscos; e (vii) criação de canal de denúncia conduzido por empresa especializada (“Livre de Assédio”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. Em suma, a Acusação descreveu a existência de um conjunto complexo de controles internos; registrou que eles eram constantemente modificados; mostrou que, diante da ocorrência de um evento potencialmente ruinoso, não previsto e não detectado pelos sistemas vigentes, a companhia prontamente fez alterações para reduzir as probabilidades de nova ocorrência semelhante. Praticamente um exemplo de livro-texto sobre o que se costuma, sob os padrões de *Caremark*³ do direito de Delaware por aqui em certa medida recepcionados, exigir do conselho de administração para mostrar que cumpriu seu dever de diligência na fiscalização dos negócios sociais, quanto à manutenção e à operação de controles internos.

11. Dito de outro modo, a Acusação claramente *deixou* de identificar o que se costuma designar, na sistematização dos chamados *Caremark duties*, como os dois tipos de falhas no dever de fiscalização geradoras de responsabilidade: (i) a ausência total de controles ou uma falha sistêmica de tal magnitude que representaria um descaso dos conselheiros em fazer com informações relevantes sobre riscos de violações legais pela companhia pudessem alcançá-los – a dimensão dos sistemas de informação; (ii) a ausência de reação adequada diante da eventual ciência dos riscos – a dimensão dos sinais de alerta⁴.

12. Pelo contrário: na dimensão do sistema, a Acusação identificou um conjunto complexo e recentemente renovado de controles internos. Isso indica que os próprios membros do conselho acusados chegaram a proativamente atuar para o aprimoramento dos controles internos (poderiam ter optado por não o alterar se julgassem, informada e refletidamente, que o sistema que encontraram ao assumir o mandato era adequado, mas as alterações recentes tornam mais fácil a demonstração de que houve a deliberação para alterá-lo). E quanto ao requisito das reações a sinais de alerta, constatou imediatas alterações voltadas a reduzir a chance de novas ocorrências.

13. Apesar dessas constatações, a Acusação adotou uma lógica imprópria para avaliar obrigações como as de que se trata. As impropriedades transcendem o campo jurídico, ao violar relações de causalidade e até possibilidades materiais, com um grau extremo de raciocínio “pelo retrovisor”: o Código de Conduta vedava condições abusivas de trabalho, com incentivos econômicos para que terceirizados não as utilizassem e para que funcionários da T4F tomassem precauções para tanto; diante da aparente prática da conduta por uma terceirizada, *contra* as expressas determinações da T4F, a tese acusatória é de que o Código teria sido *descumprido*. Não pela terceirizada, que ao menos naquele

³ Como leciona o Parecer do Dr. Gonzalez:

30. A concretização do dever de fiscalização como obrigação de constituição e manutenção de controles internos é algo que surgiu somente a partir dos anos 1990 do século XX. Sua origem remonta a um caso paradigmático no Estado de Delaware, nos Estados Unidos. Faço referência aqui, por óbvio, a *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*, de 1996, precedente que se tornou tão relevante para a prática societária, americana e mundial, que virou quase que uma metonímia para a ideia de controles internos.

⁴ Na terminologia de *Caremark*, o que estou chamando de “dimensões” são as “*prong-one*” e “*prong two*”, ou, respectivamente, *information systems theory* e *red flags theory*.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

momento parecia ter agido contra o que se obrigara perante a T4F, mas pelos Conselheiros, sem qualquer conduta a eles atribuída senão a de ter tomado precauções que a Acusação, depois do ocorrido, diz equivocadas por nenhuma outra razão senão a ocorrência do que o Código dizia que não deveria ocorrer.

14. Os controles internos incluíam diversos itens que poderiam ter evitado o ocorrido (e provavelmente evitaram muitos outros). Mas os controles adicionais adotados após a ciência do incidente são lidos pela Acusação como demonstração de que a ausência de sua perfeição teria decorrido de negligência no desenho anterior – ignorando-se a pronta reação a sinais de alerta com vistas a evitar ocorrência de um evento similar ao que naquele momento era percebido como gravíssimo, e que, qualquer que seja a real extensão de sua gravidade, objetivamente não foi detectado pelos controles até então empregados.

15. Tem razão a Defesa quando diz que a Acusação trata a obrigação de meio do dever de diligência como se de resultado fosse; como se o administrador fosse garante, como diz o il. parecerista, da inoccorrência de eventos indesejados. Isso não é exigir-lhe *diligência*, mas onisciência e onipotência.

16. Com essas considerações gerais, adianto a conclusão pela absolvição dos Acusados, por bem demonstrado o cumprimento de seu dever de diligência na fiscalização dos negócios sociais da T4F, e trato a seguir mais detidamente de cada ponto.

II. PRELIMINARES

- *Violação de princípios constitucionais*

17. A Defesa sustenta que o devido processo estaria violado por ser um pressuposto lógico da infração aos arts. 153 e 154 da LSA imputada aos Acusados a materialidade do crime de redução de funcionários a condição análoga à de escravo, do art. 149 do CP.

18. Concorro com as afirmações da Defesa de que o Termo de Acusação se apoiou em matérias jornalísticas, em um ofício parlamentar e em relatório preliminar do Ministério do Trabalho, nenhum deles sujeito ao contraditório e à ampla defesa necessários para concluir se houve ou não a prática de um fato típico criminal. Porém, entendo que daí não necessariamente decorre a nulidade alegada.

19. Nulidade decorreria, no que me parece bem construída a tese defensiva, se para o julgamento deste processo sancionador não se admitisse contraditório a respeito das alegações fáticas em que a tese acusatória se apoia. O regramento processual da CVM não permite tal privação do direito de defesa (seria ilegal se a permitisse), e essa crítica a Acusação não merece: embora tenha se apoiado no que se apoiou, são elementos não só formalmente válidos como provas ou indícios, mas também verossímeis, especialmente no contexto em que surgiram e mais ainda antes de contrapostos. Apesar de discordar das suas conclusões jurídicas, como já adiantei, essa discordância decorre dos fatos relativos aos controles internos, não ao material probatório relativo aos fatos dos trabalhadores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. À luz do que me parece ter sido acessível para a Acusação quando fez sua investigação, não vejo reprovação devida por apoiar-se em provas indiretas como o relatório de inspeção do MTE ou ainda mais indiretas como reportagens acerca dessa inspeção e entrevistas dos auditores fiscais. A garantia do contraditório permite à Defesa contestar qualquer alegação, apresentar provas em sentido contrário, apontar contradições ou outras fragilidades naquelas em que se apoiam as acusações etc. – o que, por sinal, me parece ter sido feito em larga medida, como tratarei em tópico específico.

21. Há também uma diferença de objeto entre os diferentes processos, que entendo afastar o argumento de que a CVM seria incompetente para se manifestar sobre o tema da condição dos trabalhadores. Uma coisa é o pronunciamento sobre indenizações devidas no âmbito trabalhista, o que por certo não compete à Autarquia, assim como não lhe compete decidir a resposta estatal sobre prática de crime. Outra é dizer se os fatos relativos aos trabalhadores (conforme estejam suficientemente provados) se enquadram, ou melhor, como se enquadram, nas regras a respeito de cuja observância compete à CVM se pronunciar, que neste caso são as disposições contratuais, estatutárias e da Lei das S.A.

22. Dito de outro modo, não são fatos como *“as instituições competentes concluíram ter ou não havido determinado crime nos fatos de março de 2023”* ou *“o Judiciário estabeleceu que determinada indenização é devida por causa dos fatos de março de 2023”* que importam para julgar este processo sancionador, mas sim quais foram aqueles fatos de março de 2023 se eles representam violações a normas jurídicas, quais, e com que consequências. Os pronunciamentos de outras esferas têm relevância, especialmente sobre a comprovação ou refutação de fatos – do que merece destaque a menção da Defesa às discussões travadas no processo judicial acerca das reais condições de trabalho dos funcionários –, mas não necessariamente as conclusões jurídicas (mais precisamente, as qualificações jurídicas que fazem dos fatos), como, no caso, a materialidade do crime que o Ministério Público do Trabalho, na ação civil pública, alega ter ocorrido.

23. Uma conclusão jurídica definitiva de outra esfera poderia ser necessária se, por exemplo, estivéssemos tratando de uma disposição contratual que previsse como condição suspensiva ou resolutiva algo como *“o cometimento de determinado crime”*, ou *“a condenação definitiva na esfera trabalhista”*. Uso esse exemplo por ter proximidade com o caso destes autos, pois o Código de Conduta Ética da companhia previa como conduta vedada permitir, nos seus negócios, *“qualquer tipo de exploração de seres humanos, incluindo o trabalho escravo, tráfico de pessoas, exploração sexual, exploração de trabalho e abuso infantis”*.

24. Noto que a expressão *“trabalho escravo”* é distinta de *“redução a condição análoga à de escravo”*, denominação do crime do art. 149 do CP. Lida isoladamente, a expressão poderia sugerir que o texto do código de conduta não alcançaria todas as hipóteses alcançadas pelo tipo penal, ou no limite teria abrangência equivalente. Mas a estipulação



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

societária é mais ampla. O núcleo da conduta não é trabalho escravo e sim “*qualquer tipo de exploração de seres humanos*”, cujo sentido é esclarecido pelos *exemplos* do trabalho escravo, tráfico de pessoas etc. O padrão de conduta que a companhia se impôs é mais rigoroso em sua abrangência do que uma hipotética sujeição a decisões judiciais e é por tal padrão que devem ser julgados os que voluntariamente a ele aderiram. Ao mesmo tempo, a ausência de vinculação a decisões também lhe dá mais flexibilidade para agir em resposta a possíveis desvios. Se assim não fosse, a companhia não poderia alegar o descumprimento desse item do Código de Conduta Ética para aplicar sanções internas ou encerrar relações com terceiros, senão após trânsito em julgado de um processo judicial.

25. Cabe neste julgamento, pois, avaliar se os fatos relativos ao trabalho dos funcionários da terceirizada YS na montagem do Lollapalooza 2023 constituem a ocorrência de um incidente danoso à T4F, pela incidência da previsão de seu código de conduta – para o que penso não ser necessário, pelo que expus acima, o preenchimento de todos os elementos do tipo criminal, mas apenas o suficiente para caracterizar uma “*exploração de seres humanos*” na acepção do próprio código de conduta e que prejuízos essa violação trouxe à companhia. Se caracterizarem, cabe avaliar se, e em que medida, tal evento poderia ser detectado ou evitado pela conduta dos conselheiros, seja pela avaliação da existência de um sistema de controles internos como resultado dessa conduta (ou da inexistência, por omissão), seja pela avaliação de qual foi a reação dos administradores a possíveis sinais de alerta. Tais avaliações parecem-me possíveis de serem feitas sem qualquer extrapolação de competência pela CVM.

26. Por essas razões, voto por rejeitar essa preliminar.

- ***Ausência de Elementos Mínimos para Caracterizar a Violação ao Art. 154***

27. Como resumido nos §§29-32 do Relatório, a Defesa traz como preliminar o argumento de que a Acusação não imputou aos defendentes, como suporte fático da suposta infração ao art. 154 da LSA, qualquer intenção de satisfazer interesses próprios ou de terceiros em detrimento da companhia ao infringir o art. 12, §2º, do seu estatuto. Como essa intenção seria elemento essencial para caracterizar infração ao art. 154, a circunstância de não ter sido nem sequer alegada pela Acusação esvaziaria a tese acusatória quanto à sua violação, e não poderia “*ter seu mérito analisado por erro de capitulação, prejudicando o direito de defesa pelos Defendentes*”.

28. Concorro em parte com os argumentos da Defesa em relação a este ponto, mas por uma análise que me parece ser (mais) de mérito. Claro que é verdade que o art. 154 é usado para punir atuação de administradores em desvio de finalidade. Assim, não tenho do que discordar, por exemplo, do entendimento do Colegiado, acompanhando voto do il. parecerista, pelo qual a verificação de infração ao art. 154 depende de análise “*de eventuais indícios de que o administrador exerceu os poderes que lhe foram atribuídos para*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

satisfazer interesses outros que não os da companhia” ou sobre “se atos praticados pelos administradores, ainda que formalmente corretos, buscavam de fato atingir fins ilegais, contrários à ordem pública ou aos interesses da companhia”⁵.

29. Porém, as condutas imputadas em ambos os casos eram de celebração de negócios com favorecimento de interesses de terceiros em detrimento dos da companhia. Sob um ponto de vista de lógica, ainda que toda conduta de uma categoria “A” (como atos voltados a beneficiar terceiros em detrimento da companhia) seja enquadrada ou enquadrável em um dispositivo “x” (como o art. 154), daí não decorre que condutas de uma categoria “B” não possam ser enquadradas no mesmo dispositivo. A questão é conferir se o dispositivo “x” comporta, em tese, essa outra categoria – no caso, se o art. 154 seria compatível com a conduta alegada pela Acusação, mesmo que ela não inclua a intenção de obter benefícios prejudiciais à companhia. Se comportar em tese, a acusação se sustenta para ter o mérito analisado.

30. Embora a peça acusatória não aprofunde a articulação dos fatos que alega com os termos do art. 154, penso ficar de pé a construção de que um hipotético descumprimento intencional do Código de Conduta Ética materializaria infração ao art. 12, §2º do Estatuto Social (que determina aos conselheiros o cumprimento do código), e a infração intencional a uma disposição estatutária materializaria infração ao art. 154. Sob a premissa de que a Acusação tenha imputado aos Defendentes uma omissão intencional no suposto descumprimento do Código de Conduta Ética, seria apropriado analisar o mérito.

31. A peça acusatória não diz ter havido intenção nesse suposto descumprimento, mas tampouco nela detecto sinal de que trate como não intencionais as violações que alega. A narrativa me soa neutra quanto a qualquer diferenciação de estado subjetivo entre culpa e dolo, de modo que, na medida em que invoca uma norma que pressupõe dolo (o art. 154, ainda que também tenha alegado infração ao art. 153, que não o pressupõe), vejo como plausível ler a tese acusatória como pressupondo intenção aos conselheiros, em um descumprimento consciente e voluntário de disposição estatutária, ainda que não voltado a prejudicar a companhia para obter vantagens financeiras diretas ou indiretas.

32. Pode ser uma acepção distinta da aplicação usual do dispositivo, que foca na finalidade (*“para lograr os fins e no interesse da companhia”*), substancialmente como um dever geral de lealdade, caráter ressaltado pelo teor de seus §§1º a 4º⁶. Essa outra leitura foca mais em outro trecho do dispositivo, relativo ao cumprimento das disposições estatutárias (*“deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem”*), mas ainda converge com a noção de uma obrigação de *lealdade* – é tipicamente dito desleal o descumprimento consciente e voluntário de uma regra por quem se obrigou a cumpri-la perante pessoas que lhe depositaram confiança.

⁵ Respectivamente, PAS RJ2017/5122, rel. G. Gonzalez, j. 7.7.2020, e RJ2013/11703, rel. G. Borba, j. 31.7.2018.

⁶ Refiro-me, claro, ao conceito geral de dever de lealdade, e não a subtítulos da Lei 6.404 como os que antecedem artigos sobre deveres com nomenclaturas de graus um tanto variados de precisão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

33. Pode-se ilustrar a ideia com uma hipótese na qual, ainda que para atender aos interesses da companhia, um administrador descumprisse uma vedação expressa a determinado tipo de negócio. Não seria violação de um padrão amplo de conduta como dos deveres fiduciários em geral, mas descumprimento de obrigação expressa. Incidiria claramente o art. 158, II (paráfrase: o administrador responde pelos prejuízos que causar com violação do estatuto), mas este também incide, cumulativamente, nas violações aos deveres previstos em outros artigos.

34. Por essas razões, não me parece descabida essa conjugação da narrativa acusatória com o art. 154, a ponto de julgá-la inepta por erro de capitulação. Como já adiantei, entendo que a norma não foi violada, de modo que os fatos *como entendo que ocorreram* realmente nela não se encaixam, mas na forma que aparentemente foram compreendidos pela Acusação, poderiam permitir tal capitulação.

35. Assim, como me parece possível fazer a análise do mérito, rejeito a preliminar.

36. Adicionalmente, vejo também pertinência na discussão, pelo paralelo possível, ou ao menos a proximidade, entre a intencionalidade necessária para infração ao dever previsto no art. 154 e a noção atualmente vigente nas cortes de Delaware, segundo a qual a responsabilização por falha no dever de fiscalização precisa ser intencional, por má-fé, configurando quebra do dever de lealdade e não apenas de diligência⁷.

37. Embora no campo dos fenômenos os estados subjetivos tenham fronteira tênue⁸, as consequências jurídicas (e com isso, também as econômicas) são muito significativas.

⁷ Em *Guttman v. Huang*, de 2003, a Delaware Court of Chancery, pela opinião do então Vice-Chancellor Leo Strine, Jr, afirmou que a decisão de *Caremark*, ao dizer necessária a demonstração de que os conselheiros não agiram de boa-fé para responsabilizá-los, teria na prática articulado que a responsabilidade por falha no dever de fiscalização requer a demonstração de uma violação do dever de lealdade. “*Dito de outro modo, a decisão condiciona a responsabilização a uma demonstração de que os conselheiros estavam conscientes do fato de que não estavam fazendo seu trabalho*”. – (*Put otherwise, the decision premises liability on a showing that the directors were conscious of the fact that they were not doing their Jobs*).

Em *Stone v. Ritter*, de 2006, a Suprema Corte de Delaware acolheu o entendimento de *Guttman v. Huang*, enfatizando que pressupõem consciência da violação as duas hipóteses de responsabilização por falha em fiscalizar: (a) deixar de implementar qualquer sistema de informação ou (b) havendo o sistema, conscientemente deixar de supervisioná-lo de modo a ignorar sinais de alerta, “*em qualquer das duas hipóteses, a imposição de responsabilidade requer uma demonstração de que os conselheiros sabiam não estar cumprindo suas obrigações fiduciárias*” (*In either case, imposition of liability requires a showing that the directors knew that they were not discharging their fiduciary obligations*).

⁸ A separação entre diligência e lealdade depende das definições empregadas na lei por instrumentalidade, pois os fenômenos em si têm grande proximidade, como indica o nome do gênero, *deveres fiduciários*, em que são organizados. É possível enunciar um só dever fiduciário amplo, algo como “o administrador, ao agir em nome da companhia, deve tentar obter o melhor resultado possível para ela”. Se agir com menos atenção e cuidado para com o patrimônio da companhia do que é capaz, o administrador viola esse dever uno; sob a classificação bipartida, viola o de diligência. Se agir para obter vantagens financeiras além de sua remuneração, em detrimento da companhia, também viola esse dever uno; sob a classificação bipartida, viola o de lealdade. Mas veja-se como é possível entender que há ao menos uma pequena deslealdade quando o administrador age com menos atenção e cuidado do que seria capaz, pois ele se poupa de um “custo” não financeiro, como dedicação de tempo e até esforço mental, em detrimento da companhia. Da mesma forma, não parece correto qualificar uma transferência intencional de riqueza, tipicamente classificada como deslealdade na aceção societária, como cuidadosa para com o patrimônio da companhia. No fim das contas, são diferentes graus de desalinhamento de interesses, e diferentes naturezas (e dimensões) dos recursos escassos transferidos fora da estrita consensualidade das regras que compõem a relação jurídica entre as partes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

38. Um aspecto dessa classificação é um ônus probatório consideravelmente difícil de ser cumprido por quem alega a violação, já que requer uma demonstração de dolo. Por outro lado, os mesmos problemas que tornam pertinente proteger as decisões dos administradores tomadas de boa-fé no interesse da companhia servem de contraindicação ao tratamento de eventuais falhas no dever de fiscalizar (ou falha no dever de diligência no exercício da fiscalização) como violações ao dever de lealdade. Como observa Stephen Bainbridge, “o princípio subjacente [de *Caremark*] foi mudado de diligência para lealdade, com múltiplos efeitos adversos”⁹. Sob essa ótica, o administrador fica exposto a maiores riscos de responsabilização, seja por não caber a *business judgment rule*, seja porque o seguro de “D&O” exclui a cobertura em caso de atos dolosos – e isso sem que precise ter agido visando à obtenção de benefícios financeiros em detrimento da companhia, com o grau de malícia que a prática do direito por tanto tempo associou às condutas tradicionalmente classificadas como *desleais*.

39. O incentivo é perverso para os investidores, pois a mensagem passa a ser a de gastar o dinheiro da companhia com controles e mais controles, cujos custos podem superar em muito o benefício esperado em termos de redução de riscos *para a companhia*, mas são compensados do ponto de vista de quem os implementa, devido à redução dos riscos *para os administradores*. Na prática, um seguro indireto para os administradores e caro para os acionistas, tendência de burocratização crescente, perda de agilidade nos negócios e daí por diante. Para Bainbridge, ainda que com a expansão em anos recentes do alcance de *Caremark* o “risco de efetiva responsabilização se mantenha baixo, há risco substancial de que modificar as percepções sobre aquele risco induza os conselheiros a tomar precauções excessivas”¹⁰. O jurista refere-se à probabilidade de responsabilização nos EUA, no Brasil certamente maior; já as consequências quanto aos incentivos são compatíveis com a dinâmica que em termos econômicos se chama de “overdeterrence”: a percepção de ameaça de responsabilização passa a desincentivar não só condutas ilícitas, mas também decisões eficientes¹¹.

40. É interessante notar, para concluir estas preocupações, como bem se aplica ao caso destes autos a proposição comportamentalista de que “o viés de retrospectiva aponta em uma só direção: overdeterrence (novamente, em comparação com o que uma análise correta de custo-benefício iria produzir)”.

⁹ “The underlying fiduciary duty was changed from care to loyalty, with multiple adverse effects”. BAINBRIDGE, Stephen M. *Don’t Compound the Caremark Mistake by Extending It to ESG Oversight*, 77 Bus. Law. 651, 657 (2022)

¹⁰ BAINBRIDGE, Stephen M., *op. loc. cit.*

¹¹ “[T]he hindsight bias points in only one direction: overdeterrence (again relative to what correct cost-benefit analysis would produce)”.

JOLLS, Christine.; SUNSTEIN, Cass. R.; THALER, Richard. H. *A behavioral approach to law and economics*. *Stanford Law Review*, Stanford, v. 50, n. 5, p. 1471-1550, 1998, p. 1537.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

III - MÉRITO

III.I. Art. 154, LSA, c/c art. 12, §2º do Estatuto Social

41. Em linha com o que expus ao votar pela rejeição da preliminar de inépcia da acusação de infração do art. 154, passo a analisar se houve seu descumprimento sob o requisito de haver o descumprimento intencional de disposições estatutárias – aqui, a previsão de observância ao código de conduta.

42. Nessa suposição, é simples a constatação de que a Acusação não reuniu elementos para demonstrar minimamente qualquer dolo dos Defendentes em desconsiderar o Código de Conduta Ética. Concordo com a argumentação da Defesa, de que quando os membros do Conselho de Administração assinaram o termo de adesão ao referido código, demonstraram conhecimento e compromisso de respeitá-lo. Não seria impossível que o documento existisse, fosse previsto no estatuto, e os conselheiros apenas assinassem o termo de posse para exercerem seus mandatos, sem um documento como o termo de adesão ao código de conduta; tal cenário por si só não comprovaria seu desconhecimento ou desconsideração, mas tal formalidade adicional é um sinal relevante da significância efetivamente atribuída a suas disposições pela administração da companhia.

43. Ademais, fica claro dos autos que os funcionários terceirizados eram realmente selecionados, contactados e tinham seus contratos negociados e administrados pela YS. Não havia ocasião para “descumprir” o Código de Conduta de maneira comissiva, tal como estimular ou fazer vista grossa a qualquer condição abusiva como as vedadas pelos padrões previstos no documento.

44. Outro sinal do cumprimento do Código de Conduta, a meu ver ainda mais forte que a assinatura do termo de adesão, é a verossimilhança de que os Defendentes agiram proativamente quando cientificados da inspeção do MTE, pois a relação com a YS efetivamente foi prontamente encerrada. Ou seja, quando houve oportunidade de agir, agiram conforme as disposições que regiam sua atuação. Assim, tem razão a Defesa ao qualificar essa atuação como consistente com as determinações estatutárias e o interesse social, pelo que considero improcedente a acusação de violação ao art. 154 da LSA.

III.II. Art. 153, LSA

45. Como adiantei na introdução, entendo que o próprio Termo de Acusação já trouxe elementos que demonstram sua improcedência, já que descreve um conjunto robusto de controles internos e evidências de efetiva atuação dos conselheiros para dar efetividade a tais controles. Não apenas a pronta reação ao sinal de alerta exógeno, mas o contínuo aprimoramento dos controles internos independentemente de eventos extraordinários, como a atualização do próprio Código de Conduta Ética em abril de 2022.

46. De todo modo, não são esses os únicos elementos dos autos que me levam à conclusão de satisfatório cumprimento do dever de diligência pelo Conselho de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Administração da T4F. Até considero os controles internos e as condutas dos Defendentes mencionadas na peça acusatória como suficientes para afastar a acusação, mas a peça defensiva e o parecer que a complementa dão suporte mais robusto para tal conclusão, ao descrever com completude e minudência os sistemas em vigor e trazer evidências adicionais de sua efetividade e da postura reativa e proativa dos conselheiros.

- ***Aplicação restrita, ou parcial, da business judgment rule***

47. Antes de tratar dessas evidências adicionais, exponho as razões pelas quais entendo que as decisões que criam, adotam, modificam ou optam por não modificar sistemas de governança, como controles internos e instrumentos de *compliance* em geral, devem ser objeto das mesmas preocupações e razões teóricas que justificam as adaptações da *business judgment rule* ao direito brasileiro, como a impropriedade de o julgador substituir-se ao juízo discricionário dos gestores de negócios, sem conhecimento de administração de empresas, sem contraposição de custos e benefícios, os incentivos perversos, e tanto que já foi reconhecido pelo Colegiado da CVM¹² e desenvolvido na literatura¹³.

48. Nesse sentido, considerando que conteúdos tão significativos têm sido na prática acrescidos à lei brasileira pela importação dos padrões de *Caremark*, convém lembrar um trecho frequentissimamente citado e extremamente relevante do voto do Chancellor Allen (realces adicionados):

Obviamente o grau de detalhamento apropriado para tal sistema de informações é uma questão de julgamento empresarial [a question of business judgment]. E obviamente, também, nenhum sistema de informação e reporte racionalmente projetado vai remover a possibilidade de a companhia violar leis ou regulamentações, ou de diretores ou conselheiros, ainda assim, poderem às vezes ser induzidos a erro ou de outra forma deixarem razoavelmente de detectar atos relevantes para o cumprimento da lei pela companhia. Mas é importante que o conselho exerça um julgamento de boa-fé de que o sistema de informação e relatórios da companhia é, em conceito e design, adequado para assegurar ao conselho que informações apropriadas chegarão ao seu conhecimento em tempo hábil, como parte das operações normais, para que o conselho cumpra sua responsabilidade¹⁴.

¹² Por todas, a menção pioneira, de Luiz Antonio Sampaio Campos, em seu voto no PAS CVM Nº 03/2002, Rel. Dir. Norma Parente, j. em 12.2.2004:

A administração da companhia, como já se disse da política, é a arte do possível, repleta de decisões imperfeitas por definição e de verdadeiras "escolhas de Sofia", e justamente em razão disso a jurisprudência e a legislação têm cuidado de temperar a responsabilidade dos administradores e desvinculando-a do êxito de suas ações. (...) E vai além, ainda, a Lei nº 6.404/76, que numa "tropicalização" da *business judgment rule* permite inclusive que se exclua a responsabilidade dos administradores, quando se verificar que estes, mesmo violando a lei, agiram de boa-fé e no interesse da companhia, conforme diz expressamente o parágrafo 6º do art. 159.

¹³ Como em obra de referência sobre o tema no direito brasileiro, de Marcelo Godke:

Perdas resultantes de decisões que posteriormente se demonstrem equivocadas (mas em que o exercício do dever de diligência foi adequado) não levarão à responsabilização pessoal dos administradores e não podem ser revistas pelo Poder Judiciário, pois não é função do julgador revisar retrospectivamente as escolhas feitas pelos gestores. P. 368.

¹⁴ Note-se que a passagem transcrita (trad. livre) vem imediatamente após os fundamentos pelos quais se afastou o precedente então vigente, *Graham*. A seguir, os dois parágrafos que a antecedem (trad. livre) e todo o trecho no original:

Uma interpretação mais ampla de *Graham v. Allis Chalmers* – de que o precedente significa que um conselho de administração não tem responsabilidade de assegurar que sistemas adequados de informação e reporte sejam adotados pela administração – não seria, em todo caso, aceita pela Suprema Corte de Delaware em 1996, em minha opinião. Para expor a base essa visão, começo pelo reconhecimento de que em anos recentes a Suprema Corte de Delaware deixou clara [...] a seriedade com que o direito societário enxerga o papel do conselho de administração. Em segundo lugar, noto [...] que informação relevante e tempestiva é um requisito



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

49. Negritei, sublinhei e repito o advérbio que inicia a passagem: “Obviamente”. Mas a abordagem procedimental e protetiva da BJR nesse tema requer ressalvas importantes.

50. Uma é que só se deve – ou melhor, só faz sentido – avaliar a conduta conforme a regra do *business judgment* se, em primeiro lugar, *existir* um juízo decisório pelos administradores, a ser protegido contra a avaliação de seu teor para fins de responsabilização. Na “ponta” dos sistemas de informação, uma completa ausência de decisão do conselho sobre o tema afasta sua aplicabilidade, assim como na “ponta” dos sinais de alerta seria impróprio abster-se de avaliar o “teor” de uma completa omissão do conselho em avaliar o que fazer diante de evidências de riscos¹⁵.

51. Importante distinguir tais omissões de hipotéticas decisões, informadas e refletidas acerca dos custos estimados e os possíveis benefícios, de *não* alterar os sistemas vigentes diante da percepção dos riscos ou tomar outras medidas.

52. Outra ressalva é uma especificação conceitual: as decisões no parágrafo anterior, não me refiro a uma hipotética decisão de *não fiscalizar*. Há o dever expresso de fazê-lo no mandato dos conselheiros, por previsão legal. Não é a decisão sobre *se* o Conselho deve fiscalizar que deve (ou pode) ser avaliada pela abordagem da BJR, pois não há discricionariedade quanto a cumprir ou não cumprir uma obrigação expressa¹⁶; são as decisões que o órgão toma sobre *como* a cumprirá – no caso, *como* exercerá a fiscalização. A esse respeito, o destaque no trecho de *Caremark* acima deve ser dado à especificação de qual é a matéria de julgamento empresarial: o “grau de detalhamento” dos sistemas.

essencial para o cumprimento do papel de supervisão e monitoramento do conselho, sob o artigo 141 da [DGCL]. Em terceiro, noto o potencial impacto das diretrizes federais de condenação de pessoas jurídicas sobre qualquer organização empresarial [...].

A luz dessas mudanças, seria, em minha opinião, um erro concluir que a afirmação de nossa Suprema Corte em *Graham* sobre ‘espionagem’ significa que os conselhos das companhias podem cumprir sua obrigação de estarem razoavelmente informados sobre a companhia, sem assegurarem por si próprios que existem na organização sistemas de informação e relatórios, que sejam razoavelmente projetados para fornecer, para a alta administração e o próprio conselho, informações tempestivas e acuradas aptas a permitir à diretoria e ao conselho, cada um em seu escopo, que façam julgamentos informados tanto sobre a conformidade da companhia com a lei quanto sobre sua performance nos negócios.

A broader interpretation of *Graham v. Allis Chalmers* -- that it means that a corporate board has no responsibility to assure that appropriate information and reporting systems [...] are established by management -- would not, in any event, be accepted by the Delaware Supreme Court in 1996, in my opinion. In stating the basis for this view, I start with the recognition that in recent years the Delaware Supreme Court has made it clear [...] the seriousness with which the corporation law views the role of the corporate board. Secondly, I note [...] that relevant and timely information is an essential predicate for satisfaction of the board's supervisory and monitoring role under Section 141 of the Delaware General Corporation Law. Thirdly, I note the potential impact of the federal organizational sentencing guidelines on any business organization. [...].

In light of these developments, it would, in my opinion, be a mistake to conclude that our Supreme Court's statement in *Graham* concerning “espionage” means that corporate boards may satisfy their obligation to be reasonably informed concerning the corporation, without assuring themselves that information and reporting systems exist in the organization that are reasonably designed to provide to senior management and to the board itself timely, accurate information sufficient to allow management and the board, each within its scope, to reach informed judgments concerning both the corporation's compliance with law and its business performance.

Obviously the level of detail that is appropriate for such an information system is a question of business judgment. And obviously too, no rationally designed information and reporting system will remove the possibility that the corporation will violate laws or regulations, or that senior officers or directors may nevertheless sometimes be misled or otherwise fail reasonably to detect acts material to the corporation's compliance with the law. But it is important that the board exercise a good faith judgment that the corporation's information and reporting system is in concept and design adequate to assure the board that appropriate information will come to its attention in a timely manner as a matter of ordinary operations, so that it may satisfy its responsibility.

¹⁵ Até porque, ainda que se tentasse aplicar a *business judgment rule*, não seria possível cumprir seus requisitos. Uma tal omissão pode até ser “desinteressada”, nada tendo os conselheiros a ganhar com ela na acepção do contexto, mas não será informada (à exceção dos sinais de alerta, por hipótese, mas não informada sobre fatores como consequências de determinadas alternativas, riscos de (novas) ocorrências, custos de tais ou quais mecanismos etc), tampouco refletida.

¹⁶ No que concordo com o il. parecerista ao afirmar que o “administrador não pode alegar que uma decisão informada, refletida e desinteressada o levou a concluir pela violação do comando que estava obrigado a cumprir” [n. de r. 27].



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

53. Essa distinção é corroborada por outra passagem de *Caremark*, menos citada, porém mais explícita quanto à aplicação da BJR ao desenho dos controles internos. Na exposição do direito aplicável, a decisão resume o argumento do pedido e assim descreve os “Directors’ Duties to Monitor Corporate Operations” (realces acrescentados):

The complaint charges the director defendants with breach of their duty of attention or care in connection with the on-going operation of the corporation's business. The claim is that the directors allowed a situation to develop and continue which exposed the corporation to enormous legal liability and that in so doing they violated a duty to be active monitors of corporate performance. [...]

1. Potential liability for directoral decisions: Director liability for a breach of the duty to exercise appropriate attention may, in theory, arise in two distinct contexts. **First**, such liability may be said to follow from a board decision that **results in a loss because that decision was ill advised or "negligent"**. **Second**, liability to the corporation for a loss may be said to arise from an **unconsidered failure of the board to act** in circumstances in which due attention would, arguably, have prevented the loss. [...] **The first class of cases will typically be subject to review under the director-protective business judgment rule**, assuming the decision made was the product of a process that was either deliberately considered in good faith or was otherwise rational. [...] What should be understood [...] is that compliance with a director's **duty of care can never appropriately be judicially determined by reference to the content of the board decision** that leads to a corporate loss, **apart from consideration of the good faith or rationality of the process employed**. That is, whether a judge or jury considering the matter after the fact, believes a decision substantively wrong, or degrees of wrong extending through "stupid" to "egregious" or "irrational", provides **no ground for director liability**, so long as the court determines that the process employed was **either rational or employed in a good faith effort** to advance corporate interests. To employ a different rule -- one that permitted an "objective" evaluation of the decision -- would expose directors to substantive second guessing by ill-equipped judges or juries, which would, in the long run, be injurious to investor interests. Thus, **the business judgment rule is process oriented and informed by a deep respect for all good faith board decisions**.

54. Ainda no mesmo sentido, embora o Colegiado da CVM em algumas ocasiões tenha nominalmente discordado da aplicação da *business judgment rule* para a avaliação de controles internos, a abordagem adotada na revisão dos sistemas é materialmente bem próxima, e por vezes equivalente, ao seu uso adaptado ao direito brasileiro, como padrão de análise do cumprimento do dever de diligência. Destaco trechos do il. Parecer da Defesa (realces acrescentados em pontos de contato explícito com elementos da BJR):

40. Assim, conforme explica a doutrina a respeito da jurisprudência da autarquia, “[n]o Brasil, há mais de uma década, os precedentes da CVM expõem [...] [o] entendimento de que **a dimensão do dever de diligência sob a perspectiva da supervisão envolve, necessariamente, a análise de um aspecto procedimental**, para a verificação da adoção de estruturas e controles internos adequados”¹⁷. Trata-se, então, da compreensão de que os administradores devem “possuir um papel ativo para assegurar a efetividade das estruturas de gerenciamento de riscos da sociedade – o que configura verdadeiro dever, cujo descumprimento poderá acarretar a sua responsabilidade”¹⁸. (...)

46. No caso Petrobras, eu ressaltai [que há várias maneiras de se cumprir o dever de fiscalização] ao dizer que **o dever de monitoramento “se assemelha a uma decisão**

¹⁷ YAZBEK, Otavio; DUARTE, Anelise Paschoal Garcia. *O dever de diligência dos membros do conselho de administração e o atendimento a demandas ESG – Uma nova fronteira?*. In: LYRA, Zora; WELLISCH, Julia Sotto Mayor; FRANCO, Julia Damazio (Coords.). *ESG nos mercados financeiro e de capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2024, p. 500. [n. de r. 25 no parecer].

¹⁸ VIEIRA, Paulo; HERMETO, Lucas. *Um mapa para responsabilização de administradores de sociedades em casos de falha no monitoramento de riscos...*, cit., p. 215. [n. de r. 26 no parecer]



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

empresarial, na medida em que não há um único modo de os administradores se desincumbirem da sua função fiscalizatória e que as avaliações retrospectivas devem, portanto, respeitar decisões tomadas dentro do espaço de discricionariedade que a lei reconhece¹⁹. Isso, aliás, já havia sido reconhecido no caso Telemig, oportunidade em que se sustentou que um sistema de controles internos “pode adotar uma infinidade de formas”²⁰. (...)

47. ...[N]a literatura jurídica brasileira, esse ponto também é bastante ressaltado. Diz-se, por exemplo, que os administradores dispõem de uma relevante **discricionariedade para a instituição de controles internos, de acordo com seu juízo profissional**, sempre pautado por um exame de razoabilidade à luz das circunstâncias concretas²¹.

48. Em igual sentido, afirma-se que inexistente “requisito objetivo ou resposta ótima a ser alcançada pelo administrador, visto que a escolha por uma ou outra opção de fiscalização e controle dos subordinados ou do funcionamento de determinada empresa **é uma decisão imbuída de uma necessária análise de riscos e exercício da capacidade criativa dos administradores** para que o monitoramento seja eficaz e, ao mesmo tempo, não engesse de sobremaneira da organização”²²

55. Na mesma linha, repito aqui o que afirmei em meu voto no PAS 19957.007916/2019-38:

30. A decisão sobre qual estrutura de governança adotar é uma decisão de alocação de recursos. Trata-se de organizar, por determinação, as alocações de recursos, pessoas e responsabilidades, dentro da estrutura hierárquica que substitui o mecanismo de mercado, na descrição de Coase da empresa como ‘nexo’ de contratos. Se na decisão sobre relações contratuais em sentido estrito não haveria discussão sobre a prudência do julgador em afastar-se do mérito negocial e não se substituir aos agentes privados (salvo exceções como interesses potencialmente conflitantes), tampouco deveria haver dúvida sobre essa postura em decisões alocativas dos contratos implícitos da estruturação econômica de uma empresa. Em todo caso, há bastante literatura tratando da aplicação da Business Judgment Rule a desenhos de governança²³⁻²⁴.

¹⁹ Cf. [voto do Parecerista] no [PAS] CVM nº 05/2016, Dir. Rel. H. Machado, j. 03.11.2020 [N. de r. 31 no parecer]

²⁰ PAS CVM nº 24/2006, Dir. Rel. Otavio Yazbek, j. 18.02.2013 [N. de r. 32 no parecer].

²¹ RENTERIA, Pablo; GODOY, João Paulo Saueia. *Reflexões sobre o caso McDonald's na perspectiva do direito brasileiro*, cit., p. 545 (“Mais do que exagerada, a atribuição de uma responsabilidade nesses termos se mostraria incompatível com a natureza do dever de diligência – que, repita-se, é de meios – e com a discricionariedade de que dispõem os administradores para instituir os controles internos, que, em seu juízo profissional, se mostram razoáveis à luz das circunstâncias que os cercam. [...]”). [n. de r. 33].

²² FRANCO, Julia Damazio; GAMA, Frederico Calmon Nogueira da. *Controles internos, dever de diligência, e a regra da decisão negocial (business judgment rule)*, cit., p. 655 [n. de r. 34 no parecer]

²³ “Dado que a definição dos contornos de determinada estrutura de controle internos é tarefa longe de ser trivial — na medida em que envolve análise profunda de riscos, custos e benefícios em função do porte, especificidades e nível de complexidade de cada instituição —, a decisão a seu respeito deve ser analisada com muita prudência pelo regulador.

“Considerando as variáveis a serem apreciadas, e o potencial impacto para a condução dos negócios da instituição, está-se aqui diante de uma verdadeira decisão negocial, de modo que a análise do julgador deve se limitar ao processo decisório e não entrar mérito da decisão em si. [...]”

“Ora, considerando que a *business judgment rule* existe justamente para conferir proteção aos administradores que atuem maneira refletida, informada, desinteressada e de boa-fé, isentando-os da responsabilidade por decisões tomadas dentro do seu campo de discricionariedade que, a posteriori, não se revelem tão bem-sucedidas” — não há porque limitar sua aplicação às decisões puramente transacionais.”

FRANCO, Julia e CALMON, Frederico. *Controles Internos, Dever de Diligência, e a Regra da Decisão Negocial* (in Sociedades Anônimas, Mercado de Capitais e Outros Estudos: Homenagem a Luiz Leonardo Cantidiano — Vol. I, org. Maria Lucia Cantidiano; Igor Muniz; Isabel Cantidiano). São Paulo: Quartier Latin, 2019. [n. de r. original, renumerada].

²⁴ “However, if the board of directors makes business judgments concerning decision-making processes, these judgments may be protected by the business-judgment rule if they satisfy the conditions of that rule, including the “informed” condition of the rule. This possibility is most likely to be salient when the board makes decisions concerning what monitoring programs it will employ, and how those programs should function.”

EISENBERG, Melvin Aron Eisenberg. *The Divergence of Standards of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, 62 Fordham L. Rev. 437 (1993) p. 447 [n. de r. no original, renumerada].



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

56. Expostas tais razões, passo a fundamentar minha posição de que o caso dos autos atende aos requisitos da aplicação da *business judgment rule*. De início, as decisões que implementaram os controles internos não envolveram o potencial atendimento a interesses próprios de quem a tomou. A Defesa bem o demonstra em sua argumentação voltada a afastar a acusação de violação ao art. 154, seja como preliminar, seja no mérito, ao apontar, com razão, que a Acusação nem mesmo chega a alegar que teria havido busca de interesses pessoais ou de terceiros.

57. Sobre ser refletida e informada, entendo que isso pode ser constatado da complexidade dos sistemas de controle apresentados pela Defesa, e pela dinâmica em que se constata sua constante atualização, como a reforma do Código de Conduta Ética em 2022. Ademais, essa percepção é corroborada pela circunstância de que a Acusação não chega a alegar que os controles internos teriam decorrido de decisões procedimentalmente falhas, desinformadas, não refletidas, com interesses potencialmente conflitantes. A tese acusatória é inteiramente baseada no resultado dessas decisões, que diz ter criado um sistema falho por não ter impedido determinado evento indesejado.

58. Uma das “peças” de um dos controles internos da T4F citados pela Acusação é o item 5.1 da Política de Gerenciamento de Riscos, que descreve que o processo decisório, diante de sinal de alerta, *“envolve a categorização e a avaliação de cada risco e a aplicação de controles gerenciais para mitigar o risco, baseados em um julgamento acerca do impacto provável caso nenhuma medida seja tomada, combinado com uma avaliação da probabilidade de nova ocorrência do risco”*.

59. Ora, esse julgamento, que a Acusação disse ter-se mostrado “equivocado” sob a premissa da mera *ocorrência* de uma violação, é eminentemente um *business judgment*. Os parâmetros que os tomadores de decisão têm que levar em conta envolvem, no mínimo: a probabilidade de (nova) ocorrência do risco; os custos estimados dessa ocorrência para a companhia; os custos totais dos controles atualmente empregados; a percepção de sua influência na probabilidade atual de ocorrência de eventos de risco; os custos estimados para determinados controles adicionais ou específicos; a redução estimada para cada possível novo controle sobre a probabilidade de ocorrência. Se os custos de uma medida específica são superiores às economias que ele pode trazer para a companhia, a obrigação da administração, no cumprimento de seus deveres fiduciários, seria a de não o adotar, assim como teria a obrigação de eliminar um controle já existente que se mostre caro demais para o que entrega de resultado²⁵.

60. Em nada me parece diferir esse tipo de complexidade daquelas observadas e reconhecidas pelo Colegiado em tantas ocasiões para abster-se de analisar o mérito

²⁵ Na literatura: “Aqui, cabe uma reflexão: estaria o regulador apto a avaliar a adequação de determinado sistema de controles internos com as necessidades concretas das companhias? Nos parece que não, pois a análise em questão depende de avaliação complexa, negocial, que depende de profundo conhecimento do funcionamento interno das organizações atividade própria dos administradores, e não do regulador ou do Judiciário.”
FRANCO, Julia e CALMON, Frederico. *Op. Cit.*, nota de r. nº 18, p. 654.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

econômico de negócios dos mais variados tipos, senão talvez pela forma de buscar riqueza para os acionistas: quando se trata de negócios com terceiros, os benefícios esperados são mais perceptíveis, por decorrerem de, *grosso modo*, “gerar ganhos” para companhia, ao invés de “evitar perdas”, que afinal é o objetivo dos controles internos (e não há diferença entre receita acrescida e despesa eliminada). Também é mais evidente que se trata de *decisões negociais* quando se discorda da realização de negócios jurídicos em sentido estrito, embora diversos controles internos sejam materializados também por contratos com terceiros. Se um acionista ou uma acusação dissessem violar o dever de diligência a decisão de firmar um contrato com uma empresa por dizerem que se revelou muito caro vis-à-vis os resultados que acabou por gerar, a aplicabilidade da BJR seria ululante. (leia-se: caberia verificar se seus pressupostos estão presentes e abster-se de analisar o mérito em caso positivo). Não enxergo coerência ou qualquer razão plausível para afastá-la se a alegação de infração da diligência demonstrar que o objeto do contrato era a prestação de serviços para evitar violações de obrigações legais por parte de funcionários da companhia, ou mesmo de terceirizados – exatamente como alguns dos controles internos destes autos.

- **Exame contido de mérito: controles robustos e reações adequadas**

- **Controles internos adequados**

61. Passo agora a expor meu entendimento de que, ainda que se entenda pertinente o exame do mérito do exercício da discricionariedade empresarial, a conclusão não se altera, tendo a Defesa, como afirmei na introdução deste tópico, trazido elementos adicionais a demonstrar a adequação dos sistemas de controle.

62. Como bem exposto na peça de defesa e no parecer, a imputação de descumprimento do dever de diligência, conforme previsto no Art. 153 da Lei das S.A., deve ser analisada pela lente do dever de fiscalização que incumbe ao conselho de administração. Nesse contexto, o que se destaca é que o dever de constituição e manutenção de controles internos é obrigação de meio, e não de resultado. Portanto, a existência de uma irregularidade - mesmo que grave, como a supostamente ocorrida (especialmente na ocasião da fiscalização) - não basta para concluir que os administradores descumpriram seu dever de fiscalização. Fiscalizar não é garantir inocorrência.

63. A jurisprudência do Colegiado da CVM orienta-se no sentido de que a responsabilização por falha na fiscalização só deve ocorrer em casos excepcionais, que revelem falhas totais, permanentes ou sistêmicas nos controles internos. Esse entendimento, robustamente exemplificado no Parecer, é de que a discricionariedade dos administradores na instituição de controles internos deve ser respeitada (o que, como expus anteriormente, muito se aproxima da deferência ao juízo profissional do administrador da BJR), devendo a decisão ser avaliada com base na “razoabilidade” à luz das circunstâncias concretas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

64. Os autos demonstram a existência de um conjunto complexo de controles internos, que incluía o Código de Conduta Ética, o Comitê de Auditoria e a Política de Gerenciamento de Riscos, em linha com o modelo de “três linhas de defesa”. O próprio Código de Conduta da Companhia previa expressamente o repúdio a qualquer forma de exploração de seres humanos, categoria mais ampla que o trabalho análogo ao escravo. A Defesa, ademais, apresentou elementos suficientes de que houve um processo de avaliação para a contratação da Yellow Stripe, sem a identificação de qualquer sinal de alerta sobre a prestadora.

65. A efetividade em nível razoável desses controles internos, antes do incidente específico, é corroborada pelo fato de que a Companhia promoveu diversos eventos, inclusive as edições anteriores do Festival, sem que problemas similares tenham afetado seus negócios negativamente. Em outras ocasiões (2018 e 2019, citadas pela Defesa, e 2022, cf. §67 a seguir), houve denúncias de supostas irregularidades que posteriormente foram arquivadas pelo MPT.

66. Neste ponto, discordo da Defesa quando afirma que a conclusão de que não houve irregularidade naquelas ocasiões desqualificaria as denúncias como sinais indicativos de risco de violações. Ao que me parece, a rigor só o exame aprofundado daqueles fatos permitiria chegar a tal conclusão. No fim das contas, o argumento também me parece viciado por raciocínio de trás para frente, só visível pelo retrovisor do tempo: quando surgem as denúncias, a companhia não tem como saber que irão resultar em arquivamento. Basta sua verossimilhança para acender um alerta, ainda que, no vago porém ilustrativo jargão da matéria, sejam bandeiras amarelas, não vermelhas.

67. Tanto assim que em 2022 houve certa polêmica sobre contratações e condições de trabalho na montagem de evento da companhia e o Conselho decidiu modificar seus controles internos – foi quando promoveu uma ampliação de seu Código de Conduta Ética. Ao que tudo indica, essa decisão se deu independentemente da improcedência de qualquer denúncia, pois por mais frágeis que já à primeira vista pareçam, não me parece possível ter havido tempo hábil para saber que em nada resultariam – as matérias sobre o caso são do fim de março de 2022 e o código foi alterado no início de abril daquele ano.

68. Dessa forma, os elementos dos autos mostram que os Conselheiros, à vista das circunstâncias que existiam previamente ao evento de 2023, mantiveram um sistema de controles internos claramente complexo para o gerenciamento de riscos da Companhia. Conforme argumenta a Defesa, exigir que os Acusados classificassem, de antemão, o risco de descumprimento pela terceirizada como provável, mesmo diante de evidências de regularidade (ausência de sinais de alerta), não é exigir a diligência de um homem probo, mas sim a de uma pessoa extraordinária. Julgar os sistemas falhos – a ponto de merecerem punições – apenas porque o evento indesejado ocorreu seria adotar uma lógica imprópria, raciocinando pelo viés de retrospectiva (*hindsight bias*).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

69. Com o devido respeito, não há como deixar de registrar a crítica, em caráter construtivo, à forma quase caricata com que a tese acusatória se pretende substituir ao administrador com supostas soluções que só uma viagem ao futuro lhe poderia ter sugerido, sem qualquer sinal detectável de consideração sobre custos ou que economias poderiam ter sido geradas. Chega-se ao cúmulo de não só supor viável, mas de tratar como exigível, um canal de denúncia **específico para a empresa terceirizada** em que o MTE disse ter encontrado condições degradantes de trabalho (§33 da peça acusatória).

70. Quanto custaria isso? A Acusação não chega a alegar que haveria qualquer indício de que a Yellow Stripe poderia cometer violações, de modo que exigir um canal específico para essa terceirizada parece implicar que deveria haver um canal específico para cada uma das terceirizadas. Quanto custa um canal de denúncias? Quanto custaria manter um para cada terceirizada? Quantas terceirizadas havia? Pelo que a Defesa juntou em sede de memoriais, eram algumas centenas. Nenhuma pergunta dessas parece ter sido objeto de preocupação da tese acusatória. Acima de tudo, quanto a empresa corria o risco de pagar de multas e indenizações por ocorrências do tipo? É difícil encontrar um argumento em prol da deferência à discricionariedade do administrador mais contundente que o juízo negocial implícito à tese acusatória: custos devem ser incorridos sem qualquer limite, a fim de obter um benefício econômico de que nem sequer se fala.

71. E nem se diga que não era possível estimar os prejuízos à companhia decorrentes das supostas violações, para poder ter alguma pretensão de estimar razoabilidade de custos a serem incorridos com controles internos. Mesmo sem os superpoderes do personagem Captain Hindsight, a Acusação poderia verificar que, na ação civil pública, o *pedido* de indenização por danos difusos era de R\$ 1 milhão, mais danos morais a cada dos cinco indivíduos de R\$ 5 mil – uma condenação máxima possível de R\$ 1.025.000,00. Ao mesmo tempo, chegou a verificar que, com toda a publicidade que tais fatos tiveram, não provocaram qualquer impacto no preço das ações - as investigações examinaram a matéria para detectar eventual violação de não publicar fato relevante, que não prosseguiu após constatar-se a aparente inocuidade do evento sobre as cotações. Sinal de que investidores não estimaram perda de valor para a empresa, algo que poderia decorrer, dada a gravidade do tema envolvido, de perdas reputacionais quanto mais verossímeis e graves as denúncias fossem percebidas por análise depurada por especialistas de mercado. Ou seja, no fim das contas trata-se de quantias insignificantes frente aos números da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

○ *Reações nítidas a sinais de alerta*

72. Além da existência de controles internos, o cumprimento do dever de fiscalização também se verifica pela reação a sinais de alerta (*red flags*). A Defesa mostrou que, neste aspecto, a conduta dos Acusados não merece reparos. Tão logo tomaram ciência da aparente irregularidade por meio da notificação do MTE (o primeiro sinal de alerta, ainda que exógeno), a T4F agiu prontamente.

73. As ações imediatas incluíram a rescisão do contrato com a Yellow Stripe, a instauração de investigação interna com comitê específico para tal finalidade, e a contratação de assessoria externa especializada. Como bem salientou o Parecer do Dr. Gonzalez, essa atuação foi consistente com o efetivo respeito às determinações estatutárias e ao interesse social.

74. Adicionalmente, as subseqüentes alterações implementadas após a notificação do MTE - tais como a atualização do Manual do Prestador de Serviço, inclusão de etapa de homologação de fornecedores, revisão contratual e intensificação da fiscalização em campo - devem ser avaliadas por sua realização, com ampla deferência à discricionariedade do mérito econômico, já que sem tal deferência um julgador poderia considerar aparentemente excessivas as medidas para pouco retorno esperado, outro poderia considerá-las insuficientes, um terceiro poderia concordar inteiramente e daí por diante. Objetivamente, houve a adoção de medidas em reação a um risco concretizado, com a finalidade clara de mitigar risco semelhante, e me parece dever vir até aqui.

75. Em suma, entendo que as evidências apontam para a existência de um sistema complexo e uma reação imediata diante do evento e prévios sinais de alerta.

○ *Algumas considerações sobre o evento deflagrador*

76. A matéria de maior relevância geral neste processo, atipicamente, tem influência relativamente baixa sobre o julgamento. A noção de que pudesse haver trabalhadores submetidos a condições que permitem ser equiparadas à escravidão é chocante. É ainda mais dramático constatar que infelizmente essa realidade de fato atinge milhões de pessoas no mundo, sob um conceito de escravidão moderna.

77. Explico a que me refiro por reduzida relevância jurídica do evento para este julgamento, e por quê. As verificações de cumprimento do dever de diligência têm como evento central a notícia, embasada por relatório da autoridade competente, o MTE, de que havia cinco pessoas em regime de trabalho análogo ao escravo. Os controles internos da T4F vedavam, como afirmei, comportamentos mais amplos, ou seja, em tese menos graves que o suficiente para configurar o crime, mas ainda assim repudiados pelos padrões autoimpostos pela companhia. Então, no momento em que esse relatório foi noticiado, parece ter sido bem crível que se estivesse diante de uma ocorrência de irregularidade dentre as previstas que poderiam acontecer nos negócios da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

78. A existência e a estrutura do sistema de controles eram o que eram, e as reações imediatas de rescindir o contrato com a terceirizada mostram uma postura conservadora em termos de exposição a riscos, em que a empresa usou a prerrogativa contratualmente prevista para encerrar a relação com a terceirizada, pelo que naquela ocasião lhe pareceu ter alguma probabilidade de ser verdade.

79. A realidade do ambiente de trabalho e dos trabalhadores da terceirizada em questão, porém, tem certa relevância para o cerne da acusação. A probabilidade de detecção de riscos como esse é diretamente proporcional à sua dimensão e sua gravidade, a quanto é de se esperar que aconteça, a quão fácil é sua denúncia pelas vítimas, à visibilidade a terceiros. Suponha-se que não fossem cinco trabalhadores entre seis mil, em área enorme do Autódromo de Interlagos, num cenário de alta movimentação de pessoas, máquinas, equipamentos, na maior metrópole da América do Sul, em ritmo intenso de preparação em poucos dias de um espaço para receber dezenas de milhares de pessoas, mas algumas dezenas de trabalhadores em locais confinados, como oficinas de costura²⁶, de difícil acesso, como garimpos²⁷, isolados, como fazendas²⁸. São setores de alta incidência de abusos como servidão por dívida, retenção de documentos, emprego de migrantes de regiões distantes do país ou estrangeiros, dificultando ou impossibilitando o retorno, cobrança de aluguel para dormir no local de trabalho, servidão por dívida, retenção de documentos. Situações como essas, embora visíveis a menos pessoas, geram cenários muito mais evidentes e sinais mais perceptíveis.

80. À primeira vista, a narrativa da inspeção feita em Interlagos parecia ter revelado situação semelhante. Houvesse restrições ao direito de ir e vir e abusos sérios como os alegados, em meio a tantas pessoas, seria bem alta a probabilidade de denúncias – como ao canal disponibilizado pela T4F à época dos fatos, por algum dos milhares de trabalhadores do local, ainda que primeiro a um supervisor direto. Por isso, repito o que afirmei nas considerações iniciais, quanto à inteira legitimidade de se instaurar procedimentos para apurar se teria havido uma fiscalização adequada.

81. Todavia, o exame detido do relatório da inspeção e da ação civil pública modificam muito essa percepção inicial. A *descrição* do cenário pela inspeção do MTE prescinde de adjetivos para repugnar quem a lê: como exposto no §5 do Relatório deste processo, haveria proibição de retorno para casa, impedimento de sair do local de trabalho, obrigação de dormir em tendas de lona no interior do autódromo, impedimento de acesso a banheiros de madrugada.

²⁶ www.gov.br/trabalho-e-emprego/pt-br/noticias-e-conteudo/2025/outubro/mte-resgata-36-trabalhadores-bolivianos-em-oficinas-de-costura-em-sao-paulo?utm_source=chatgpt.com

²⁷ agenciabrasil.ebc.com.br/direitos-humanos/noticia/2024-04/garimpo-ilegal-usava-trabalho-analogo-escravidao-no-amazonas?utm_source=chatgpt.com

²⁸ www.gov.br/trabalho-e-emprego/pt-br/noticias-e-conteudo/2025/outubro/mte-resgata-13-trabalhadores-em-condicoes-analogas-a-escravidao-em-fazenda-de-cafe-no-interior-de-sp?utm_source=chatgpt.com



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

82. A leitura da sentença altera completamente o cenário. Como relatado (§73), o Juízo afastou expressamente: qualquer restrição ao direito de ir e vir, seja para casa, seja de sair do local de trabalho; retenção de documentos; maus-tratos; obstáculo a uso de banheiros; reconheceu também a realização de exame admissional e registro dos contratos de trabalho – a regularidade documental por si só não implica ausência de abusos, mas é significativamente redutora da probabilidade do cometimento de violações muito mais graves como as alegadas. De todas as alegações da inicial, a sentença só entendeu suficientemente convincentes os indícios que os trabalhadores teriam dormido nas tendas.

83. Compute-se ainda que as rés contestam a alegação do pernoite no autódromo com contra-indícios. Em sede punitiva, estes me pareceriam suficientes para gerar a dúvida razoável sobre sua ocorrência, como o fato de a YS ter alugado uma casa especificamente para alojamento de seus funcionários, a cerca de quinze minutos de caminhada do local de trabalho²⁹, e depoimentos de testemunhas, incluindo outros trabalhadores, de que dormiam na casa; para o grau de prova em matéria civil não me são conclusivos, pois vejo alguma plausibilidade e indícios de que alguns teriam dormido no local.

84. Não vem ao caso, como expus quanto à preliminar de incompetência da CVM para a matéria, a discussão sobre enquadrarem-se ou não os fatos à definição legal de redução a condição análoga a trabalho escravo, seja para fins penais (a respeito do que a Defesa informou inexistir qualquer ação criminal), seja para fins da ação civil pública. O que releva para a discussão sobre o dever de fiscalização é o quão menos detectável é o cenário que a sentença entendeu ser o real, do que o horror pintado pelo relatório de inspeção que deflagrou todo este processo – os depoimentos dos trabalhadores descrevem o ambiente de trabalho como “tranquilo, normal” e até “descontraído”, negam ter usado a expressão “trabalho escravo” aos auditores.

85. Quando se examina mais a fundo o processo, certos pontos me geraram indagações quanto a sua origem³⁰, e muito me consternaram pelo que considero algo desrespeitoso e, mais que isso, perigoso. Estender o significado de termo tão sério como escravidão para alcançar cenários como o discutido na ação civil pública tende a banalizar o conceito, e com isso diminuir a percepção de gravidade da situação das milhões de pessoas que necessitam ser propriamente *resgatadas*, por estarem submetidas a condições realmente aviltantes, com cerceio à liberdade de ir e vir, coações, ameaças, fraudes e tantos outros tipos de abuso de profunda degradação humana.

²⁹ Estimativa do “Google Maps” para o trajeto a pé entre o endereço da casa e o portão 8-G, onde ficavam as instalações da YS.

³⁰ Por exemplo, um trabalhador relata que um dos dois inspetores pediu sua cooperação, inclusive lhe tendo dito “me ajuda que eu te ajudo” para que corroborasse as afirmações do relatório. Em seu depoimento, um inspetor – não se sabe se o mesmo – declara ter “interesse” caso, “não pessoal, mas profissional”. Os inspetores também aparecem dando entrevistas sobre o caso em várias matérias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

86. Preocupação análoga também me ocorre com o tema jurídico central deste processo. Se eventos financeiramente desprezíveis forem considerados como riscos, se qualquer irregularidade for tratada como resultado de violação no dever de fiscalização, há também certo risco de redução da percepção de relevância da matéria, ao mesmo tempo em que podem inflar as exigências e custos, como afirmei no §40 deste voto. Nesse sentido, a condenação também deve ser mencionada como parte do cenário do tipo de “risco” de que se trata. A condenação de caráter punitivo/coletivo chega a ser uma coincidência numérica caricata de *Caremark*, um caso que existiu porque a companhia praticava sistematicamente em seus negócios violações a normas do setor de seguros de saúde e por isso foi condenada a pagar aproximados *US\$ 250 milhões*. Na ação civil pública movida pelas violações atribuídas à YS e à T4F como solidária, a sentença estipulou o dano coletivo em *R\$ 250 mil*. Uma quantia ínfima, evidentemente inferior a outros custos decorrentes deste processo³¹.

- ***Conclusão da análise do dever de diligência na fiscalização***

87. Por todas essas razões, a imputação de descumprimento do Art. 153 da LSA é manifestamente improcedente. O Conselho de Administração cumpriu seu dever de diligência na fiscalização dos negócios sociais da T4F, de modo que voto pela absolvição dos Acusados.

IV – CONCLUSÃO: ABSOLVIÇÃO

88. Voto, pelas razões apresentadas acima, pela absolvição dos Defendentes Fernando Luiz Alterio; Marcelo P. Hallack; Marcos S. Hatushikano; Galeno Augusto Jung; Luis Alejandro Soberón K.; e Carla G. Alves das acusações de infração aos artigos 153 e 154 da Lei 6.404.

São Paulo, 11 de novembro de 2025

João Accioly

Diretor Relator

³¹ Nos quais não deve ser ignorada uma parte da mobilização de recursos da própria CVM – em sua maior parte mais que justificada e bem desempenhada na investigação e apuração dos fatos, mas não a partir das conclusões equivocadas da peça acusatória.