

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS
FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

O PAPEL DO “G” DE ESG NO DESENVOLVIMENTO DE UMA GOVERNANÇA DA
SUSTENTABILIDADE: UMA ANÁLISE A PARTIR DO CASO AMERICANAS

MARLON COELHO DE SOUZA TELES

RIO DE JANEIRO
2024

MARLON COELHO DE SOUZA TELES

O PAPEL DO “G” DE ESG NO DESENVOLVIMENTO DE UMA GOVERNANÇA DA
SUSTENTABILIDADE: UMA ANÁLISE A PARTIR DO CASO AMERICANAS

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

RIO DE JANEIRO

2024

CIP - Catalogação na Publicação

T269p Teles, Marlon Coelho de Souza
O PAPEL DO "G" DE ESG NO DESENVOLVIMENTO DE UMA
GOVERNANÇA DA SUSTENTABILIDADE: UMA ANÁLISE A
PARTIR DO CASO AMERICANAS / Marlon Coelho de Souza
Teles. -- Rio de Janeiro, 2024.
111 f.

Orientador: Vinicius Figueiredo Chaves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
Nacional de Direito, Bacharel em Direito, 2024.

1. Governança Corporativa. 2. ESG. 3.
Sustentabilidade. 4. Americanas S.A.. 5. Ética
Empresarial. I. Chaves, Vinicius Figueiredo,
orient. II. Título.


MARLON COELHO DE SOUZA TELES

O PAPEL DO “G” DE ESG NO DESENVOLVIMENTO DE UMA GOVERNANÇA DA
SUSTENTABILIDADE: UMA ANÁLISE A PARTIR DO CASO AMERICANAS

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do **Professor Dr. Vinicius Figueiredo Chaves**.

Data da Aprovação: 25/06/2024

Banca Examinadora:

VINICIUS FIGUEIREDO CHAVES 
Orientador: Vinicius Figueiredo Chaves.

ELEONORA MESQUITA CEIA 
Membro da Banca: Eleonora Mesquita Ceia

MARTA MARIA CRESPO RODRIGUEZ 
Membro da Banca: Marta M. Crespo Rodriguez

RIO DE JANEIRO

2024

*Não importa o que a vida fez com você. Importa
o que você faz com o que a vida fez com você!*

- Jean-Paul Sartre

AGRADECIMENTOS

Eu gostaria de agradecer a todos que, de alguma forma, contribuíram até aqui com minha trajetória pessoal, acadêmica, profissional, de vida... a quem eu dedico estas páginas com carinho.

Inicialmente, aos meus pais: Charles Teles (meu pai) que dentre tantas outras coisas, me ensinou que amar vai muito além de dar carinho; Nilda (minha mãe) que dentre tantas outras coisas, me ensinou o que é abdicar de si e cuidar de quem você ama. Obrigado por todo esforço, dedicação, educação e amor que me deram: eu sei que fizeram o melhor que puderam. Amo vocês!

Aos meus irmãos (e quase filhos, por imposição da vida) em ordem de idade: Thais, que me ensinou o valor de vencer o ego e abraçar/acolher quem amamos (mesmo quando o ressentimento tenta falar mais alto); Daiane, que me ensinou como o valor da família pode ir além de laços sanguíneos; Caio, que me fez entender o valor das ações sobre as palavras; Julia, que, acima de tudo, me fez entender o que era ser pai sem ter tido um filho e que cuidar de quem você ama às vezes pode exigir muita, mas muita paciência (Afinal, como disse Madre Teresa de Calcutá *“É fácil amar os que estão longe. Mas nem sempre é fácil amar os que vivem ao nosso lado”*). Vocês me tiraram boas noites de sono, me deram muitas olheiras e dor de cabeça. Mesmo assim, eu gostaria que soubessem que não me arrependo das noites mal dormidas revisando matemática para ensinar a vocês: tudo o que fiz, e da forma como fiz, foi o melhor que pude fazer naquelas condições (espero, verdadeiramente, que entendam isso!). Acima de tudo, minha maior felicidade é ver vocês felizes!

Aos meus avós paternos (Vera Lúcia e Francisco Teles) e maternos (Francisco Camboim e Nair Coelho), como já disse algumas vezes, obrigado pelo maior presente que puderam me dar: meus pais (que me educaram e fizeram o homem que sou hoje!). Agradecimento especial ao meu eterno ‘cocorota’ (Francisco Camboim), que acordava todas as manhãs cedo para me levar para a escola e dedicou sua velhice a divertir uns netinhos perturbados (*Que nos encontremos de novo, vovô!*).

Aos meus amigos do ensino médio, em ordem de início da amizade: Gabriela Melo, aquela que me impulsionava (racionalmente), mesmo quando meus sonhos envolviam a colonização de marte; Julyane Felício (a Fênix), que me inspira e me faz lembrar que nossas origens não são limitadores para alçarmos vôos mais longos; Yan Sousa, aquele com quem sempre tenho as melhores conversas, inclusive as mais difíceis: queria é ter mais tempo para longas conversas, meu amigo!; E, Luan da Cruz e Maria Clara, que me fazem lembrar que nem mesmo a distância é capaz de esfriar uma verdadeira amizade.

Aos meus amigos da faculdade, em ordem de início da amizade: Marven Braz, nasceu no mesmo dia que eu, apesar disso é o completo oposto no que diz respeito a posicionamento político e personalidade, mas desde os primeiros dias algo já dizia que seríamos grandes amigos; Christyan Cavalcante, que ao mesmo tempo que é o amigo mais *Caozeiro* é uma das amizades mais verdadeiras que tenho; Bernardo Feinsten, logo quando achei que não faria mais amigos surge um ser humaninho que leva a vida numa vibe *hippie* e mostra que nem sempre precisamos levar tudo a sério; Nicole Amoed, a um tempo atrás seu nome nem poderia está sendo citado aqui, mas ainda bem que posso fazer isso hoje: nossa conexão de milhões nos fez selar essa amizade, tu tens um coração gigante e nos mostra o que é a verdadeira vontade de vencer na vida (*let's que bora: o mundo é nosso!*); Isadora Rosseline, nunca pensei que seria amigo de uma Sonserina, mas aqui estamos... obrigado pelas aulas de diplomacia: você é mestra em escolher as lutas que devemos lutar e em mostrar que não é só com armas que se ganha uma guerra; Leandro Santos, um menino abençoado de coração gigante, é o referencial ético que todo advogado deveria seguir; e Thiago Kaufmann, "*bahhh*", humildade em pessoa, um gaúcho que ganha o coração de todos.

Por fim, é inevitável: tenho que registrar minha eterna gratidão a todos vocês que, de alguma forma, estiveram comigo no início deste ano turbulento (para dizer o mínimo). A minha família (pais, irmãs e irmão, principalmente), que imediatamente se mobilizaram para me dar todo o suporte que precisava; as mães que ganhei: Aline Melo e Cássia Felício, que colocaram a minha disposição um lar e me trataram como um filho legítimo; a minha amiga Gabriela (por todas as noites que dormiu segurando minha mão) e as suas queridas irmãs (que me trataram como um verdadeiro irmão); a minha amiga Julyane, que abdicou de determinadas coisas para me ajudar a recomeçar; ao meu amigo Yan, que mesmo a mais de 9000 km de distância não deixou de estar presente quando mais precisei; ao meu amigo Bernardo, pelos passeios nos melhores lugares da Tijuca e pelo incentivo no inglês; ao meu amigo Luan, por ter me disponibilizado sua casa; ao meu amigo Tiago, pelo abraço antes da prova da OAB; e aos meus amigos Marven, Leandro, Nicole e Isadora, pelas conversas sinceras sobre as adversidades da vida. Afinal, "não é o que acontece com você, mas como você reage a isso que importa" (Epicteto).

*“Todos esses que aí estão,
Atravancando meu caminho,
Eles passarão...
Eu passarinho!”*
- Mário Quintana

RESUMO

O trabalho analisa a relevância e a funcionalidade do pilar de Governança Corporativa na concretização de uma agenda ESG eficaz, utilizando a Americanas S.A. como estudo de caso. A pesquisa investiga a evolução dos conceitos de Governança Corporativa e ESG, examina os critérios para inclusão da varejista no Índice de Sustentabilidade e no Novo Mercado, e avalia a prática de "governance washing". Análise do caso sugere que crise na Americanas ilustra os perigos de uma cultura voltada exclusivamente para resultados imediatos sem uma governança ética eficaz, evidenciando a importância de uma cultura organizacional comprometida com a ética e a transparência. A análise do caso sugere que a governança deve ser uma prática ativa e consciente, enraizada na cultura da empresa. Ademais, apesar dos desafios na implementação da Agenda ESG, a adoção de relatórios de sustentabilidade e dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU é essencial para promover uma Governança da Sustentabilidade, equilibrando os resultados econômicos com a responsabilidade social e ambiental. A pesquisa conclui que a Governança da Sustentabilidade vai além das regulamentações formais, exigindo um compromisso contínuo com a ética e a responsabilidade social e ambiental, alinhado a uma cultura organizacional ética e transparente.

Palavras-Chaves: Governança Corporativa; ESG; Sustentabilidade; Americanas S.A.; Ética Empresarial; Fraude Contábil.

ABSTRACT

The study analyzes the relevance and functionality of the Corporate Governance pillar in implementing an effective ESG agenda, using Americanas S.A. as a case study. The research investigates the evolution of Corporate Governance and ESG concepts, examines the criteria for the retailer's inclusion in the Sustainability Index and Novo Mercado, and evaluates the practice of "governance washing." The case analysis suggests that the crisis at Americanas illustrates the dangers of a culture focused exclusively on immediate results without effective ethical governance, highlighting the importance of an organizational culture committed to ethics and transparency. The case analysis suggests that governance should be an active and conscious practice, rooted in the company's culture. Furthermore, despite the challenges in implementing the ESG Agenda, the adoption of sustainability reports and the UN's Sustainable Development Goals is essential to promote Sustainability Governance, balancing economic results with social and environmental responsibility. The research concludes that Sustainability Governance goes beyond formal regulations, requiring a continuous commitment to ethics and social and environmental responsibility, aligned with an ethical and transparent organizational culture.

Keywords: Corporate Governance; ESG; Sustainability; Americanas S.A.; Business Ethics; Accounting Fraud

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3: Brasil, Bolsa, Balcão

BNDES: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

Bovespa: Bolsa de Valores de São Paulo

CEO: Diretor Executivo (Chief Executive Officer)

CFO: Diretor Financeiro (Chief Financial Officer)

GC: Governança Corporativa (Corporate Governance)

CPI: Comissão Parlamentar de Inquérito

CVM: Comissão de Valores Mobiliários

ESG: Ambiental, Social e Governança (Environmental, Social, and Governance)

FMI: Fundo Monetário Internacional

G20: Grupo dos Vinte

GRI: Iniciativa de Relatórios Globais (Global Reporting Initiative)

IBGC: Instituto Brasileiro de Governança Corporativa

ITAG: Índice de Tag Along

IGC: Índice de Governança Corporativa

IGCT: Índice de Governança Corporativa Trade

IGC-NM: Índice de Governança Corporativa Novo Mercado

ONU: Organização das Nações Unidas

ODS: Objetivos de Desenvolvimento Sustentável

OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PwC: PricewaterhouseCoopers

S.A.: Sociedade Anônima

LISTA DE FIGURAS

Figura 1: Sistema de Governança Corporativa.....	24
Figura 2: Os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU.....	35
Figura 3: Estrutura acionária Americanas S.A.....	51
Figura 4: Tabela de dívidas acumuladas da Americanas.....	58
Figura 5: Histórico da regulação brasileira a respeito da agenda ESG.....	64
Figura 6: Cadeia de valor Comissão de Valores Mobiliários.....	67

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Mecanismos do sistema Interno de Governança Corporativa.....	22
Tabela 2: Mecanismos do sistema Externo de Governança Corporativa.....	23
Tabela 3: Documentos que compõem o sistema de Governança Corporativa da Americanas.....	48
Tabela 4: Exigências do Novo Mercado da B3 que a Americanas (em tese) cumpre.....	58
Tabela 5: Ações da CVM no âmbito do caso de fraude da Americanas.....	71
Tabela 6: Relatórios de Auditoria Independentes da Americanas.....	75
Tabela 7: Linha do tempo dos trabalhos da CPI da Americanas.....	79

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1: Postagens sobre a Amazônia em 2019.....	32
Gráfico 2: Postagens sobre o tema ESG.....	33
Gráfico 3: Influência de veículos de informação na propagação da pauta ESG.....	34

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
1. GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	15
1.1. Teoria da agência e conceitos.....	15
1.2. Governança Corporativa.....	18
1.3. Princípios de Governança Corporativa.....	21
1.4. Sistema de Governança Corporativa.....	23
1.5. Breve histórico da Governança Corporativa no Brasil e no mundo.....	26
2. AGENDA ESG.....	32
2.1. O surgimento, relevância e propósito da agenda ESG.....	32
2.2. O “G” do ESG.....	40
2.3. O papel do “G” do ESG no desenvolvimento de uma Governança da Sustentabilidade.....	42
3. O CASO DA AMERICANAS S.A.....	45
3.1. História da Companhia.....	45
3.2. O “G” de ESG na Americanas.....	47
3.3. Retrospectiva do caso de fraude: “nem tudo que reluz é ouro”.....	53
3.4. Índices de desempenho e o segmento Novo Mercado da B3: “mito ou verdade?”.....	59
3.5. Ações da CVM no caso Americanas: “antes tarde do que nunca!”.....	63
3.6. Auditorias Independentes no caso da Americanas: “lenientes?”.....	76
3.7. O relatório da Comissão Parlamentar de Inquérito e suas conclusões.....	81
3.8. A Lavagem da Governança: “quando as aparências enganam”.....	83
3.9. As consequências do caso Americanas: “ESG, uma utopia?”.....	86
3.10. A falha no Sonho Grande: o papel da Cultura para concretização de uma Governança da Sustentabilidade.....	91
CONCLUSÃO.....	97
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	100

INTRODUÇÃO

No dia 11 de janeiro de 2023, foi publicado o Fato Relevante¹ pela companhia de capital aberto Americanas S.A. (Americanas), mas conhecida popularmente como “Lojas Americanas”, por meio do qual foi noticiado ao mercado que foram detectadas inconsistências nos lançamentos contábeis da conta fornecedores realizados em exercícios anteriores, sendo que, em uma análise preliminar, os valores das inconsistências já totalizavam um montante de R\$ 20 bilhões².

No mercado financeiro, após o anúncio da descoberta do rombo bilionário no balanço da companhia, as ações da Americanas (AMER3) caíram 77% e a companhia perdeu R\$ 8,4 bilhões em valor de mercado. Em outras linhas, a ação da empresa fechou o pregão cotada a R\$ 2,72 em 12 de janeiro de 2023, enquanto que no dia anterior os papéis valiam R\$ 12,00³.

O caso tomou tamanha repercussão nacional que, alguns meses depois, ensejou a instalação da Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) para investigar o rombo contábil na Americanas⁴. Outrossim, inevitavelmente a fraude contábil da Americanas levou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)⁵ a instaurar, pelo menos até maio de 2024, mais de 20 administrativos⁶.

Apesar de as investigações da CVM ainda não estarem concluídas, a própria Americanas divulgou, em 13 de junho de 2023, o primeiro resultado preliminar da sua

¹De acordo com a Resolução nº 44/21 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) - que estabelece as regras e os procedimentos para a divulgação de fatos relevantes por parte das empresas abertas no mercado de capitais brasileiro - Fato Relevante é definido como qualquer decisão de acionistas, deliberação de órgãos societários ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou econômico-financeiro ocorrido nos negócios de uma companhia aberta que possa influenciar de forma ponderável a cotação de valores móveis emitidos por essa companhia ou a decisão dos investidores de comprar, vender ou manter esses valores móveis. Conferir: <<https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol044.html>>. Acesso em: 20 mai. 2023.

² Fato Relevante - Questões Contábeis e Alterações na Administração. Americanas S.A., 11 de janeiro de 2023. Para mais informações conferir: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/7d467a28-684d-08d9-4380-62b6a10979a9?origin=1>>. Acesso em: 30 de maio de 2023.

³ QUESADA, Beatriz. GUILHERME, Guilherme. **Com queda de 77%, Americanas perde R\$ 8,4 bi em valor de mercado após rombo bilionário.** Exame.invest, 12 jan 2023. Veja em: <<https://exame.com/invest/mercados/acoes-da-americanas-amer3-desabam-75-e-apos-empresa-encontrar-rombro-de-r-20-bi-em-balanco/>>. Acesso em: 20 mai. 2023.

⁴ NERY, Erick Matheus. **CPI da Americanas (AMER3) é instalada na Câmara; veja os deputados indicados para a comissão.** Suno, 17 mai. 2023. Disponível: <<https://www.suno.com.br/noticias/americanas-amer3-cpi-camara-instalada-assista/>>. Acesso em: 30 maio 2023.

⁵ Trata-se de uma autarquia federal brasileira, vinculada ao Ministério da Economia, responsável pela regulação, desenvolvimento, fiscalização e disciplina do mercado de valores móveis no Brasil. A principal função da CVM é proteger os investidores e assegurar o bom funcionamento do mercado de capitais no país. Para isso, a CVM estabelece normas e regras que devem ser seguidas pelas empresas e pelos participantes desse mercado, como companhias abertas, intermediários financeiros, fundos de investimento, entre outros.

⁶ CVM. **Atualização de informações relativas a fatos recentes no âmbito da companhia aberta Americanas S.A.** COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ministério da Economia, Brasília, 08 fev. 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/atualizacao-de-informacoes-relativas-a-fatos-recentes-no-ambito-da-companhia-aberta-americanas-s-a>>. Acesso em: 30 mai 2023.

investigação independente. A data da divulgação coincidiu, inclusive, com a ida à CPI do então CEO da companhia, Leonardo Coelho Pereira, oportunidade em que afirmou categoricamente, pela primeira vez, a existência de fraude⁷.

Certo é que uma empresa que comete fraude no mercado financeiro é capaz de causar a perda de investimentos e economias. No caso da Americanas, tal ponto se torna mais alarmante, uma vez que eram mais de 130 mil CPFs na sua base de acionistas, que compraram ações baseados em demonstrações financeiras falsas e fraudadas pela companhia⁸.

Dito isso, causa espanto a inércia dos mecanismos de controle do mercado de capitais, em especial, a CVM, a bolsa de valores B3⁹ e as empresas auditoras, que foram incapazes, ou coniventes, em detectar as ditas inconsistências, por um período já estipulado em mais de dez anos¹⁰.

O caso da Americanas evidencia a relevância das práticas ancoradas na Governança Corporativa e no compliance, um dos pilares do ESG¹¹ (meio ambiente, social e governança), para a sustentabilidade econômica das organizações, com reflexo direto para clientes, fornecedores e funcionários, bem como indiretamente para a sociedade¹².

Dado a crescente relevância da Agenda ESG para a sociedade, as empresas são cobradas mais e mais em incorporar uma agenda ambiental e social que vá além do tradicional aspecto econômico-financeiro. Nesse sentido, especial atenção deve ser dada aos grandes players do mercado que dizem pautar suas ações e estratégias na Agenda ESG¹³: entendendo

⁷ BRASIL, Emanuelle. **CEO da Americanas descarta inconsistência contábil e reconhece fraude:** Empresa demitiu 30 funcionários vinculados à fraude. Câmara dos Deputados, Distrito Federal, 13 jun. 2023. Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/970959-ceo-da-americanas-descarta-inconsistencia-contabil-e-reconhec-e-fraude/>>. Acesso em: 30 jun. 2023.

⁸ BARIFOUSE, Rafael. **Rombo na Americanas:** quem perdeu e quem ganhou com prejuízos que devem render batalha na Justiça. Uol, São Paulo, 17 jan. 2023. Disponível em: <<https://economia.uol.com.br/noticias/bbc/2023/01/17/rombo-na-americanas-quem-perdeu-e-quem-ganhou-com-prejuizos-que-devem-render-batalha-na-justica.htm?cmpid=copiaecola>>. Acesso em: 30 mai. 2023.

⁹ Bolsa de valores brasileira sediada na cidade de São Paulo; Instituição administradora do mercado de valores mobiliários brasileiro.

¹⁰ CAPEZ, Fernando. **Fraude contábil das Lojas Americanas e suas possíveis implicações penais.** Conjur, 16 jun. 2023. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2023-jun-16/controversias-juridicas-fraude-contabil-lojas-americanas-possiveis-implicacoes-penais>>. Acesso em: 27 jun. 2023.

¹¹ ESG é uma sigla em inglês que significa environmental, social and governance, e corresponde às práticas ambientais, sociais e de governança de uma organização. O termo foi cunhado em 2004 em uma publicação do Pacto Global em parceria com o Banco Mundial, chamada Who Cares Wins. Surgiu de uma provocação do secretário-geral da ONU Kofi Annan a 50 CEOs de grandes instituições financeiras, sobre como integrar fatores sociais, ambientais e de governança no mercado de capitais. Para mais informações conferir: <<https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>>. Acesso em: 30 mai. 2023.

¹² PIVANTE, Alessandra. **A importância do 'G' do ESG no caso Americanas.** Estadão, São Paulo, 09 mai. 2023. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/economia/importancia-g-esg-caso-americanas/>>. Acesso em 30 mai. 2023.

¹³ Tendo em vista os benefícios financeiros que as companhias recebem pela adoção da legenda como, por exemplo, melhores investimentos.

os critérios para a concessão da roupagem ESG à uma companhia e de que forma evitar a prática de *governance washing*.

O caso da Americanas é emblemático, pois, quando uma companhia – que foi reconhecida como exemplo na condução de práticas ESG – é pega cometendo fraude, isso pode minar a imagem e a eficácia dessa Agenda. Afinal, os céticos podem argumentar que a adoção da agenda ESG pelas empresas é apenas uma estratégia de marketing para ganhar uma imagem positiva, enquanto as práticas reais estão na contramão da Agenda ESG.

Nessa seara, a pesquisa realizada se inscreve no campo do Direito Comercial e tem como tema a análise dos instrumentos jurídicos e institucionais fundamentais para validação e concretização da Governança Corporativa no âmbito das empresas de capital aberto. Para tanto, o trabalho estabelece uma leitura crítica – a partir do caso concreto de fraude na companhia aberta Americanas S/A – dos objetos, quais sejam, o paradigma ESG, com foco no pilar da Governança Corporativa como precursor do desenvolvimento de uma Governança da Sustentabilidade.

Tendo isso em vista, esta pesquisa tem o objetivo geral de entender a relevância e funcionalidade prática do pilar de Governança Corporativa na concretização de uma agenda ESG eficaz, a partir do caso de fraude da Americanas S/A. Isto porque estamos tratando, possivelmente, do maior caso de fraude contábil da história do Brasil, que perdurou por pelo menos cinco anos, e que, em tese, não foi descoberto por nenhum sistema de controle do mercado.

Diante disso, parte-se das seguintes perguntas-diretrizes desta pesquisa: (i) Qual é o papel do “G” de ESG na concretização de uma agenda de sustentabilidade? (ii) Quais são os mecanismos de governança, interno e externo, no caso da Americanas e porque falharam?

Esta é uma pesquisa empírica e documental a partir das técnicas de revisão bibliográfica e estudo de caso da fraude da Americanas S/A, noticiado ao mercado por meio de Fato Relevante em 11 de janeiro de 2023. Para tanto, utilizar-se-á do método indutivo, com abordagem qualitativa.

A análise documental será feita a partir do levantamento dos Fatos Relevantes, de Leis, de Políticas, Códigos e Regulamentos que compõem o sistema de governança da Americanas, bem como das atualizações da CVM sobre os processos administrativos abertos. A natureza dos documentos analisados é secundário.

Em relação à estrutura do trabalho, com o fim de cumprir com os objetivos apresentados, o trabalho investirá, na técnica de revisão bibliográfica sobre o tema da Governança Corporativa, a partir da análise de livros e periódicos, entendendo os

fundamentos, histórico, sistema e princípios.

Em seguida, foi feita uma análise em relação à Agenda ESG, a partir da análise de livros e periódicos, sobre seu surgimento, relevância e propósito, com foco no desempenho da Governança Corporativa como integradora, potencializadora e efetivadora dos aspectos Ambientais (E) e Sociais (S) da Agenda, isto é, uma Governança da Sustentabilidade.

Por fim, é investigado o caso de fraude corporativa da Americanas, entendendo as consequências para a companhia e ambiente de negócios, examinando a influência da fraude na credibilidade da Agenda ESG, os critérios das entidades do mercado para a inclusão da varejista no Índice de Sustentabilidade e no Novo Mercado, bem como a prática de *governance washing* no caso da Americanas¹⁴. Isso foi feito a partir dos Fatos Relevantes deste ano, do relatório final da Comissão Parlamentar de Inquérito, artigos, periódicos e notícias. Infelizmente, em virtude do sigilo, não foi possível se debruçar nos autos dos processos administrativos contra a companhia na CVM.

Em suma, o trabalho se desafia a estudar os mecanismos institucionais que dizem zelar pela Governança Corporativa, entendendo se o G de ESG não passa de um paradigma utópico e fadado ao fracasso. Ou, talvez, seja o caso da Americanas uma oportunidade de aprimorar os mecanismos de defesa do mercado e da sociedade.

¹⁴ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. **Governança Corporativa: Um modelo brasileiro**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

1. GOVERNANÇA CORPORATIVA

1.1. Teoria da agência e conceitos

A Governança Corporativa é um conceito essencial no mundo dos negócios e da economia contemporânea. Ao longo do século XX, assistimos a uma transformação significativa na economia global, marcada pela crescente integração nos dinamismos do comércio internacional e pela expansão das transações financeiras em escala global. Esse contexto de mudanças econômicas teve um impacto profundo na forma como as empresas são estruturadas e operadas. Um dos principais desdobramentos dessas mudanças foi a separação entre a propriedade e a gestão empresarial, que deu origem à teoria da agência e à subsequente formulação do conceito de Governança Corporativa.

A teoria da agência, ou teoria principal-agente, é o ponto de partida para a compreensão da Governança Corporativa. Essa teoria surgiu como resposta à separação entre os proprietários das empresas e aqueles que as gerenciam. Berle e Means, em seu livro pioneiro "The Modern Corporation and Private Property" lançado em 1932, foram os primeiros a abordar as implicações da separação entre a propriedade das ações e o controle da gestão das empresas. Eles destacaram que o crescimento das sociedades anônimas levou a uma situação na qual os proprietários (ou acionistas) não eram necessariamente os gestores da empresa¹⁵.

Em 1976, Michael Jensen e William Meckling publicaram estudos que contribuíram para o desenvolvimento da Teoria da Firma a partir de análise de empresas norte-americanas e britânicas. Os resultados dessas pesquisas indicaram que quando um sócio de uma empresa contrata um terceiro (agente) para gerir a empresa em seu nome, o agente frequentemente age de modo a maximizar seus próprios interesses, priorizando, por exemplo, o aumento de seu próprio salário, segurança no emprego e poder, em detrimento dos interesses gerais da empresa¹⁶.

Essa separação de papéis abriu a porta para o que veio a ser conhecido como "conflito de agência." Os proprietários confiaram a gestão de suas empresas a agentes (gerentes), com a expectativa de que esses agentes atuariam no melhor interesse dos proprietários. No entanto, os interesses dos proprietários e dos agentes nem sempre estavam alinhados. Os agentes

¹⁵ BERLE JR. A. Adolf; MEANS, Gardiner. C. **The modern Corporation and private property**. New York: The Macmillan Company, 1932. Disponível em: <<https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5>>. Acesso em: 20 set 2023.

¹⁶ JENSEN, Michael C.; MECKLING, William H. **A Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms**. Journal of Financial Economics, Vol. 3, n. 4, 1976, Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>. Acesso em: 15 out. 2023.

tenham incentivos para maximizar sua própria remuneração, muitas vezes em desacordo com os interesses dos proprietários. Isso criou uma dinâmica de conflito, que se tornou central para a teoria da agência¹⁷.

Diante desse cenário, Jensen e Meckling propuseram um conjunto de medidas práticas, posteriormente denominadas de Governança Corporativa. Essas práticas visam minimizar os conflitos inerentes às estruturas de poder nas empresas, criando um sistema que transcende as pessoas que ocupam cargos de liderança, conferindo à empresa maior autonomia e sustentabilidade¹⁸.

A teoria da agência identifica três principais tipos de problemas de agência. Os dois primeiros tipos têm relevância direta para a Governança Corporativa nas empresas. O terceiro tipo lida com problemas de agência relacionados ao financiamento da empresa¹⁹.

O primeiro tipo de problema diz respeito ao conflito entre proprietários e gestores, devido à separação entre a propriedade e o controle, e existe desde o surgimento das grandes corporações. Os proprietários delegam a tarefa de administrar a empresa aos gestores (agente), com a esperança de que estes trabalhem em benefício dos proprietários. No entanto, os gerentes estão mais interessados na maximização de sua compensação. A argumentação sobre o comportamento auto-satisfatório do agente baseia-se na racionalidade do comportamento humano, que afirma que as ações humanas são racionais e motivadas a maximizar seus próprios interesses²⁰. Portanto, o desalinhamento de interesses entre principal e agente e a falta de monitoramento adequado devido à estrutura difusa de propriedade levam ao conflito, conhecido como conflito Principal-Agente²¹.

O segundo tipo de problema diz respeito ao Conflito de Interesses entre Proprietários Majoritários (pessoa ou grupo de pessoas que detêm a maioria das ações de uma empresa) e Minoritários (são aqueles que detêm uma pequena parte das ações da empresa). Os proprietários majoritários ou acionistas controladores têm maior poder de voto e podem tomar decisões em seu próprio benefício, o que prejudica os interesses dos acionistas minoritários²². Esse tipo de problema de agência prevalece em um país ou empresa em que a propriedade

¹⁷ GIACOMELLI, Giancarlo et.al. **Governança Corporativa**. Porto Alegre: SAGAH, 2017, p. 25. Disponível em: <<https://pt.scribd.com/document/527817658/1>>. Acesso em: 30 out. 2023.

¹⁸ JENSEN; MECKLING, op. cit.

¹⁹ Ibid.

²⁰ WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985. Disponível em: <https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3806114/mod_resource/content/1/Williamson.pdf>. Acesso em: 05 set. 2023.

²¹ JENSEN; MECKLING, 1976.

²² FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. **Separation of ownership and control**. Journal of law and Economics. Chicago, v.26, n. 2, p. 301-325, jun. 1983. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/725104?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 23 out. 2023.

está concentrada nas mãos de poucas pessoas ou de proprietários familiares, tornando difícil para os acionistas minoritários proteger seus interesses ou riqueza²³.

Por fim, o terceiro tipo de problema diz respeito ao conflito entre os Proprietários e Credores, que surge devido aos projetos empreendidos e às decisões de financiamento tomadas pelos acionistas. Os acionistas tentam investir em projetos arriscados, nos quais esperam obter um retorno mais elevado. O risco envolvido nos projetos aumenta o custo do financiamento e diminui o valor da dívida pendente, o que afeta os credores. Se o projeto for bem-sucedido, os proprietários desfrutarão de grandes lucros, enquanto o interesse dos credores é limitado, pois recebem apenas uma taxa fixa de juros. Por outro lado, se o projeto falhar, os credores serão forçados a arcar com parte das perdas, e geralmente esse problema persiste nessas circunstâncias²⁴.

É certo que a criação desses mecanismos gera os chamados custos de agência: custos internos associados aos agentes que ocorrem devido ao desalinhamento de interesses entre o agente e o principal. Isso abrange o custo de examinar e selecionar um agente adequado, coletar informações para estabelecer padrões de desempenho, monitorar as ações do agente, custos de garantia e as perdas decorrentes das decisões ineficientes dos agentes²⁵.

Para enfrentar esses problemas de agência e garantir que os interesses de todos os envolvidos sejam atendidos, surge a Governança Corporativa, que visa criar um conjunto eficiente de mecanismos de incentivo e monitoramento para garantir que os comportamentos dos gestores estejam sempre alinhados com o melhor interesse da sociedade empresarial²⁶.

1.2. Governança Corporativa

O cerne da Governança Corporativa é a criação de uma estrutura de controle que permite a gestão responsável, eficiente, transparente e ética das empresas. Isso envolve a definição de objetivos da empresa, meios para alcançá-los e o monitoramento de seu desempenho. A Governança Corporativa é, portanto, um sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas.

²³ DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. **The structure of corporate Ownership:** Causes and Consequences. *Journal of Political Economy*, Chicago, v. 93, n. 6, p. 1155-1177, dez. 1985. Disponível em: <https://www.jstor.org/stable/1833178?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 18 set. 2018.

²⁴ PANDA, Brahmadev; LEEPSA, NM. **Agency theory:** Review of theory and evidence on problems and perspectives. *Indian Journal of Corporate Governance*, Telangana, v. 10, n.º1, jan-jun, 2017. Disponível em: <https://www.researchgate.net/publication/317321830_Agency_theory_Review_of_Theory_and_Evidence_on_Problems_and_Perspectives>. Acesso em: 30 ago. 2023.

²⁵ JENSEN; MECKLING, 1976.

²⁶ RIBEIRO, [s.d.].

No entanto, embora a Governança Corporativa seja um conceito central nos negócios contemporâneos, existem várias definições e princípios que a cercam, refletindo sua complexidade e adaptação a diferentes contextos.

A primeira definição sobre o termo *corporate governance* foi feita no *The Cadbury Report*²⁷, relatório elaborado pelo comitê encarregado dos aspectos financeiros da Governança Corporativa e pela Gee Companhia Limitada em 1992 continha uma série de recomendações para elevar os padrões de Governança Corporativa. Naquela oportunidade, ficou definido como Governança Corporativa²⁸:

[...] o sistema pelo qual as empresas são direcionadas e controladas. Os conselhos de administração são responsáveis pela governança de suas empresas. O papel dos acionistas na governança é fazer com que os diretores e os auditores os satisfaçam, pondo em vigor uma estrutura de governança apropriada.²⁹

Por outro lado, organizações como a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), o Banco Mundial, o Fundo Monetário Internacional (FMI), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) forneceram suas próprias definições de Governança Corporativa.

De acordo com a OCDE, Governança Corporativa envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, seu conselho de administração, acionistas e partes interessadas. A organização cunhou a definição pela primeira vez em 1999, transformado em paradigma que deveria ser seguido pelos seus signatários. A definição mais recente dada pela OCDE define que Governança Corporativa³⁰:

[...] envolve um conjunto de relações entre os órgãos de gestão de uma empresa, o seu conselho de administração, os seus acionistas e partes interessadas. O governo das sociedades fornece também a estrutura através da qual os objetivos da sociedade empresária são definidos e se determina os meios para alcançar esses objetivos e para monitorar seu desempenho.

O Banco Mundial enfatiza a importância de uma Governança Corporativa eficaz na redução de riscos e na promoção de retornos mais altos para os acionistas³¹:

²⁷ Em livre tradução: Relatório Cadbury

²⁸ Documento - Relatório elaborado pelo Comitê encarregado pelos aspectos financeiros da Governança Corporativa e pela Gee Companhia Limitada em 1992. Para mais informações conferir em: <<https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/library/subjects/corporate-governance/financial-aspects-of-corporate-governance.ashx?la=en>>. Acesso em: 17 set. 2023.

²⁹ Tradução literal do original: “Corporate governance is the system by which companies are directed and controlled. Boards of directors are responsible for the governance of their companies. The shareholders’ role in governance is to appoint the directors and the auditors and to satisfy themselves that an appropriate governance structure is in place.

³⁰ OCDE. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. OCDE, Paris, 2016. Disponível em <<https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em 29 out. 2023.

³¹ WORLD BANK. **Corporate Governance**. World Bank, 24 fev. 2016. Disponível em <<https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance>>. Acesso em 15 set. 2023.

A Governança Corporativa (GC) diz respeito ao sistema pelo qual as empresas são dirigidas e controladas. Trata-se de fazer com que as empresas, os proprietários e os reguladores se tornem mais responsáveis, eficientes e transparentes, o que, por sua vez, gera confiança. Empresas bem governadas acarretam riscos financeiros e não financeiros mais baixos e geram retornos mais elevados para os acionistas. Têm também melhor acesso ao financiamento externo e reduzem os riscos sistêmicos decorrentes de crises empresariais e escândalos financeiros. Relatórios financeiros fiáveis, divulgações atempadas, melhores conselhos e uma gestão responsável também facilitam o desenvolvimento de mercados de capitais mais fortes. Melhoram a capacidade de um país mobilizar, atribuir e monitorizar investimentos e ajudam a promover o emprego e o crescimento económico. Uma melhor supervisão e monitorização podem detectar ineficiências empresariais e minimizar a vulnerabilidade às crises financeiras³².

No Brasil, destaca-se as definições da CVM e do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), que por sua vez, dispõe que a Governança Corporativa visa otimizar o desempenho das empresas ao proteger todas as partes interessadas, promovendo a transparência, a equidade de tratamento dos acionistas e a prestação de contas.

Na cartilha “Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa, a autarquia destaca que³³:

Governança Corporativa é o conjunto de práticas que tem por finalidade otimizar o desempenho de uma companhia ao proteger todas as partes interessadas, tais como investidores, empregados e credores, facilitando o acesso ao capital. A análise das práticas de Governança Corporativa aplicada ao mercado de capitais envolve, principalmente: transparência, equidade de tratamento dos acionistas e prestação de contas.

Por outro lado, o IBGC define Governança Corporativa em seu site, como:

[...] um sistema formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual as organizações são dirigidas e monitoradas, com vistas à geração de valor sustentável para a organização, para seus sócios e para a sociedade em geral. Esse sistema baliza a atuação dos agentes de governança e demais indivíduos de uma organização na busca pelo equilíbrio entre os interesses de todas as partes, contribuindo positivamente para a sociedade e para o meio ambiente³⁴.

Dado o exposto, embora as diversas concepções de Governança Corporativa possam apresentar nuances e focos específicos, todas elas emanam de uma fonte comum: a busca pela gestão eficiente e responsável das organizações. Em essência, a Governança Corporativa visa

³² Tradução literal do original: “Corporate Governance (CG) concerns the system by which companies are directed and controlled. It is about having companies, owners and regulators become more accountable, efficient and transparent, which in turn builds trust and confidence. Well-governed companies carry lower financial and non-financial risks and generate higher shareholder returns. They also have better access to external finance and reduce systemic risks due to corporate crises and financial scandals. Reliable financial reporting, timely disclosures, better boards and accountable management also facilitate development of stronger capital markets. They improve a country’s ability to mobilize, allocate and monitor investments and help foster jobs and economic growth. Better supervision and monitoring can detect corporate inefficiencies and minimize vulnerability to financial crises.” (Ibid).

³³ Documento - Recomendações da CVM sobre Governança Corporativa. Para mais informações, conferir em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0001/3935.pdf>>. Acesso em: 15 set. 2023.

³⁴ IBGC. **Governança Corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2023. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governancacorporativa>>. 2023. Acesso em: 17 out. 2023.

equilibrar os interesses de acionistas, gestores e demais partes envolvidas, promovendo a transparência, a equidade e a prestação de contas.

Portanto, neste trabalho acadêmico, a partir dos conceitos apresentados, adotaremos como definição de Governança Corporativa: o conjunto de princípios, regras e estruturas que guiam a administração das empresas, assegurando a criação sustentável de valor para a organização, seus acionistas, sociedade e meio ambiente, ao mesmo tempo em que busca o bem-estar das partes interessadas e equilíbrio de seus interesses.

Certo é que a evolução da Governança Corporativa está intrinsecamente ligada à transformação da economia global e à separação entre a propriedade e a gestão empresarial. Conforme visto, a teoria da agência identificou os problemas resultantes dessa separação, principalmente os conflitos de interesses entre proprietários e gestores, bem como entre acionistas majoritários e minoritários.

A Governança Corporativa surge como uma resposta a esses desafios, buscando criar estruturas eficazes que garantam a gestão responsável das empresas. A diversidade de definições e princípios reflete a adaptação desse conceito a diferentes contextos e a sua importância em promover a confiança, a eficiência econômica e o desenvolvimento sustentável.

Destarte, a Governança Corporativa é uma peça fundamental no quebra-cabeça das empresas modernas, trabalhando para alinhar os interesses dos proprietários, gestores e partes interessadas, com o objetivo final de otimizar o desempenho e a sustentabilidade das organizações. Ela fornece o alicerce para a criação de um ambiente de negócios saudável, transparente e ético, que é essencial para o crescimento econômico e a estabilidade financeira.

1.3. Princípios de Governança Corporativa

No cenário internacional, a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) e o Grupo dos Vinte (G20) estabeleceram princípios cruciais para orientar as práticas de Governança Corporativa. Estes princípios não apenas proporcionam uma estrutura regulatória, mas também promovem a confiança dos investidores, a estabilidade financeira e o crescimento econômico sustentável³⁵.

Conforme discorrido anteriormente, os Princípios de Governo das Sociedades do G20 e as Diretrizes da OCDE para Governança Corporativa foram publicados pela primeira vez em 1999. A intenção por trás desses princípios era clara: ajudar os formuladores de políticas a

³⁵ OCDE, 2016.

avaliar e aprimorar o quadro legal, regulatório e institucional que sustenta a Governança Corporativa. Eles não se limitam a orientar empresas e suas práticas, mas abrangem uma ampla gama de partes interessadas, incluindo investidores, instituições financeiras e governos, além de estabelecer orientações sobre aspectos críticos da Governança Corporativa, como estruturas de conselho, transparência, responsabilidade dos acionistas e tratamento equitativo³⁶.

Estão organizados em seis capítulos que fornecem diretrizes abrangentes para as práticas de Governança Corporativa: (i) Assegurar a base para um enquadramento efetivo do governo das sociedades; (ii) Os direitos e o tratamento paritário dos acionistas e as funções principais de propriedade; (iii) Investidores institucionais, mercados de ações e outros intermediários; (iv) O papel dos stakeholders no governo das sociedades; (v) Divulgação de informação e transparência; (vi) As funções do conselho³⁷.

No contexto brasileiro, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) desempenha um papel fundamental, enfatizando quatro princípios cruciais: transparência, equidade, prestação de contas (accountability) e responsabilidade corporativa (compliance)³⁸. Tem em vista a variedade de interpretações quanto aos princípios da Governança Corporativa e, considerando que o caso analisado neste trabalho é de uma empresa listada na bolsa brasileira, será utilizado os princípios do IBGC como norte.

O princípio da transparência implica no acesso amplo a informações relevantes para todas as partes interessadas, indo além das obrigações regulatórias. Isso inclui detalhes sobre o modelo de governança, a estrutura de propriedade e políticas organizacionais. A transparência não se limita ao desempenho financeiro, abrangendo também fatores intangíveis que impactam a gestão e o valor da empresa³⁹.

Equidade, por sua vez, ressalta a importância de tratar acionistas, especialmente minoritários, de maneira justa. Isso envolve igualdade na distribuição de benefícios e resultados, participação ativa nas assembleias e uma comunicação eficaz entre todos os membros do quadro societário⁴⁰.

³⁶ Ibid.

³⁷ Ibid.

³⁸ IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2015, p. 20. Disponível em: <<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>>. Acesso em: 08 ago. 2023.

³⁹ IBGC, 2015, p. 20.

⁴⁰ Ibid.

O princípio da prestação de contas (accountability) remete à responsabilização dos agentes de governança por suas ações e decisões. Essa prestação de contas deve ser clara, objetiva e regular, com base nas melhores práticas contábeis e de auditoria. A responsabilidade pessoal é enfatizada, incentivando a responsabilização por atos e omissões⁴¹.

Por fim, a responsabilidade corporativa insta os agentes de governança a zelar pela viabilidade econômico-financeira da organização. Além disso, exige que a empresa reduza impactos negativos e aumente os positivos em suas operações, levando em consideração múltiplos capitais, como o financeiro, intelectual, humano, social, ambiental e reputacional. Isso deve ser feito de maneira sustentável a curto, médio e longo prazo⁴².

Em resumo, esses princípios desempenham um papel vital na criação de estruturas de governança eficazes nas organizações, contribuindo para o desenvolvimento sustentável, promovendo a transparência, a equidade, a responsabilidade e a proteção dos direitos dos acionistas e partes interessadas, permitindo que as empresas operem de maneira ética e eficaz. Como resultado, esses princípios auxiliam na construção de mercados confiáveis e eficientes, bem como na busca de objetivos de desenvolvimento sustentável em escala global.

1.4. Sistema de Governança Corporativa

Dado todo panorama até aqui, é evidente que a Governança Corporativa é um campo em constante evolução, delineado por princípios que estabelecem a base para práticas sólidas e eficazes nas empresas. Estes princípios são fundamentais para o desenvolvimento de um sistema de governança verdadeiramente eficiente, que busca garantir o sucesso das organizações no longo prazo.

Nesse sentido, pode-se dizer que a Governança Corporativa é um sistema fundamental para garantir a gestão eficaz das empresas e alinhar seus interesses com os acionistas e partes interessadas. Este sistema é composto por dois principais atores: a propriedade, representando os proprietários/acionistas da empresa, e a gestão, composta pelo grupo de profissionais contratados para liderar a organização e executar suas operações⁴³.

⁴¹ Ibid.

⁴² Ibid.

⁴³ CARVALHO, André Castro. **Manual de Compliance**. 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020, p. 74.

No cerne desse sistema encontra-se o "Conselho de Administração"⁴⁴, um órgão crucial na Governança Corporativa, responsável por traduzir os interesses dos acionistas nas decisões estratégicas da empresa. Além disso, o sistema de Governança Corporativa envolve a estrutura de "sócios", na qual todos os acionistas têm participação e elegem os membros do Conselho de Administração, bem como o "Conselho Fiscal", encarregado da auditoria e fiscalização de assuntos financeiros e tributários, atuando de maneira independente em relação ao Conselho de Administração e reportando-se exclusivamente aos sócios⁴⁵.

O Conselho de Administração é frequentemente referido como o "coração" da Governança Corporativa e o principal guardião dos princípios, valores, objetivos e sistema de governança da organização. O Conselho desempenha um papel crucial no processo de tomada de decisões estratégicas, assegurando o melhor interesse da organização e servindo como elo entre a diretoria e os acionistas. Ademais, é comum encontrar comitês ligados ao Conselho de Administração, como o comitê de auditoria responsável por auditar as informações da empresa, bem como outros comitês de trabalho, incluindo os financeiros, estratégicos e de recursos humanos⁴⁶.

Assim, o Conselho de Administração desempenha um papel multifacetado na Governança Corporativa, garantindo a eficácia das operações e a tomada de decisões estratégicas em linha com os interesses da empresa e de seus acionistas. Seu papel não se limita à supervisão, mas se estende ao direcionamento estratégico e ao estabelecimento de comitês especializados para atender às necessidades específicas da organização. Isso destaca sua importância como pilar fundamental da Governança Corporativa.

Por fim, na estrutura de gestão da empresa, tem-se a Diretoria Executiva⁴⁷. Sendo que, enquanto o Conselho de Administração é responsável por traduzir os interesses dos acionistas em decisões estratégicas, o Presidente da Diretoria Executiva lidera a gestão da empresa. A ideia é que com a adoção da Governança Corporativa e a presença de um Conselho de Administração composto por membros independentes, as decisões estratégicas da empresa passam a ser norteadas por uma perspectiva mais isenta e analítica, com foco em objetivos de longo prazo. Essa abordagem contribui para uma gestão mais segura, sustentável e orientada para o aumento do valor de mercado da organização⁴⁸.

⁴⁴ Este órgão desempenha um papel central nas organizações, particularmente em empresas familiares, onde também é comum encontrar um "Conselho Familiar" com o propósito de profissionalizar o Conselho de Administração

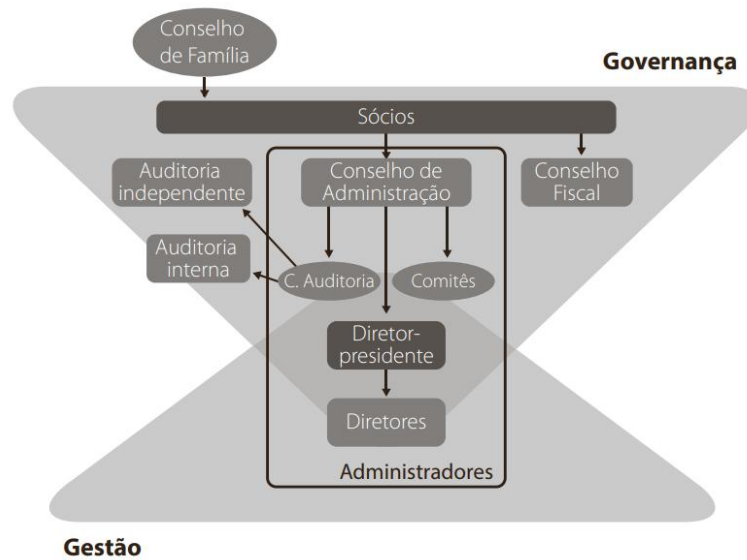
⁴⁵ GIACOMELLI et al, 2017, p. 25.

⁴⁶ Ibid.

⁴⁷ É também popularmente conhecido como CEO, do inglês chief executive officer.

⁴⁸ GIACOMELLI et al, 2017, p. 22.

Figura 1: Sistema de Governança Corporativa



Fonte: adaptada do IBGC (2015, p. 19).

De outra sorte, para Sousa, Neto e Luporini (2021) os mecanismos de Governança podem ser internos e externos. Veja abaixo a tabela que descreve os mecanismos do sistema interno de Governança Corporativa:

Tabela 1: Mecanismos do sistema Interno de Governança Corporativa

Mecanismos Internos	Para que servem
Sistema de remuneração dos administradores e colaboradores	São sistemas de incentivos do conselho de administração, que gera um maior comprometimento e dedicação dos membros para com a companhia, alinhado com os interesses da companhia e de seus acionistas.
Concentração acionária e atuação de investidores institucionais:	Propriedade estruturada e concentrada com maior monitoramento e cobrança, pode influenciar o comportamento dos gestores, reduzindo conflitos de interesse, ou estruturas de propriedades mais dispersas que possuem outros benefícios e custos como: resultar em companhias com administração mais profissional e com ações mais negociáveis, ou também podendo dar margem de poder excessivo nas mãos de executivos, ocasionando remunerações distorcidas e dificuldade de substituir executivos ineficientes.
Conselho de administração	Conselho mais efetivo, com princípios e práticas de governança transparente e sistemática é o principal mecanismo de uma boa governança, onde escolhem e supervisionam executivos e suas tomadas de decisões mais importantes como: captação de recursos e investimentos que reportam os resultados para os acionistas e demais partes interessadas.
Auditoria interna	A auditoria interna tem por responsabilidade também assegurar que procedimentos estejam dentro dos princípios e dos valores da empresa, refletidos em políticas, procedimentos e normas internas, e com as leis e os dispositivos regulatórios a que esteja submetida. Sendo subordinada ao comitê de auditoria ou conselho de administração.
Ouvidoria	É um canal de denúncias atuantes, subordinadas ao comitê de auditoria, se houver, ou ao conselho de administração.
Constituição de sociedades	Este mecanismo precisa prever no acordo de acionistas, a forma de apuração de haveres (o procedimento de avaliar o montante devido ao sócio que se retira de uma sociedade), inclusive quanto aos bens intangíveis, evitando-se acontecimentos indesejáveis no futuro.
Acompanhamento dos riscos corporativos	Deve ser uma função compartilhada entre a gestão, incluindo os riscos cibernéticos.

Fonte: Sousa, Neto e Luporini (2021)⁴⁹.

Conforme se verifica na figura, os mecanismos do sistema interno de Governança Corporativa são práticas e estruturas dentro da própria organização visando a atuação ética, eficiente e conforme lei e regulamentos, o que inclui a composição e o papel dos conselhos de administração, os processos de tomada de decisão, a supervisão da administração executiva e a gestão de riscos internos⁵⁰.

Por outro lado, a figura abaixo demonstra os mecanismos externos de um eficaz sistema de Governança Corporativa.

Tabela 2: Mecanismos do sistema Externo de Governança Corporativa

Mecanismos Externos	Para que servem
Proteção legal aos investidores	Situações de conflito de interesses tendem a causar menores danos nestes ambientes, e o enforcement (capacidade de aplicação das leis), possui tratamento justo a todos os sócios e acionistas e demais partes interessadas.
Possibilidade de aquisição hostil	Considerado um poderoso mecanismo disciplinador de conduta, pois os executivos ficam com medo de perderem seus empregos com a venda da empresa, e assim se consegue reduzir os problemas de governança e ou tornando-os menos graves nestas empresas.
Fiscalização dos agentes de mercado	Aumenta a pressão para que as decisões sejam tomadas visando aumentar o valor da empresa.
Agência de ratings	São agências que classificam e avaliam os riscos e a situação financeira de países, governos ou empresas de forma independente.
Órgãos de controle externo	Auditoria independente e órgãos reguladores, como a CVM – Comissão de Valores Mobiliários e o de classe - CFC- Conselho Federal de Contabilidade, são mecanismos que possui monitoramento eficaz, justo e ativo no controle da governança.
Grau de competição no mercado	Os administradores de empresas sujeitas a maior concorrência têm uma margem menor para tomar decisões destruidoras de valor, diminuindo assim a ineficiência da governança.

Fonte: Sousa, Neto e Luporini (2021)⁵¹.

Conforme se exprime da figura acima, os mecanismos do sistema externo são essenciais para a efetiva Governança Corporativa pois asseguram que a empresa se mantenha responsável e em conformidade com as normas e expectativas externas, fortalecendo a integridade e a confiança no mercado⁵². Ademais, verifica-se que o mecanismo envolve partes como acionistas, investidores institucionais, agências de classificação de crédito, órgãos reguladores, auditores externos e outros stakeholders.

⁴⁹ SOUSA, Almir Ferreira de; NETO, Adelino De B.; LUPORINI, Carlos Eduardo de M. **Manual de gestão empresarial: teoria e prática**. São Paulo: Editora Manole, 2021. E-book

⁵⁰ Ibid.

⁵¹ SOUSA; NETO, 2021.

⁵² Ibid.

A implementação da Governança Corporativa visa tornar as empresas mais atraentes para investidores, aumentando o capital e fortalecendo sua posição no mercado. Além de estabelecer diretrizes claras para o funcionamento empresarial, a Governança Corporativa define estratégias de longo prazo, promovendo segurança e sustentabilidade nos negócios. Ela visa criar um sistema eficiente com processos que garantem o monitoramento constante dos números e resultados, ampliando a capacidade gerencial e garantindo transparência. Isso evita conflitos de agência, assegurando que todas as partes atuem de forma alinhada⁵³.

1.5. Breve histórico da Governança Corporativa no Brasil e no mundo

A história da Governança Corporativa está intrinsecamente ligada à evolução das economias globais e à constante transformação das estruturas empresariais e dos mercados de capitais. A discussão sobre Governança Corporativa, como a entendemos hoje, teve seu despertar e evolução marcados por eventos significativos em diferentes partes do mundo.

Entre o final da década de 80 e início da década de 90, o pioneirismo na discussão sobre Governança Corporativa ganhou destaque nos Estados Unidos e na Inglaterra, ambas com estruturas de capital que se caracterizavam pela pulverização e grande dispersão acionária⁵⁴ ⁵⁵. Essa característica criou um ambiente propício para conflitos de agência, nos quais os interesses dos acionistas (principal) e dos gestores (agentes) poderiam entrar em conflito, à medida que a gestão profissional detinha grande poder de decisão⁵⁶.

Na década de 80, as empresas americanas enfrentaram uma série de escândalos corporativos que chamaram a atenção dos investidores institucionais, em particular, os fundos de pensão. Para Carlsson, o California Public Employees Retirement System (Calpers), o fundo de pensão dos funcionários públicos da Califórnia, emergiu como pioneiro na luta pela

⁵³ NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria: instrumento de apoio ao processo decisório**. São Paulo: Atlas, 2010. 319 p. ISBN 9788522456444. Disponível em: . Acesso em: 19 mai. 2023.

⁵⁴ SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

⁵⁵ A dispersão da propriedade acionária é uma característica distintiva das grandes empresas nos Estados Unidos. Nesse sentido, é raro encontrar um acionista detendo mais de 10% das ações de uma empresa listada entre as 500 maiores do país. Como resultado, os acionistas enfrentam desafios consideráveis em termos de incentivo e capacidade para influenciar as políticas corporativas estabelecidas pelos gestores, o que resulta em uma situação em que os executivos detêm um poder substancial, enquanto os proprietários têm uma influência limitada (Ibid.).

⁵⁶ ROE, Mark. **Strong managers weak owners: the political roots of American corporate finance**. 2. ed. Princeton, Nova Jersey: Princeton University Press, cap. 1, 1994, p.324.

adoção de melhores práticas de Governança Corporativa⁵⁷. Isso deu início a um movimento global de conscientização em relação à governança⁵⁸.

O Calpers, um dos maiores fundos de pensão do mundo, gerenciava cerca de US\$ 166 bilhões de dólares no ano de 2000, dos quais aproximadamente US\$ 115 bilhões foram investidos em ações de mais de 1500 empresas. O marco crucial para o movimento ocorreu em 1984, quando houve a recusa de uma oferta de compra da Texaco por parte de seus executivos, prejudicando os interesses dos acionistas e ilustrando perfeitamente a teoria da agência, uma vez que os executivos (gestores) buscaram a defesa de seus empregos em detrimento dos interesses dos acionistas⁵⁹.

Após esse incidente, a Calpers criou um precedente histórico, ao adotar uma resolução afirmando que, como investidores de longo prazo, não mais toleraria comportamentos semelhantes de outras empresas, bem como compilou uma lista de questões a serem abordadas, incluindo a dependência do conselho de administração em relação aos gestores, o aumento excessivo dos salários dos executivos e estratégias elaboradas para evitar aquisições hostis, conhecidas como ‘poison pills’⁶⁰.

Apesar do pioneirismo norte-americano, no início dos anos 2000, os Estados Unidos enfrentaram um dos maiores escândalos corporativos da história, com a falência da Enron e Worldcom devido a fraudes contábeis. Esses escândalos levaram à criação da *Sarbanes-Oxley Act*, uma das reformas legislativas mais significativas no mercado de capitais desde a Grande Depressão. Essa lei trouxe uma série de regras rigorosas de Governança Corporativa e prestação de contas, ampliou a responsabilidade dos administradores das companhias, das empresas de auditoria e dos advogados, com o objetivo claro de restaurar a confiança no mercado norte-americano. No entanto, a *Sarbanes-Oxley Act* passou a ser questionada nos anos seguintes em relação à excessividade em suas regulamentações, o que aumenta os custos de controle internos e externos exigidos pela lei. Não à toa, muitas empresas preferiram se listar na Inglaterra⁶¹.

No Reino Unido, a London Stock Exchange, bolsa de valores de Londres, tomou medidas proativas após escândalos corporativos semelhantes. Criou-se o Comitê *Cadbury*⁶²,

⁵⁷ CARLSSON, H Rolf. **Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy**. 2002. Disponível em: <http://www.crc.se/book_ownership.htm>. Acesso em: 20 set. 2023.

⁵⁸ TOMPSON-FLÔRES, Lustosa Eliane Aleixo. **Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais**. Tese (Doutorado) – Departamento de Engenharia Industrial da PUC - Rio, Rio de Janeiro, 2004.

⁵⁹ SILVEIRA, 2002, p. 19.

⁶⁰ SILVEIRA, 2002, p. 20.

⁶¹ Ibid.

⁶² Intitulado com o sobrenome de seu presidente, Adrian Cadbury, o fruto dessas diligências se materializou no relatório conhecido como "The Financial Aspects of Corporate Governance", o qual viu a luz em 1992, tornando-se um autêntico símbolo do movimento.

que posteriormente se uniu ao Comitê *Greenbury*⁶³ e ao Comitê *Hampel*⁶⁴. Em 1998, esses esforços culminaram no *Combined Code of London Stock Exchange*, considerado na época um marco global em boas práticas de Governança Corporativa. Inclusive, foi adicionado como uma das exigências para as empresas serem listadas na bolsa de valores londrina⁶⁵.

Além dos países de influência anglo-saxã, na década de 90, países com sistemas de governança "nipo-germânicos", como a Alemanha, também começaram a se interessar pela Governança Corporativa, desenvolvendo um segmento distinto nas bolsas de valores, denominado "Neuer Markt," voltado para empresas que adotam práticas específicas de Governança Corporativa⁶⁶.

O Japão, conhecido por seu "capitalismo kamikaze"⁶⁷, reconheceu a necessidade de adotar práticas de Governança Corporativa, especialmente, com a publicação do *Corporate Governance Principles – A japanese view* (em livre tradução: Princípios de Governança Corporativa - Uma visão japonesa) pelo *Corporate Governance Forum of Japan* (Fórum de Governança Corporativa do Japão) em 1998. Este relatório aborda questões em relação ao excesso de conselheiros de administração e às competências do presidente do conselho e do presidente da companhia⁶⁸.

No Brasil, o despertar para o tema de Governança Corporativa ocorreu em virtude da busca por financiamento internacional e a emissão de ADR (American Depositary Receipts ou, em livre tradução, Recibos de Depósito Americanos), que exigiam que as empresas adotassem práticas e princípios de Governança Corporativa importados de mercados anglo-saxões⁶⁹.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) desempenhou um papel crucial na promoção e difusão de boas práticas de governança. Fundado em 1995 como Instituto Brasileiro de Conselhos de Administração e posteriormente renomeado como Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 1999, o IBGC é reconhecido

⁶³ Publicado em 1995, deu fruto a um relatório com importantes avanços no que concerne à remuneração dos administradores.

⁶⁴ Publicado em 1998, foi lançado com título de *Combined Code* em julho de 1998, tinha como objetivo revisar o relatório do Comitê Cadbury, aproveitar os pontos centrais do Comitê Greenbury e discutir a responsabilidade do Conselho de Administração.

⁶⁵ SILVEIRA, 2002, p. 21.

⁶⁶ *Ibid.*, 22.

⁶⁷ O termo "capitalismo kamikaze," de Edward Chancellor, caracteriza o sistema econômico japonês. Isso porque, o Japão modernizou sua economia incorporando elementos do capitalismo ocidental, mas manteve hierarquia feudal. Seu modelo de capitalismo é fechado, destacando-se os "keiretsu", conglomerados com empresas interligadas por participações cruzadas de capital. Esse sistema influenciou a economia japonesa de forma única e continua a ser um tema de estudo significativo (SILVEIRA, 2002).

⁶⁸ CARLSSON, 2002.

⁶⁹ RIBEIRO, s.d., p.10.

como uma referência nacional no campo da Governança Corporativa. Ele lançou o primeiro "Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa" em 1999, fornecendo um guia valioso para as organizações interessadas em aprimorar suas estruturas de governança⁷⁰.

Por sua vez, a Bolsa brasileira, conhecida como Bovespa na época e atualmente como B3, introduziu uma classificação de níveis de Governança Corporativa em 2000. Esses níveis, nomeados Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado, foram projetados para classificar as empresas com base em suas práticas de governança. O Novo Mercado, o mais alto nível, estabeleceu padrões rigorosos e se tornou uma referência para investidores que buscavam empresas comprometidas com a transparência e a igualdade de tratamento entre acionistas⁷¹.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) também desempenhou um papel fundamental na evolução da Governança Corporativa no Brasil. A Instrução CVM nº 480 de 2009, posteriormente atualizada pela Instrução CVM nº 586 de 2017, tornou obrigatória a prática do "pratique ou explique"⁷² para as companhias abertas, requerendo que as empresas adotem as práticas de Governança Corporativa sugeridas ou expliquem por que optaram por não fazê-lo⁷³.

A B3 expandiu seu compromisso com a Governança Corporativa introduzindo os segmentos Bovespa Mais e Bovespa Mais Nível 2 em 2016, uma vez que “as regras impostas para ingresso no Novo Mercado e para a abertura de capital eram significativamente rígidas, exigindo um alto grau de maturidade das organizações que se propunham a ingressar nesses segmentos”⁷⁴. Desta forma, esses segmentos foram criados para acomodar empresas de diferentes tamanhos e níveis de maturidade, incentivando a adoção de práticas de governança e o desenvolvimento do mercado de valores mobiliário nacional. Além disso, o regulamentos desses segmentos atraem investidores, pois proporcionam maior transparência e mitigam o risco de assimetria informacional, conforme explicou a própria B3:

Os segmentos especiais de listagem da B3 – Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível 2, Novo Mercado, Nível 2 e Nível 1 – foram criados no momento em que percebemos que, para desenvolver o mercado de capitais brasileiro, era preciso ter segmentos adequados aos diferentes perfis de empresas.

Todos esses segmentos prezam por regras de Governança Corporativa diferenciadas. Essas regras vão além das obrigações que as companhias têm perante a Lei das Sociedades por Ações (Lei das S.As.) e têm como objetivo melhorar a avaliação daquelas que decidem aderir, voluntariamente, a um desses segmentos de listagem.

⁷⁰ IBGC. **Nossa história**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, [2023]. [Site]. Disponível em: https://www.ibgc.org.br/destaques/quemsomos_nossa-historia. Acesso em: 29 out. 2023.

⁷¹ GIACOMELLI et.al, 2017, p. 371.

⁷² O Código Brasileiro de Governança Corporativa de 2016 havia enfatizado essa abordagem. Esse modelo parte do pressuposto de que companhias pequenas teriam dificuldades de implementar todas as disposições do Relatório, motivo pelo qual devem explicar.

⁷³ CARVALHO, 2021, p. 74.

⁷⁴ GIACOMELLI et.al, 2017, p. 375.

Além disso, tais regras atraem os investidores. Ao assegurar direitos aos acionistas, bem como dispor sobre a divulgação de informações aos participantes do mercado, os regulamentos visam à mitigação do risco de assimetria informacional⁷⁵.

Além disso, a B3 estabeleceu quatro índices de Governança Corporativa para ajudar os investidores a avaliar o desempenho das empresas nesse aspecto. Os índices IGC⁷⁶, IGCT⁷⁷, IGC-NM⁷⁸ e ITAG⁷⁹ se propõe a permitir que os investidores identifiquem as empresas que são referência em governança.

Por fim, o Brasil também passou por mudanças relevante com a reforma da Lei das S/A (Lei 10.303/01), que aumentou a transparência e fortaleceu os direitos dos acionistas minoritários⁸⁰.

Destarte, a primeira década do novo milênio foi um período de reflexão sobre a Governança Corporativa. No Brasil, apesar dos avanços regulatórios, escândalos corporativos ocorreram em empresas que afirmam seguir padrões de Governança, gerando frustração e ceticismo. Silveira, apresenta uma lista de grandes escândalos corporativos que ocorreram no Brasil nesta época, como: os casos da Lava Jato que envolveram grandes construtoras; Gerdau, Votorantim e Sadia⁸¹. Sem contar, claro, o caso da Lojas Americanas, que é objeto desse estudo.

Dado exposto, um questionamento parece ser certo: por que empresas que parecem seguir rigorosamente os princípios de Governança Corporativa acabaram envolvidas em escândalos corporativos?

Esse questionamento é parte da pergunta diretriz desta pesquisa, sendo certo que os dois fatores-chave para entender essas dificuldades incluem: (i) a necessidade de adaptar práticas de governança a estruturas corporativas específicas e (ii) a compreensão de que a

⁷⁵ B3. Segmentos de listagem. B3. São Paulo, [s.d.], [Site]. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 10 de out. 2023.

⁷⁶ O IGC avalia o desempenho de empresas com práticas sólidas de governança, incluindo aquelas listadas no Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado. Ele oferece uma visão geral da adesão dessas empresas aos padrões de transparência e proteção dos acionistas (GIACOMELLI et al., 2017, p. 377).

⁷⁷ O IGCT é mais restrito e inclui apenas empresas com alta governança e alta liquidez. Isso garante que as ações dessas empresas sejam negociadas ativamente (GIACOMELLI et al., 2017, p. 377).

⁷⁸ O IGC-NM é composto exclusivamente por empresas que atendem aos rígidos requisitos do Novo Mercado da B3, indicando práticas de governança excepcionais (GIACOMELLI et al., 2017, p. 377).

⁷⁹ O ITAG é um índice que se concentra na proteção dos acionistas minoritários em caso de troca de controle da empresa. Para ser incluída no ITAG, uma empresa deve oferecer condições vantajosas aos acionistas minoritários, garantindo que eles recebam pelo menos 80% do preço pago por ação pelo controlador em caso de venda da companhia. Isso representa um esforço significativo para proteger os direitos dos acionistas minoritários e garantir que eles não sejam prejudicados em transações de troca de controle (GIACOMELLI et al., 2017, p. 377).

⁸⁰ O Novo Mercado e os segmentos diferenciados de listagem (nível 1 e 2) da antiga Bovespa (agora conhecida como B3) foram estabelecidos para empresas que se comprometeram a adotar práticas de Governança Corporativa de acordo com o regulamento da instituição.

⁸¹ SILVEIRA, 2002.

Governança Corporativa é uma jornada cultural, dependente da cultura organizacional. Tais pontos serão melhor explorados no último capítulo do trabalho, quando adentrarmos no caso das Americanas.

Ademais, o momento atual aponta para uma ressignificação da Governança Corporativa, com foco em aspectos comportamentais, gestão de riscos e compliance. A gestão de riscos e a atenção aos impactos midiáticos das falhas de risco têm ganhado destaque, especialmente na abordagem do "S" do ESG (Ambiental, Social e Governança) após acidentes e tragédias ambientais ocorridas em grandes empresas. Compliance também se tornou parte fundamental da Governança Corporativa, exigindo uma jornada cultural para sua implementação eficaz⁸².

A discussão do ESG trouxe um novo olhar sobre o papel da Governança Corporativa, com uma ênfase crescente em responsabilidade social e ambiental, bem como o surgimento de "Big Techs" e a atenção crescente a práticas de governança nas startups estão influenciando o cenário global⁸³.

⁸² GUERRA, Sandra. **A Caixa-preta da Governança**: Conselhos de Administração por quem vive dentro deles. 4 ed. Rio de Janeiro: Best Business, 2021. 446 p.

⁸³ SARDENBERG, Dalton *et al.* **Inovação**: o motor do ESG. Nova Lima: Fundação Dom Cabral, 2022. Disponível em: <<https://esg.fdc.org.br/e-books/>>. Acesso em: 30 ago. 2023.

2. AGENDA ESG

2.1. O surgimento, relevância e propósito da agenda ESG

A interseção entre Governança Corporativa e a Agenda ESG (Environmental, Social, and Governance) representa um ponto crítico no atual panorama empresarial e financeiro. Embora o tema da sustentabilidade ambiental e as discussões sobre desenvolvimento sustentável já tenham décadas de existência, o recente enfoque em questões ambientais, sociais e de governança tem se desenvolvido significativamente nas últimas duas décadas⁸⁴.

A Governança Corporativa, por sua vez, é uma disciplina que também evoluiu ao longo dos anos, com raízes que remontam à década de 90. Ela se concentra em promover práticas de gestão transparentes e responsáveis dentro das empresas, garantindo que haja um equilíbrio adequado de poder e responsabilidade entre a administração, os acionistas e outras partes interessadas⁸⁵.

No entanto, o que torna o momento atual interessante é a crescente ênfase nos aspectos sociais das empresas. Nos últimos anos, houve uma expansão notável do escopo de temas que envolvem diversidade, direitos humanos, dignidade e outros fatores que não eram tradicionalmente considerados pela Governança Corporativa. Isso, em parte, é impulsionado pela velocidade de disseminação das redes sociais e pelo aumento da mobilização de grupos impactados pelas operações empresariais. Portanto, as ações sociais das empresas agora são consideradas uma questão reputacional e, frequentemente, afetam diretamente a percepção da marca e sua relação com clientes, funcionários e investidores⁸⁶.

A pauta ESG surge a partir da iniciativa Pacto Global (Pacto)⁸⁷, que foi lançada em 2000 pelo então secretário-geral das Nações Unidas, Kofi Annan. O Pacto tinha o objetivo de chamar as empresas para contribuírem com o desenvolvimento de ações sustentáveis, alinhando suas estratégias a dez princípios universais nas áreas de direitos humanos, trabalho, meio ambiente e anticorrupção⁸⁸.

⁸⁴ Ibid.

⁸⁵ Ibid.

⁸⁶ RIBEIRO, Milton Nassau. **O “G” do ESG e seus aprendizados históricos**. [s.d.]. Disponível em: <<https://miltonnassau.com.br/>>. Acesso em: 29 set. 2023.

⁸⁷ Hoje, o Pacto abrange 160 países e conta com mais de 10 mil participantes, sendo a maior iniciativa de sustentabilidade corporativa do mundo, conforme fonte abaixo.

⁸⁸ PACTO GLOBAL. **A evolução do ESG no Brasil**. Brasil, 2021. Disponível em: <https://d3351uupugsy2.cloudfront.net/cms%2Ffiles%2F150560%2F1619627473Estudo_A_Evoluo_do_ESG_no_Brasil.pdf>. Acesso em: 04 de set 2023.

Após esse chamado feito aos grandes players do mercado financeiro, o termo ESG apareceu pela primeira vez em 2004, em uma publicação do Pacto denominada *Who Cares Wins* (em livre tradução: *Quem se Importa Ganha*), em parceria com o Banco Mundial⁸⁹.

Como destaca a iniciativa O Pacto Global:

A ESG nada mais é do que a própria sustentabilidade empresarial. Uma empresa que está em conformidade com práticas ESG entende quais são seus impactos negativos e positivos na sociedade e consegue agir sobre eles. É necessário minimizar os negativos e potencializar os positivos, assim como equacionar os prejuízos já provocados⁹⁰.

O termo ESG é, portanto, um acrônimo que engloba os três aspectos pertinentes que uma empresa deve estar envolvida: ambientais (E), sociais (S) e de governança (G). Pode parecer novo, mas, na verdade, tem suas origens no conceito de "*Triple Bottom Line*", que surgiu nos anos 90 e que defendia uma gestão empresarial que leve em consideração não apenas os resultados financeiros, mas também o impacto da empresa no planeta e na sociedade⁹¹. Embora haja semelhanças, o ESG vai além, pois é mais do que uma versão melhorada e conquistou maior aderência do mercado.

O primeiro guia às organizações que desejavam seguir a prática de ESG foi aquele apresentado pelo Pacto Global, que estabeleceu, inicialmente, nove princípios norteadores às organizações. Hoje tem-se 10 práticas corporativas que são distribuídas em quatro categorias: direitos humanos; trabalho; meio ambiente; e anticorrupção.

Quanto à categoria de Direitos Humanos: (prática 1) respeitar e apoiar os direitos humanos reconhecidos internacionalmente na sua área de influência e (prática 2) assegurar a não participação da empresa em violações dos direitos humanos. **Quanto à categoria de Trabalho:** (prática 3) apoiar a prática de associação e reconhecer o direito à negociação coletiva, (prática 4) eliminar todas as formas de trabalho forçado ou compulsório, (prática 5) erradicar todas as formas de trabalho infantil de sua cadeia produtiva e (prática 6) estimular práticas que eliminem qualquer tipo de discriminação no emprego. **Quanto à categoria de Meio Ambiente:** (prática 7) assumir práticas que adotem uma abordagem preventiva, responsável e proativa para os desafios ambientais, (prática 8) desenvolver iniciativas e práticas para promover e disseminar a responsabilidade ambiental e (prática 9) incentivar o desenvolvimento e a difusão de tecnologias ambientalmente responsáveis. Por fim, quanto à

⁸⁹ Ibid.

⁹⁰ PACTO GLOBAL. ESG. Pacto Global Rede Brasil, 2023. Disponível em: <<https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>>. Acesso em: 05 de novembro de 2022.

⁹¹ COSTA, Carlos. **O que é Green Swan e como usá-lo como estratégia de ESG.** Portal Do Comércio Exterior, 11 ago. 2021. Disponível em: <<https://portaldocomercioexterior.com.br/o-que-e-green-swan-estrategia-esg/>>. Acesso em: 15 out. 2023.

categoria de **Anticorrupção: (prática 10)** combater a corrupção em todas as suas formas, incluindo a extorsão e o suborno⁹².

No entanto, não há uma lista exaustiva ou um rol taxativo de práticas ESG, inclusive, conforme destaca a *Principles for Responsible Investment*⁹³ — rede internacional de instituições apoiadas pelas Nações Unidas que define seis princípios para incentivar a incorporação das questões ESG na prática de investimento —, “não seria possível nem desejável produzir uma lista, ou um conjunto de definições, que se pretendesse exaustiva ou definitiva. Qualquer lista desse tipo seria inevitavelmente incompleta e logo ficaria desatualizada”⁹⁴.

Apesar disso, é certo que os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável - ODS, estabelecidos pela ONU em 2015, devem ser vistos como o principal guia para as empresa adequarem-se às práticas ESG, pois as ODS fornecem uma visão geral dos objetivos e metas de desenvolvimento sustentável a serem alcançados a nível global, no enfrentamento dos maiores desafios sociais, ambientais e de governança contemporâneos, que só conseguiremos superar com a contribuição das empresas⁹⁵:

Figura 2: Os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU



Fonte: ONU, 2023.

Segundo o Pacto Global, alguns dos benefícios de adotar as práticas de ESG são: (i) a otimização da produtividade, (ii) a facilidade de atender às demandas atuais, (iii) a possibilidade de novas oportunidades de negócios e diminuição do impacto ambiental

⁹²PACTO GLOBAL, 2023.

⁹³ Em tradução livre: princípios para o investimento responsável.

⁹⁴ PRI. *Principles for Responsible Investment. Reporting Framework Main Definitions*. Nov. 2018. Disponível

em: <https://www.unpri.org/Uploads/i/m/n/maindefinitionstoprireportingframework_127272_949397.pdf>.

Acesso em: 17 out. 2023.

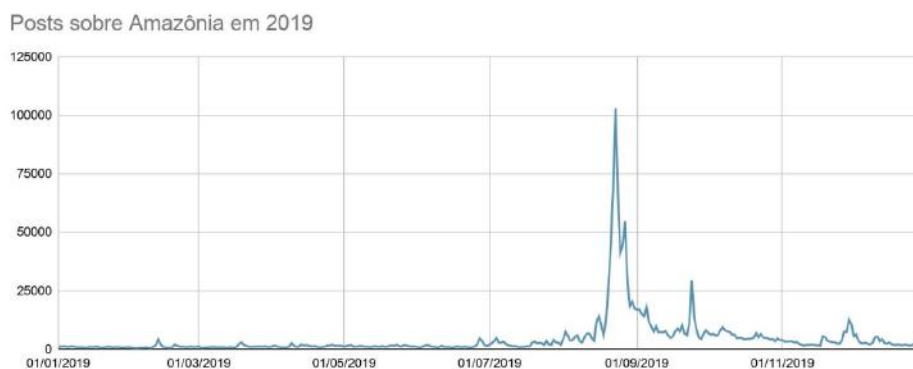
⁹⁵ONU. *Organização das Nações Unidas, 2030. Sobre o nosso trabalho para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável no Brasil*. Disponível em: <<https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>>. Acesso: 12 out. de 2023.

negativo; (iv) facilitar o crescimento do faturamento; (v) reduzir custos; (vi) minimizar ações regulatórias; (vii) aumentar o potencial de produtividade dos funcionários; (viii) otimizar investimentos; (ix) tornar o negócio mais resiliente à eventuais crises⁹⁶.

No Brasil, o tema ESG demorou para ser pauta no mercado. Ainda que alguns nomes importantes da Bolsa de Valores do Brasil (B3) já tivessem se envolvido em escândalos de Governança Corporativa, Social e, principalmente, Ambiental — como é o caso da Vale⁹⁷, CCR⁹⁸ e JBS⁹⁹ —, até 2019, pouco se falava sobre ESG no país¹⁰⁰.

Segundo estudo do Pacto Global, as discussões em torno da situação da Amazônia gerou mais de 11 milhões de publicações em 2019, tendo sido o principal catalisador para o aumento no interesse pela pauta ESG. O estudo reuniu dados sobre postagens sobre a Amazônia em 2019 e concluiu que o maior pico de buscas ocorreu justamente quando do embate entre governo federal e políticos internacionais a respeito do alerta sobre aumento de queimadas na Amazônia¹⁰¹:

Gráfico 1: Postagens sobre a Amazônia em 2019



Fonte: PACTO GLOBAL, 2021, p. 17

Em seguida, o estudo aponta que tópicos relacionados à agenda social ocuparam a segunda posição em termos de menções por parte dos internautas, com um total de mais de

⁹⁶ PACTO GLOBAL, 2023.

⁹⁷ CÂMPERA, Francisco. **Vale, exemplo mundial de incompetência e descaso**. EL País. 28 jan. 2019. Disponível em: <https://brasil.elpais.com/brasil/2019/01/27/opinion/1548547908_087976.html>. Acesso em: 15 de set. 2023.

⁹⁸ AZEVEDO, Rita. VIEIRA, André Guilherme. **CCR fecha acordo de leniência no PR e pagará R\$ 750 milhões por corrupção**. Valor Econômico, São Paulo, 07 mar. 2019. Disponível em: <<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/03/07/ccr-fecha-acordo-de-leniencia-no-pr-e-pagara-r-750-milho-es-por-corrupcao.ghtml>>. Acesso em: 15 de set. 2023.

⁹⁹ WENZEL, Fernanda. **“JBS é o mais problemático dos frigoríficos brasileiros”, diz diretor de banco que retirou investimento de 240 milhões de reais**. El País. 28 jul. 2020. Disponível em: <<https://brasil.elpais.com/brasil/2020-07-28/jbs-e-o-mais-problematico-dos-frigorificos-brasileiros-diz-diretor-de-banco-que-retirou-investimento-de-240-milhoes-de-reais.html>>. Acesso em: 17 set. 2023.

¹⁰⁰ PACTO GLOBAL, 2021, p. 16.

¹⁰¹ PACTO GLOBAL, 2021, p. 16.

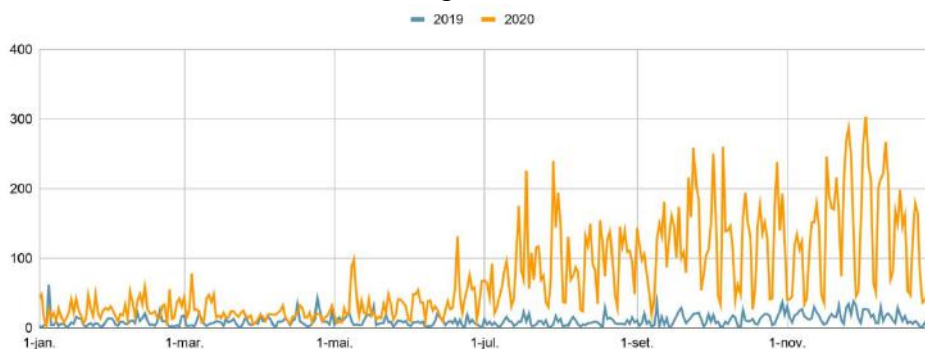
484 mil conteúdos ao longo do ano de 2019, sendo que as expressões mais frequentemente usadas foram "inclusão social" e "Direitos Humanos"¹⁰².

Por fim, as discussões relacionadas à governança ficaram em terceiro lugar em termos de menções pelos internautas em 2019, com mais de 126 mil publicações, um número 10 vezes inferior ao observado em relação à pauta ambiental, por exemplo. Ademais, foi destacado que as buscas relacionadas à governança englobaram relatos sobre os impactos de casos de corrupção que afetaram grandes empresas como Vale e Petrobras¹⁰³.

Apesar disso, o relatório aponta que 31% das principais iniciativas empresariais comunicadas em consonância com as diretrizes ESG focaram no combate e desdobramentos de casos de corrupção e mais 11% dizem respeito à criação de conselhos e comitês para zelar pela integridade das empresas. Em outras linhas, é possível dizer que no escopo do estudo, as práticas no âmbito da Governança Corporativa notórias pelas empresas representavam pelo menos 42%. Em seguida, 29% estavam atreladas aos impactos ambientais, especialmente relacionados à situação da Amazônia, e 20% atrelados a estímulos à inclusão social¹⁰⁴.

Em 2020, a discussão sobre ESG no ambiente digital alcançou um novo patamar, segundo dados do Pacto Global. Com um crescimento notável, o volume de conteúdos coletados foi seis vezes maior do que no ano anterior, totalizando mais de 22 mil publicações.

Gráfico 2: Postagens sobre o tema ESG



Fonte: PACTO GLOBAL, 2021, p. 19.

No entanto, apesar desse aumento significativo, ainda se observou uma flexibilidade na conceitualização e uso de terminologias relacionadas ao ESG. Sendo que, entre as diversas expressões empregadas para fazer referência ao ESG, as oito mais frequentes foram, em ordem crescente: "questões ESG" (16%), "agenda ESG" (14%), "critérios ESG" (13%),

¹⁰² Ibid., p. 18.

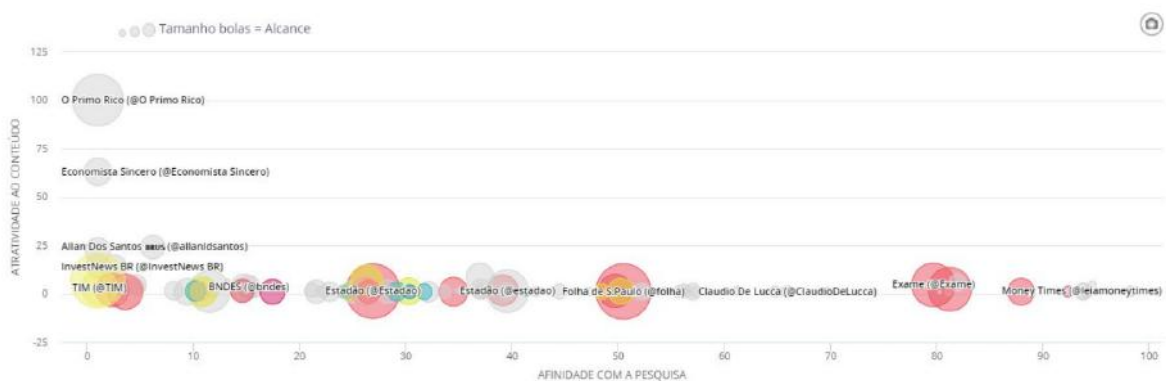
¹⁰³ Ibid., p. 18.

¹⁰⁴ PACTO GLOBAL, 2021, p. 18.

"movimento ESG" (10%), "iniciativa ESG" (9%), "políticas ESG" (9%), "fatores ESG" (8%) e "tendência ESG" (7%)¹⁰⁵.

Ainda, o estudo do Pacto também apontou que os principais veículos de informação que contribuíram para a propagação da temática ESG são as mídias tradicionais, como: Exame (1º), InfoMoney (3º), Folha de S.Paulo (5º), Estadão (7º), Forbes Brasil (9º) e Valor Econômico (10º). Apesar disso, também constatou-se a influência do papel de criadores de conteúdo digital tais como O Primo Rico (2º), canal de Finanças no Youtube¹⁰⁶.

Gráfico 3: Influência de veículos de informação na propagação da pauta ESG.



Fonte: PACTO, 2021, p. 20.

De outra sorte, alguns estudos já concluíram que os fundos de investimento que incorporam esses aspectos ESG em seu portfólio tendem a apresentar um desempenho superior em comparação com aqueles que não o fazem. É o caso do relatório do Itaú, que baseado em estudos de consultoria da McKinsey realizados em 2020 destaca que empresas que consideram questões ESG estão mais bem preparadas para enfrentar as mudanças nos padrões de produção e consumo, pois conseguem utilizar de forma mais eficiente os recursos naturais e reduzir os impactos negativos de seus produtos e serviços no meio ambiente¹⁰⁷.

Além disso, a empresa de auditoria PwC, em relatório intitulado como *The power to shape the future*¹⁰⁸, destaca o poder de influência da indústria de gestão de ativos: “com US\$ 110 trilhões em ativos sob gestão direcionados às prioridades ambientais, sociais e de governança, eles têm literalmente o poder de mudar o mundo”¹⁰⁹. O relatório conclui evidenciando o papel protagonista do ESG para o futuro:

¹⁰⁵ Ibid., p. 19.

¹⁰⁶ Ibid., p. 20.

¹⁰⁷ LASCO, Thiago. **Empresas preocupadas com questões ESG são mais resilientes**. Estadão, 28 jul. 2020. Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/investimentos/fundos-esg-sustentabilidade>>. Acesso em: 17 ago. 2023

¹⁰⁸ Em tradução livre: O poder de mudar o mundo.

¹⁰⁹ PWC. **The power to shape the future**. PwC Brasil, 2020, p. 2. Disponível em: <<https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>>. Acesso em: 05 out. 2023.

Nos mercados europeus que estão na vanguarda da incorporação de ESG, a nossa análise indica que os ativos ESG representarão entre 41% e 57% do total de ativos de fundos mútuos até 2025. E mais de 75% dos investidores institucionais europeus inquiridos este ano pela PwC afirmaram que planejam parar de comprar produtos europeus não ESG nos próximos dois anos¹¹⁰.

Desta forma, “os investidores institucionais, no exercício do seu dever fiduciário, passam a exigir maior transparência e avanço nas práticas ambientais, sociais e de governança corporativa” (IBGC, 2020, p.12). Por conseguinte, em um caminho que parece ser sem volta, o desejo desses investidores de galgar melhores retornos financeiros ao mesmo tempo que causam impacto social e ambiental cria um ecossistema denominado de finanças sustentáveis, isto é, um “processo de considerar fatores ambientais, sociais e de governança ao tomar decisões de investimento, levando a maiores investimentos de longo prazo em atividades e projetos econômicos sustentáveis”¹¹¹.

Dado o exposto, é evidente que há uma crescente conscientização da importância de aderir às práticas ESG, principalmente, porque especialistas indicam que essa adesão traz inúmeros benefícios à avaliação de empresas, com ganhos de visibilidade, reputação pública, maiores investimentos e rentabilidade (LASCO, 2020). Não é à toa que B3 em setembro de 2020 ampliou seu portfólio de índices ESG e lançou o índice S&P/B3 Brasil ESG que utiliza critérios baseados em práticas ESG¹¹².

Certo é que a Agenda ESG reflete uma crescente demanda social que urge para que as “organizações assumam a corresponsabilidade de resolver os principais desafios que hoje limitam a prosperidade coletiva. São questões sociais, econômicas, ambientais e de governança cuja solução requer uma ação coordenada de governos, sociedade civil e empresas”¹¹³.

Além disso, conforme destaca a agência RepTrak, independentemente da estratégia de negócios, a agenda ESG desempenha um papel vital em estabelecer a confiança do público em momentos de crise. Em outras palavras, é dizer no contexto de crises, o ESG se destaca

¹¹⁰ Traduzido do original: “In European markets that are leading the way on embedding ESG, our analysis indicates that ESG assets will make up between 41% and 57% of total mutual fund assets by 2025. And more than 75% of European institutional investors surveyed this year by PwC said they plan to stop buying European non-ESG products within the next two years” (Id., 2020, p.10).

¹¹¹ BOFFO, R.; PATALANO R. **ESG Investing: Practices, Progress and Challenges**. OECD, Paris, 2020, p. 11. Disponível em: <<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>>. Acesso em: 06 nov. 2021.

¹¹² GÓIS, Aléxis Cerqueira. **Bolsa de valores: as ações comprometidas com a sustentabilidade**. Estadão, 28 ago. 2021. Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/investimentos/bolsa-valores-acoes-comprometidas-sustentabilidade>>. Acesso em: 05 out. 2023.

¹¹³ IBGC. **Agenda Positiva de Governança: medidas para uma governança que inspira, inclui e transforma**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2020, p.10. Disponível em:<<https://www.agendapositivadegovernanca.com/>>. Acesso em: 10 set. 2023.

como o fator determinante mais crucial quando se trata de estabelecer a confiança do público em relação a uma empresa¹¹⁴.

Assim, comunicar de maneira clara e consistente as iniciativas ESG torna-se essencial para ganhar a confiança dos stakeholders. Independentemente dos objetivos de negócios, a percepção do público sobre os esforços ESG é a chave para promovê-los com sucesso. Portanto, a integração efetiva de práticas ESG não só fortalece a resiliência das empresas em situações de crise, mas também pode impulsionar a confiança do público e o sucesso a longo prazo¹¹⁵.

O caso da Americanas é emblemático justamente por trazer à tona toda essa discussão e fazer com que os stakeholders fiquem mais atentos e, muito provavelmente, passem a exigir mais dos grandes players do mercado. Além do mais, serve como “alerta para todos que se importam apenas com discursos eloquentes e relatórios esteticamente diagramados a respeito dos compromissos ESG, negligenciando a consistência e a coerência das informações fornecidas ou divulgadas”¹¹⁶. No entanto, essa discussão será melhor tratada no último capítulo deste trabalho.

2.2. O “G” do ESG

Após a análise da Agenda ESG e a compreensão do histórico, dos princípios e do funcionamento da Governança Corporativa, surge a discussão sobre o ESG como um novo paradigma para avaliar o papel da Governança Corporativa nas organizações. Portanto, neste contexto, exploraremos como a Governança Corporativa desempenha um papel significativo nesse tema.

A Governança Corporativa desempenha um papel fundamental no contexto do ESG (Ambiental, Social e de Governança) nas empresas. O pilar "G" (Governance) é essencial, pois sua estrutura e condução moldam diretamente os impactos que a empresa terá nos pilares "E" (Ambiental) e "S" (Social) do ESG. Isso porque, a responsabilidade corporativa, em particular, serve como alicerce para orientar as boas práticas relacionadas à responsabilidade ambiental e social:

O ESG deveria ser GSE, porque se não começar pela Governança, não será possível ter ações efetivas no social internas e externas e não haverá cuidado do meio ambiente. A Governança é o driver da inovação e o único caminho de uma empresa

¹¹⁴ REPTRACK. **Introducing The 2021 Global RepTrak 100**. RepTrak, 12 abr. 2021. Disponível em: <https://www.reptrak.com/blog/introducing-the-2021-globalreptrak-100/>. Acesso em 09 set. 2023.

¹¹⁵ REPTRACK, 2021.

¹¹⁶ PIVANTE, 2023.

ser ESG de verdade, de mudar um jeito de fazer uma economia linear por uma economia circular¹¹⁷.

Portanto, de acordo com especialistas acima citados, a Governança Corporativa é o ponto de partida para a efetiva implementação do ESG. Inclusive, ao afirmar que o ESG deveria ser denominado "GSE", destacam a importância crucial da Governança como um precursor essencial para a promoção de ações eficazes nos âmbitos social e ambiental. Em outras palavras, é dizer que a Governança é percebida como o motor da inovação e a chave para que uma empresa se torne genuinamente ESG, migrando de um modelo de economia linear para uma economia circular¹¹⁸.

Conseqüentemente, as diretrizes de Governança Corporativa cada vez mais abordam questões relacionadas ao meio ambiente, à sociedade e à economia, expandindo seu alcance para além dos acionistas e da administração. Em consonância com essa abordagem, ações sociais e ambientais são incorporadas às práticas de governança, contribuindo para uma tomada de decisão mais alinhada com a visão integrada desses três pilares.

Em atenção a isso, o próprio Código das melhores práticas de Governança Corporativa do IBCG faz questão de destacar os desafios sociais e ambientais globais e o papel da Governança Corporativa nisso:

Cada vez mais, desafios sociais e ambientais globais, regionais e locais fazem parte do contexto de atuação das organizações, afetando sua estratégia e cadeia de valor, com impactos na sua reputação e no valor econômico de longo prazo. Mudanças climáticas, a ampliação da desigualdade social e inovações tecnológicas, entre outros fatores, têm imposto transformações na vida das organizações. Tais circunstâncias impõem a necessidade de uma visão ampliada do papel das organizações e do impacto delas na sociedade e no meio ambiente e vice-versa. O conceito de cidadania corporativa deriva do fato de a empresa ser uma pessoa que deve atuar de forma responsável. [...] Os agentes de governança devem considerar, portanto, as aspirações e a forma pela qual a sociedade em geral entende e absorve os efeitos positivos e negativos – as externalidades – da atuação das organizações e responde a eles¹¹⁹. (griso nosso)

Ademais, a pesquisa realizada e publicada em setembro de 2021 pela Grant Thornton com executivos de 167 empresas de capital aberto no Brasil revelou que o ESG é considerado uma prioridade para a maioria das empresas, embora apenas uma parcela minoritária efetivamente incorpore esses aspectos em suas decisões. A pesquisa destacou que a estrutura de Governança Corporativa é considerada o fator ESG mais relevante para as organizações.

¹¹⁷ COELHO, Fabiana; BETHLEM, Hugo; CLEMENTE, Cássio; SILVA, Carlos Alberto. **O que está além de ESG?**. CDI, 4 set. 2021. Disponível em: <<https://cdicom.com.br/mercado/o-que-esta-alem-de-esg/>>. Acesso em: 08 ago.2023.

¹¹⁸ CARVALHO, 2021, p. 75.

¹¹⁹ IBCG, 2015, p. 15.

Essa conclusão é coerente, uma vez que um sistema de Governança eficaz proporciona um ambiente propício para análises e debates estratégicos, inclusive sobre questões ESG¹²⁰.

Portanto, é evidente que o fator ESG pode ser uma ferramenta poderosa para orientar as decisões das empresas, beneficiando tanto seus stakeholders quanto o meio ambiente. No entanto, é fundamental que esses pilares sejam efetivamente implementados nas práticas das empresas, em vez de serem utilizados apenas como uma estratégia de marketing. Empresas que integram o ESG em seus processos de tomada de decisão são percebidas como mais confiáveis pelos investidores, desfrutam de melhores reputações entre os consumidores e têm maior probabilidade de se manterem competitivas no mercado, além de contribuírem para a promoção dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável¹²¹.

2.3. O papel do “G” do ESG no desenvolvimento de uma Governança da Sustentabilidade

Conforme vimos na seção anterior, a Governança Corporativa desempenha um papel central na integração dos pilares ESG, tornando-se um instrumento de coesão e alinhamento com os demais propósitos da Agenda ESG. É dizer que a Governança é tanto a forma quanto o conteúdo dessa integração, sendo a forma pelo qual um sistema equilibrado e transparente de Governança (G) viabiliza a excelência nos aspectos Ambientais (E) e Sociais (S).

Nesse sentido, as empresas, especialmente aquelas listadas em mercados de valores mobiliários, são cada vez mais vistas como agentes promotores do desenvolvimento sustentável. Isso significa que, além de buscarem resultados econômico-financeiros, elas devem incorporar aspectos sociais e ambientais em seus negócios e operações¹²².

Essa mudança de perspectiva reflete a crescente expectativa de que as empresas alinhem suas missões com o engajamento ecológico, econômico e social. Além disso, as decisões empresariais têm impactos profundos na vida das pessoas, nas famílias, nos ecossistemas e nas economias de países inteiros. Portanto, as empresas devem considerar não apenas sua razão de ser e legitimidade, mas também sua capacidade de contribuir para o desenvolvimento sustentável¹²³.

¹²⁰ GRANT THORNTON. **ESG e as empresas de capital aberto**. Grant Thornton Brasil, set. 2021. Disponível em: <<https://www.grantthornton.com.br/globalassets/1.-member-firms/brazil/6.insights/pdf/pesquisa---esg-e-as-empresas-de-capital-aberto.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2023.

¹²¹ SIQUEIRA, Camila L. **Governança Corporativa e o fator ESG como meios para o impacto social e ambiental no setor empresarial**. Monografia, Faculdade de Direito, UFRGS. Porto Alegre, 2021.

¹²² PINHEIRO, Sílvia Marina. **O Desenvolvimento Sustentável e as Empresas**. In: OLIVEIRA, Carina Costa de; SAMPAIO, Rômulo Silveira da Rocha (orgs.). *A Economia Verde no Contexto do Desenvolvimento Sustentável – a governança dos atores públicos e privados*. Rio de Janeiro: FGV, 2011.

¹²³ MACKEY, John; SISODIA, Raj. **Capitalismo Consciente**. São Paulo: HSM, 2013.

Nesse ponto, a Governança Corporativa rouba a cena pois, como vimos, é ela a responsável por facilitar essa transformação ao criar estruturas e processos que garantem a transparência, a responsabilidade e o alinhamento dos interesses de todas as partes envolvidas¹²⁴. Por exemplo, com um conselho de administração eficaz e uma gestão comprometida, as empresas podem implementar práticas que promovam a sustentabilidade e a responsabilidade social, garantindo que suas operações não causem danos ambientais e que contribuam positivamente para a sociedade.

No entanto, uma vez que a tradicional definição de governança é focada em resolver conflitos internos e alinhar os interesses de acionistas majoritários e minoritários, é precisa reformulá-la para incluir uma perspectiva mais ampla que abranja a sustentabilidade¹²⁵.

Nesse sentido, podemos falar sobre o conceito de Governança da Sustentabilidade, que além das preocupações econômico-financeiras, incorpora uma agenda ambiental e social. Esse modelo desafia as empresas a ampliar suas responsabilidades sociais e a redefinir seus papéis e missões, harmonizando melhor os interesses econômicos, sociais e ambientais em suas operações¹²⁶.

A transição para a Governança da Sustentabilidade implica uma mudança fundamental na forma como as empresas operam e são geridas. Em vez de se concentrarem exclusivamente na maximização do lucro e na minimização de conflitos de interesses internos, as empresas são chamadas a considerar os impactos de suas atividades sobre o meio ambiente e a sociedade. Isso inclui a adoção de práticas empresariais responsáveis que promovam a conservação ambiental, a justiça social e a transparência¹²⁷.

A incorporação de uma agenda de sustentabilidade na Governança Corporativa requer a criação de estruturas e processos que assegurem o cumprimento de objetivos sociais e ambientais, além dos financeiros. Os conselhos de administração e os gestores devem ser capacitados para integrar critérios de sustentabilidade em suas decisões estratégicas e operacionais, garantindo que a empresa não só gere valor econômico, mas também contribua positivamente para a sociedade e o meio ambiente¹²⁸.

Além disso, a Governança da Sustentabilidade demanda maior engajamento dos stakeholders, incluindo acionistas, empregados, clientes, comunidades locais e reguladores,

¹²⁴ COELHO, 2021.

¹²⁵ CHAVES, Vinicius Figueiredo. SANTOS, Roberta Maria Costa. **O PAPEL DA B3 NA GOVERNANÇA DA SUSTENTABILIDADE NO BRASIL**. XXVII CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI PORTO ALEGRE – RS. Direito e sustentabilidade II, organização CONPEDI/ UNISINOS. 2018, p. 318.

¹²⁶ Ibid., p. 319.

¹²⁷ Ibid., p. 319.

¹²⁸ Ibid., p. 319.

em um diálogo contínuo sobre práticas sustentáveis. Esse engajamento é fundamental para garantir que as ações da empresa sejam alinhadas com as expectativas e necessidades da sociedade, promovendo a transparência e a confiança.

Em termos práticos, a adoção de práticas empresariais alinhadas com a (i) adoção de relatórios de sustentabilidade e (ii) aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU, são instrumentos essenciais para a efetivação de uma Governança da Sustentabilidade.

A adoção de relatórios de sustentabilidade marca uma transformação significativa na Governança Corporativa, alinhando a empresa com um modelo mais transparente e responsável. Esses relatórios, conhecidos como informes não financeiros, demonstram o desempenho econômico, social e ambiental das empresas, refletindo suas práticas e impactos. Diretrizes da Global Reporting Initiative (GRI) fornecem parâmetros e indicadores que orientam a elaboração desses documentos, assegurando a comunicação clara do comportamento e desempenho organizacional¹²⁹.

Os relatórios de sustentabilidade, além de apresentarem práticas empresariais, abordam questões como direitos humanos, responsabilidade pelos produtos, práticas trabalhistas e os impactos nas comunidades. Eles são ferramentas cruciais para monitorar e avaliar a coerência entre os discursos e as práticas empresariais, permitindo uma análise detalhada dos efeitos positivos ou negativos das atividades empresariais¹³⁰.

Esse compromisso com a sustentabilidade corporativa é reforçado por iniciativas da Organização das Nações Unidas (ONU), que destacam a importância da apresentação de informes de sustentabilidade, especialmente por grandes empresas e aquelas listadas em bolsas de valores. A ONU reconhece a necessidade de uma aliança ampla entre empresas, governos, sociedade civil e indivíduos para promover o desenvolvimento sustentável¹³¹.

Desta forma, integrar a sustentabilidade nas práticas diárias das empresas representa um avanço na Governança Corporativa, promovendo um desenvolvimento que equilibra resultados econômicos com responsabilidade social e ambiental. Este novo modelo de governança não só melhora a transparência e a prestação de contas, mas também fortalece a confiança entre as partes interessadas, contribuindo para a construção de um futuro mais sustentável para as gerações presentes e futuras¹³².

¹²⁹ Ibid., p. 323.

¹³⁰ LAVILLE, Élisabeth. **A empresa verde**. São Paulo: Ote, 2009.

¹³¹ Confira na íntegra o documento final da Conferência das Nações Unidas sobre Desenvolvimento Sustentável. Disponível em: <<https://riomais20sc.ufsc.br/files/2012/07/CNUDS-vers%C3%A3o-portugu%C3%AAs-COMIT%C3%8A-Pronto1.pdf>>. Acesso em: 24 abr. 2024.

¹³² Ibid.

Igualmente, a incorporação dos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) das Nações Unidas pelas empresas marca uma transformação significativa rumo ao modelo de Governança da Sustentabilidade. Integrar os ODS na estratégia corporativa não só fortalece a reputação e a legitimidade das empresas, mas também promove um crescimento econômico inclusivo e sustentável¹³³. Em outras linhas, é dizer que a adoção dos ODS representa uma viragem crucial na governança corporativa, realinhando os objetivos empresariais com as necessidades globais de sustentabilidade, justiça social e proteção ambiental¹³⁴.

Portanto, substituir as definições tradicionais de Governança Corporativa por um conceito de Governança da Sustentabilidade representa um passo crucial para entender os desafios contemporâneos em um mercado cada vez mais consciente dos impactos ambientais e sociais. Assim, ao invés do foco exclusivo no lucro, o conceito de governança deve passar a considerar os impactos das atividades corporativas sobre o meio ambiente e a sociedade, incentivando a adoção de práticas que promovam a conservação ambiental, a justiça social e a transparência.

¹³³ CHAVES; SANTOS, 2018, p. 324-325.

¹³⁴ Ibid.

3. O CASO DA AMERICANAS S.A.

3.1. História da Companhia

A Lojas Americanas é uma das mais tradicionais e importantes varejistas no cenário brasileiro, cuja trajetória se mescla com a evolução do varejo no Brasil. Fundada em 1929, no Rio de Janeiro, por quatro americanos e um austríaco, a empresa emergiu de uma ideia que inicialmente se destinava a Buenos Aires. Durante uma viagem, os fundadores foram convencidos a estabelecer a loja no Brasil, visto o potencial do mercado local, caracterizado pela presença de um público com renda estável devido ao grande número de funcionários públicos e militares¹³⁵.

O modelo de negócio inicial das Lojas Americanas foi inspirado nas lojas de "five and ten cents" americanas, com a proposta de oferecer uma variedade de produtos a preços baixos. A primeira loja foi aberta em Niterói, Rio de Janeiro, com o slogan "Nada além de 2 mil réis", simbolizando o acesso a produtos a preços acessíveis. O conceito se provou bem-sucedido, permitindo uma rápida expansão da rede no território nacional¹³⁶.

Com o passar dos anos, a Americanas se destacou pela sua capacidade de inovação e adaptação às mudanças no mercado e na sociedade brasileira. Em 1940, a empresa abriu seu capital, o que representou um importante passo para a consolidação de sua presença no mercado brasileiro. Este movimento foi seguido por várias empresas que viram na Americanas um modelo de sucesso no varejo¹³⁷.

A chegada dos anos 80 marcou um novo capítulo na história da Americanas com a aquisição de ações majoritárias por parte de Marcel Telles, Carlos Alberto Sicupira e Jorge Paulo Lemann, conhecidos como "os três grandes do Brasil", "3G" ou "trio Sonho Grande". Esses investidores implementaram uma série de reformas administrativas e estratégicas, inspirando-se no modelo do Wal-Mart para promover uma expansão agressiva e a diversificação dos serviços oferecidos. A adoção de práticas de gestão focadas em eficiência e corte de custos transformou a cultura organizacional da empresa, preparando-a para competir em um mercado cada vez mais globalizado e competitivo. Inclusive, o estilo de gestão dos três empresários – Telles, Sicupira e Lemann – já era marcado pela busca incessante por

¹³⁵ GIRÃO, Mel. BARRETO, Lilian Melo. **ESTUDOS DE CASOS & ENSINO Americanas: nem tudo o que reluz é ouro.** Cad. EBAPE.BR, v. 21, nº 6, Rio de Janeiro, e2023-0040, 2023. Disponível em: <<https://www.scielo.br/j/cebape/a/JbGYvVhpZzYGknFKmNyKyZh/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 07 fev. 2024.

¹³⁶ Ibid.

¹³⁷ MEIRA, V. **Conhece a história da Americanas (AMER3)? Veja quem são os donos e como surgiu a empresa.** Eu quero investir. 16 jan. 2023. Disponível em: <<https://euqueroinvestir.com/conhece-americanas-amer3>>. Acesso em: 14 abril. 2024.

resultados e por uma cultura de eficiência e excelência¹³⁸.

Em 1994, uma *joint venture*¹³⁹ com a Wal-Mart consolidou a posição da Americanas no mercado brasileiro, permitindo um maior alcance e a implementação de práticas internacionais no gerenciamento de suas operações. Esta parceria durou até o início dos anos 2000, quando a Americanas decidiu seguir um caminho independente, fortalecendo ainda mais sua marca e expandindo sua atuação para o comércio eletrônico¹⁴⁰.

A criação da Americanas.com no ano 2000 foi um marco importante, pois alavancou o uso da internet para vendas e solidificou a posição da empresa como líder no e-commerce brasileiro. Esta iniciativa foi seguida pela aquisição de outros grandes nomes do comércio eletrônico brasileiro, como Shoptime.com e Submarino, culminando na formação da B2W, uma das maiores empresas de e-commerce da América Latina¹⁴¹.

Em 2011 veio a primeira crise financeira, ocorrida especialmente por conta do aumento da concorrência no varejo on-line, o que evidenciou problemas operacionais que exigiram novos aumentos de capital e ajustes estratégicos. No entanto, mesmo após todos os esforços, a varejista amargou um prejuízo líquido de R\$ 83,2 milhões, ainda em 2011¹⁴².

Em 2021, a B2W e as Lojas Americanas anunciaram uma significativa reestruturação corporativa, culminando na criação da Americanas S.A. Essa fusão marcou a consolidação das operações online e offline, alinhando a empresa às práticas de concorrentes diretos como Via Varejo e Magazine Luiza, que já se beneficiam de estruturas integradas. Segundo Pinheiro e Vinicius, a B2W, detentora de 62% do capital das Lojas Americanas e operadora dos sites Submarino e Americanas.com, visava com essa fusão ampliar a eficiência operacional e fortalecer sua presença no mercado¹⁴³.

Neste contexto, o “3G”, após 40 anos no controle societário, optaram por uma mudança estratégica, renunciando ao controle direto da empresa. Sem exigir um prêmio por essa alteração, reduziram sua participação para cerca de 31% do capital, assumindo a posição de "acionistas de referência", sem a maioria do capital votante¹⁴⁴.

Em 2022, a Americanas S.A. passou por uma importante reestruturação societária que

¹³⁸ MEIRA, 2023.

¹³⁹ Em livre tradução do inglês: empreendimento conjunto ou empresa conjunta.

¹⁴⁰ GIMENEZ, L. **Entenda o histórico das ações da Americanas na Bolsa de Valores**. Portal Acionista. 14 nov. 2020. Disponível em: <<https://acionista.com.br/descubra-a-historia-das-acoes-da-redeamericanas-no-brasil/>>. Acesso em: 10 abr. 2024.

¹⁴¹ GIRÃO; BARRETO, 2023, p. 2.

¹⁴² MEIRA, 2023.

¹⁴³ PINHEIRO, Vinicius. **Nem tudo são lágrimas na B3: Lojas Americanas dispara quase 20% com plano de fusão com B2W**. Seu Dinheiro. 22 fev. 2022. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2021/empresas/lojas-americanas-fusao-b2w-acoes-22-02/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

¹⁴⁴ MEIRA, 2023.

resultou na incorporação das Lojas Americanas. Esta reorganização estratégica dividiu a marca em três principais categorias: *core*, que inclui Americanas, Submarino, Shoptime e Sou Barato; iniciativas de crescimento, representadas por Puket, Imaginarium, Natural da Terra e Hortifruti; e *futuro*, focada em tecnologias emergentes como Ame Digital, inteligência artificial e machine learning. Este ajuste transformou a Americanas S.A. em um dos maiores empregadores do Brasil, contando com cerca de 45.000 colaboradores, e promoveu sua listagem no Novo Mercado da B3, segmento conhecido pelo seu alto padrão de governança corporativa, transparência e responsabilidade societária¹⁴⁵.

A adesão às rigorosas normas desse segmento, incluem a divulgação regular e completa de informações financeiras e a garantia de um conselho de administração independente e eficiente. Ao menos em tese, a adesão a essas regras foram fundamentais para reforçar a governança e a transparência da Americanas, não apenas aumentando a confiança dos investidores e acionistas, mas também assegurando que as decisões empresariais seriam equilibradas e alinhadas aos interesses de todas as partes envolvidas¹⁴⁶.

Nessa perspectiva, não à toa que em virtude do (suposto) forte crescimento nas últimas décadas e da longevidade da companhia, as ações e debêntures da Americanas tornaram-se uma das mais seguras do mercado. Entre outubro de 2008 e janeiro de 2020, por exemplo, houve uma valorização de 1150%¹⁴⁷.

3.2. O “G” de ESG na Americanas

Antes de mais nada, vale comentar que em seu sítio eletrônico de Relações com Investidores a Americanas possui uma aba dedicada a dispor sobre sua Governança Corporativa, onde dispõe que seu propósito como companhia, segundo o Código de Ética e Conduta, é “somar o que o mundo tem de bom para melhorar a vida das pessoas”¹⁴⁸. Os valores da companhia incluem ter as melhores pessoas; ser um bom “Dono do Negócio”; buscar a excelência na operação; ter foco no cliente; fazer mais e melhor a cada dia; ser obcecado por resultados; e respirar inovação o tempo todo¹⁴⁹. Os princípios norteadores envolvem três principais aspectos: pessoas; método; e resultado.

No que diz respeito a estrutura de governança, conforme vimos no capítulo anterior, a

¹⁴⁵ GIRÃO; BARRETO, 2023, p. 3.

¹⁴⁶ Ibid.

¹⁴⁷ GIMENEZ, 2020.

¹⁴⁸ Código de Ética e Conduta - Americanas S.A, p. 5. Para mais informações conferir: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/59700b1d-c7a7-b6e1-0192-c13440779f1e?origin=1>>. Acesso em 13 abr. 2024.

¹⁴⁹ Ibid.

elaboração de demonstrações financeiras é uma das funções cruciais da diretoria de uma companhia, pois essas demonstrações devem refletir com clareza a situação patrimonial da empresa e as mudanças ocorridas durante o exercício. Esse processo é essencial para garantir a transparência e a confiabilidade das informações divulgadas ao mercado. A fiscalização dessas atividades começa internamente, com órgãos como o conselho de administração e o conselho fiscal. O conselho de administração, conforme o artigo 142 da Lei 6.404/76, tem a responsabilidade de fiscalizar a gestão dos diretores, examinar os livros e documentos da companhia e se manifestar sobre o relatório da administração e as contas da diretoria. O conselho fiscal, por sua vez, fiscaliza os atos dos administradores, analisa periodicamente as demonstrações financeiras e denunciar quaisquer irregularidades encontrada¹⁵⁰.

Desta forma, em se tratando dos órgãos da administração, a Americanas possui um Conselho de Administração composto por sete membros — sendo três independentes e quatro representantes dos acionistas de referência —, o que excede as exigências do Novo Mercado ao incluir mais conselheiros independentes do que o mínimo requerido¹⁵¹. A avaliação dos conselheiros baseia-se nas metas financeiras e operacionais estabelecidas no ano anterior. O Conselho se reúne trimestralmente ou sempre que necessário, por convocação do seu Presidente.

Com data de referência em abril de 2024, são membros independentes: Célio de Melo Almada Neto, Sidney Victor da Costa Breyer e Vanessa Claro Lopes; bem como são membros representantes dos acionistas de referência: Carlos Alberto da Veiga Sicupira, Cláudio Moniz Barreto Garcia, Eduardo Saggiaro Garcia e Paulo Alberto Lemann¹⁵².

Por sua vez, a Diretoria da varejista, enquanto órgão colegiado, tem a responsabilidade de executar as atribuições conferidas pela lei, pelo Estatuto Social e pelo Conselho de Administração, garantindo o funcionamento regular da companhia. Nos termos do seu

¹⁵⁰ Art. 142. Compete ao conselho de administração: (...)

III - fiscalizar a gestão dos diretores, examinar, a qualquer tempo, os livros e papéis da companhia, solicitar informações sobre contratos celebrados ou em via de celebração, e quaisquer outros atos;

IV - convocar a assembléia-geral quando julgar conveniente, ou no caso do artigo 132;

V - manifestar-se sobre o relatório da administração e as contas da diretoria;

VI - manifestar-se previamente sobre atos ou contratos, quando o estatuto assim o exigir.

¹⁵¹As companhias listadas no Novo Mercado devem ter, pelo menos, 30% de conselheiros independentes. A regra atual exige um mínimo de 2 membros independentes no conselho ou 20%, o que for maior. Para conselhos com até 6 membros, a proposta é manter o mínimo de 2 conselheiros para evitar aumento de custos. Para mais informações [confira: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-abre-consulta-publica-para-evolucao-das-regras-do-novo-mercado.htm#:~:text=Tanto%20as%20companhias%20listadas%20como,%25%2C%20o%20que%20for%20maior.>](https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-abre-consulta-publica-para-evolucao-das-regras-do-novo-mercado.htm#:~:text=Tanto%20as%20companhias%20listadas%20como,%25%2C%20o%20que%20for%20maior.>).

Acesso em 12 abr. 2024.

¹⁵²Para mais informações conferir: [<https://ri.americanas.io/governanca-corporativa/conselho-de-administracao-e-diretoria/>](https://ri.americanas.io/governanca-corporativa/conselho-de-administracao-e-diretoria/>). Acesso em 13 abr. 2024.

estatuto, a diretoria eleita para o Conselho tem mandato de 3 (três) anos, permitida a reeleição. Com data de referência em abril de 2024, compõe a diretoria: Leonardo Coelho — CEO (Diretor Presidente) —; Camille Loyo Faria — CFO e DRI (Diretora Financeira e de Relações com Investidores) —¹⁵³.

O Conselho Fiscal, segundo o último Relatório de Sustentabilidade anual da varejista, visa “proteger o patrimônio e os interesses da Americanas S.A., fiscalizando e solicitando aos órgãos de administração informações e esclarecimentos necessários”¹⁵⁴. A eleição de seus membros ocorre anualmente, com direito a reeleição e o seu funcionamento é em caráter não permanente¹⁵⁵.

Além disso, a varejista possui Comitês atuantes “que acompanham a estratégia de negócio e propõe recomendações para a gestão da Companhia”¹⁵⁶. São seis (6) comitês ao todo, nomeados pelo Conselho de Administração, que são formados por conselheiros e por membros externos e independentes convidados, “que se reúnem a cada fechamento de trimestre ou sempre que convocados pelo seu Presidente em uma necessidade extraordinária”¹⁵⁷. Dentre os comitês, o último Relatório Anual divulgado destaca que o Comitê de Auditoria é 100% independente, sendo suas atribuições:

Encarregado pelo monitoramento e qualidade das demonstrações financeiras, pelo acompanhamento das atividades de auditoria e controles internos, bem como pelo gerenciamento de riscos e Compliance, além de recomendar à administração a correção ou o aprimoramento das políticas internas. Também compete ao Comitê a avaliação e monitoramento do Código de Ética e Conduta (grifo nosso)¹⁵⁸.

Ademais, destaca-se que aprovação e validação dos documentos contábeis da Americanas seguem um processo rigoroso estabelecido em seu Estatuto Social, que prevê o funcionamento permanente do comitê de auditoria. Esse comitê tem a responsabilidade de assessorar o Conselho de Administração no monitoramento e controle de qualidade das demonstrações financeiras, além de supervisionar os controles internos, o gerenciamento de riscos e o compliance. Assim, as demonstrações financeiras da Americanas passam por um processo minucioso de revisão e assinatura: (i) primeiramente, são assinadas pelos administradores da companhia, que têm a responsabilidade fiduciária de garantir a precisão e

¹⁵³ Para mais informações conferir: <<https://ri.americanas.io/governanca-corporativa/conselho-de-administracao-e-diretoria/>>. Acesso em 13 abr. 2024.

¹⁵⁴ Relatório Anual Americanas S.A. 2021, p.28. Para mais informações confira: <<https://ri.americanas.io/a-companhia/sustentabilidade/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

¹⁵⁵ Ibid, p. 29.

¹⁵⁶ Ibid, p. 29.

¹⁵⁷ Ibid, p. 29.

¹⁵⁸ Relatório Anual Americanas S.A. 2021, p. 29. Para mais informações confira: <<https://ri.americanas.io/a-companhia/sustentabilidade/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

a transparência das informações apresentadas. Além dos administradores, as demonstrações são também assinadas por (ii) contabilistas legalmente habilitados, conforme exigido pelo § 4º do artigo 177 da Lei 6.404/76, mas também são acompanhadas por: (iii) relatório do auditor independente — que oferece uma visão externa e imparcial sobre a precisão das demonstrações financeiras —; (iv) Parecer do Conselho Fiscal; (v) Parecer do Comitê de Auditoria; (vi) Declarações dos diretores sobre as demonstrações contábeis; e (vi) por parecer dos auditores independentes.

Portanto, é um processo estruturado e multi-nível de revisão e validação das demonstrações financeiras da varejista, que representa (ao menos em tese) o compromisso da empresa com a Governança Corporativa robusta e a Transparência.

No que diz respeito aos principais acionistas, têm-se o (famoso) trio de acionistas de referência: Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira, que, em dezembro de 2023, detinham juntos 30,1%. No entanto, nos termos do plano de recuperação judicial, após a capitalização de R\$ 12 bilhões que o trio de acionistas de referência se comprometeu a aportar, podem chegar a uma participação de 49,3% na rede de varejo¹⁵⁹. Destaca-se que o capital social é composto exclusivamente por ações ordinárias¹⁶⁰. A figura abaixo demonstra a estrutura acionária:

Figura 3: Estrutura acionária Americanas S.A.

Acionistas	Número de Ações	(%) Total
Acionistas de Referência	271.834.960	30,12%
Outros	630.694.543	69,88%
Total	902.529.503	100,00%

Fonte: sítio eletrônico de relações com investidores¹⁶¹.

No que diz respeito aos documentos que compõem o sistema de Governança Corporativa da Americanas, incluem: um (1) Estatuto; um (1) Código de Conduta; dezoito (18) Políticas e oito (8) Regimentos Interno. Confira a tabela abaixo:

¹⁵⁹ JACOMINO, Giovanni Porfirio. **Americanas (AMER3):** um ano após escândalo contábil, o que esperar para 2024? Suno, 11 jan. 2024. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/noticias/americanas-amer3-escandalo-contabil-2024-gpj/>>. Acesso em 11 abr. 2024.

¹⁶⁰ Inclusive, emitir somente ações ordinárias é um dos requisitos das regras do Novo Mercado para a B3.

¹⁶¹ Para mais informações conferir: <<https://ri.americanas.io/governanca-corporativa/composicao-acionaria/>>. Acesso em 13 abr. 2024.

Tabela 3: Documentos que compõem o sistema de Governança Corporativa da Americanas

Tipo	Documento
Estatuto (1)	Estatuto Social
Código (1)	Código de Conduta
Política (18)	Política sobre Contribuições e Doações
	Política de Gerenciamento de Riscos
	Política de Comunicação e Marketing
	Política de Diversidade, Inclusão e Direitos Humanos
	Política de Compliance
	Política de Saúde, Segurança e Meio Ambiente
	Política de Negociação de Valores Mobiliários
	Política de Combate à Corrupção
	Política de Prevenção à Lavagem de Dinheiro e ao Financiamento do Terrorismo
	Política de Sustentabilidade
	Política de Segurança da Informação
	Política de Transações entre Partes Relacionadas
	Política de Remuneração
	Política de Destinação de Resultados
	Política de Privacidade
	Política para Contratação de Serviços Extra-Auditoria de seus Auditores Independentes
Política de Fornecedores	
Política de Indicação de Administradores	
Regimento Interno (8)	Regimento interno de Comitês - Regimento Interno do Comitê Financeiro
	Regimento interno do Conselho de Administração
	Regimento interno de Comitês - Regimento Interno Comitê de Nomeação
	Regimento interno de Comitês - Regimento Interno do Comitê de Gente e Sustentabilidade
	Regimento interno do Conselho Fiscal
	Regimento Interno da Diretoria
	Regimento Interno do Comitê de Auditoria Estatutário
	Regimento interno dos comitês do Conselho de Administração

Fonte: adaptado pelo autor do sítio eletrônico de Relações com o Investidor da Americanas S.A.¹⁶².

A empresa também possui um canal de denúncias, que segundo consta em seu código de ética, está “aberto a associados, parceiros e clientes, apura possíveis condutas antiéticas e garante um ambiente de trabalho seguro para todos”¹⁶³.

Feita a análise do sistema de Governança Corporativa da Americanas, conforme se

¹⁶² Portal de Relações com o Investidor - Estatuto, Códigos, Políticas e Regimentos. Para mais informações confira: <<https://ri.americanas.io/governanca-corporativa/estatuto-codigos-e-politicas/>>. Acesso em 11 abr. 2024.

¹⁶³ Código de Ética e Conduta - Americanas S.A, p. 32. Para mais informações conferir: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/59700b1d-c7a7-b6e1-0192-c13440779f1e?origin=1>>. Acesso em 13 abr. 2024.

verifica, a varejista possui um sistema de governança muito bem estruturado, que conta com Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Diretoria Executiva, Comitês, dezoito Políticas, oito Regimentos Internos, e inúmeros outros instrumentos que, ao menos em tese, cumprem a ideia tradicional de um sistema de Governança Corporativa formado por princípios, regras, estruturas e processos pelo qual a organização será dirigida e monitorada¹⁶⁴.

Ainda que se analise pelo prisma da ideia de Governança da Sustentabilidade, ao menos em tese, a companhia demonstrou a adoção de práticas empresariais alinhadas com a (i) adoção de relatórios de sustentabilidade e (ii) aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável da ONU. No último relatório anual de Sustentabilidade, publicado em 2017, a companhia comenta que as mudanças em prol da sustentabilidade se iniciaram com a criação do comitê de sustentabilidade em 2010, além de citar algumas iniciativas como: (i) Projeto Americanas Social Costurando Sonhos Brasil; (ii) Fundação Amazônia Sustentável; (iii) Frota Ecoeficiente; (iv) Americanas na Favela¹⁶⁵.

O relatório reporta, entre outros pontos, que a companhia segue os melhores padrões de Governança Corporativa, que está alinhada com aos ODS, que conta auditoria independente, que cumpre indicadores de sustentabilidade, além de destacar o papel do Código de Ética como guia dos valores e princípios da companhia:

Seguindo os melhores padrões de governança corporativa, divulgamos o Relatório Anual da Americanas S.A., no modelo de relato integrado. Pelo 9º consecutivo, o documento apresenta informações de acordo com os indicadores da Global Reporting Initiative (GRI). Pelo 5º ano, está alinhado aos Objetivos de Desenvolvimento Sustentável (ODS) e com auditoria independente. E, pelo 2º ano, está de acordo com os indicadores da Sustainability Accounting Standards Board (SASB) e da Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD). O Código de Ética e Conduta da Americanas S.A. é o guia para que nossos valores, princípios e comportamentos estejam alinhados entre todos os nossos stakeholders. Adicionalmente, dispomos de políticas corporativas aprovadas pelo CA. Buscando promover uma cadeia responsável de fornecedores, reforçamos o cumprimento da Política de Fornecedores e do Código de Ética e Conduta da companhia, disposta em contrato, e realizamos due diligence nos processos de seleção. Para os fornecedores que são classificados como críticos, também exigimos a conformidade com o Programa ABVTEX e/ou a auditoria de terceira parte via DNV GL, cujos protocolos verificam o cumprimento da legislação vigente, a conformidade de condições de trabalho e Direitos Humanos e as boas práticas socioambientais (grifos nosso)¹⁶⁶.

3.3. Retrospectiva do caso de fraude: “nem tudo que reluz é ouro”

No dia 2 de janeiro de 2023, Sérgio Rial, ex-presidente do Santander Brasil, havia

¹⁶⁴ IBGC. **Governança Corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2023. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governancacorporativa>>. 2023. Acesso em: 17 out. 2023.

¹⁶⁵ Relatório Anual Americanas S.A. 2021. Para mais informações confira: <<https://ri.americanas.io/a-companhia/sustentabilidade/>>. Acesso em: 14 abril. 2024.

¹⁶⁶ Relatório Anual Americanas S.A. 2021. Para mais informações confira: <<https://ri.americanas.io/a-companhia/sustentabilidade/>>. Acesso em: 14 abril. 2024.

assumido o cargo de presidente da Americanas, sucedendo Miguel Gutierrez, que ocupou a posição por 20 anos. Logo após nove dias em seu novo papel, Rial se deparou com uma crise significativa que abalou o mercado acionário brasileiro: no dia 11 de janeiro de 2023, foi publicado o Fato Relevante pela companhia por meio do qual foi noticiado ao mercado que foram detectadas inconsistências nos lançamentos contábeis da conta fornecedores realizados em exercícios anteriores, sendo que, em uma análise preliminar, os valores das inconsistências já totalizavam um montante de R\$ 20 bilhões na conta de fornecedores. O relatório não detalhou as especificidades, mas mencionou que a área contábil identificou operações de financiamento de compras nesse valor bilionário, que não estavam adequadamente registradas nas demonstrações financeiras da companhia, indicando um endividamento com instituições financeiras¹⁶⁷.

Diante dessa descoberta alarmante, Rial e André Covre (Diretor Financeiro - CFO), enfrentaram uma decisão crítica: não poderiam deixar de comunicar ao mercado o que haviam encontrado, sob risco de serem considerados cúmplices, inclusive legalmente. Permanecer nos cargos não era uma opção, visto que a situação real da empresa era muito diferente do que esperavam ao assumirem suas posições. Portanto, em um acordo mútuo com os acionistas majoritários, incluindo o trio Telles, Sicupira e Lemann, Rial e Covre optaram por renunciar a seus postos¹⁶⁸.

Para contextualizar a gravidade do problema, o valor do rombo bilionário ultrapassa o patrimônio líquido da empresa, que era inferior a R\$ 15 bilhões no final de setembro de 2022. Não à toa que esse episódio foi classificado como uma "fraude multibilionária" pela Associação Brasileira de Investidores¹⁶⁹.

No dia seguinte à revelação dos problemas, Rial organizou uma conferência para detalhar que a questão central envolvia operações conhecidas como "risco sacado". Neste tipo de operação, a empresa solicita que seu banco efetue o pagamento a um fornecedor. O banco realiza o pagamento, transformando-se em credor da companhia, que assume a dívida com

¹⁶⁷ **AMERICANAS:** veja a cronologia do caso, das 'inconsistências contábeis' à recuperação judicial. G1, 19 jan. 2023. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/19/americanas-veja-a-cronologia-do-caso-das-inconsistencias-contabeis-a-recuperacao-judicial.ghtml>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

¹⁶⁸ VALENTI, Graziella. **Americanas:** futuro da empresa e de executivos históricos na berlinda após buraco de R\$ 20 bi. Exame, 12 jan. 2023. Disponível em: <<https://exame.com/insight/americanas-futuro-da-empresa-e-de-executivos-historicos-na-berlinda-apos-buraco-de-r-20-bi/p>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

¹⁶⁹ NEIRA, Ana Carolina; GOZZI, Ricardo. **Além das Americanas (AMER3): empresas de Lemann e sócios da 3G têm histórico de problemas contábeis.** Seu Dinheiro, 18 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2023/empresas/alem-das-americanas-amer3-empresas-de-lemann-socios-3g-historico-problemas-rsgp-acnn/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

acréscimo de juros. Segundo informações, a Americanas engajou-se nesse tipo de operação repetidamente, porém não registrou adequadamente tais transações em seus balanços financeiros. Assim, isso resultou em uma subestimação significativa do seu endividamento real¹⁷⁰.

Este problema centraliza-se no prolongamento dos prazos de pagamento a fornecedores. Segundo afirma André Pimentel¹⁷¹, a Americanas tem sido notoriamente excessivamente agressiva nas negociações com fornecedores, ultrapassando os padrões usuais do mercado. Fato é que há inúmeros relatos de comerciantes que fornecem para a varejista sobre a frequência de atrasos nos pagamentos, e para dimensionar a gravidade desse problema destaca-se: seus fornecedores representam 90% dos 16.000 credores totais da empresa¹⁷².

Inevitavelmente, iniciou-se uma corrida judicial pelo pagamento das dívidas, a exemplo do BTG Pactual¹⁷³ que desafiou judicialmente a liminar que dava à varejista uma proteção de 30 dias contra o vencimento antecipado das dívidas¹⁷⁴. Paralelamente, surgiram outras disputas judiciais com credores exigindo pagamentos, uma situação agravada pela revelação da empresa de que dispunha de apenas R\$ 800 milhões em caixa, um valor bem inferior aos R\$ 8,6 bilhões reportados no terceiro trimestre de 2022¹⁷⁵. Por esse motivo, a empresa decidiu requerer recuperação judicial, marcando o quarto maior pedido do tipo na história do Brasil, atrás apenas de Odebrecht, Oi e Samarco¹⁷⁶. O pedido de Recuperação Judicial foi deferido em 19 de janeiro de 2023¹⁷⁷.

O total dos créditos listados nos documentos protocolados com o pedido de recuperação judicial somavam, na data do ajuizamento, aproximadamente R\$ 43 bilhões¹⁷⁸. No mesmo dia, a agência Moody's rebaixou a classificação de crédito da Americanas de

¹⁷⁰ GIRÃO; BARRETO, 2023.

¹⁷¹ Sócio da Performa Partners, uma firma de consultoria que participou da reestruturação da Americanas no final dos anos 1990, período em que estava vinculado à Galeazzi & Associados e, anteriormente, à PwC, a firma de auditoria atual da Americanas.

¹⁷² CARVALHO, Renato. **Relação com Americanas sempre foi difícil, dizem fornecedores**. Folha de S. Paulo, 22 jan. 2023. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2023/01/relacao-com-americanas-sempre-foi-dificil-dizem-fornecedor-es.shtml>>. Acesso em: 15 abr. 2024.

¹⁷³ O BTG Pactual é um dos principais credores da Americanas, detentor de créditos no valor de R\$ 1,2 bilhões.

¹⁷⁴ G1, 2023.

¹⁷⁵ G1, 2023.

¹⁷⁶ Ibid.

¹⁷⁷ Fato Relevante - Deferimento do pedido de recuperação judicial. Americanas S.A., 10 de janeiro de 2023. Para mais informações conferir: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/d1784295-8297-1fd2-5d2f-d79aad5312de?origin=1>>. Acesso em: 30 mai. 2023.

¹⁷⁸ Fato Relevante - Deferimento do pedido de recuperação judicial. Americanas S.A., 10 de janeiro de 2023. Para mais informações conferir: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/d1784295-8297-1fd2-5d2f-d79aad5312de?origin=1>>. Acesso em: 30 mai. 2023.

‘Ba2’ para ‘Caa3’, colocando-a também em observação com perspectiva negativa, refletindo um risco de crédito consideravelmente alto¹⁷⁹.

Figura 4: Tabela de dívidas acumuladas da Americanas

Companhias de Bens de Consumo	R\$
Samsung	1,2 bilhão
Nestlé	259,3 milhões
Apple	98,6 milhões
Mondelez	97,8 milhões
Sony	55,8 milhões
P&G	53,3 milhões
LG	52,8 milhões
Unilever	41,9 milhões
Fini	26,9 milhões
Ambev	4,1 milhões
Bancos	R\$
Deutsche Bank	5,2 bilhões
Bradesco	4,5 bilhões
Santander	3,6 bilhões
BTG Pactual	3,4 bilhões
Banco Votorantim	3,2 bilhões
Itaú Unibanco	2,7 bilhões
Safra	2,5 bilhões
Banco do Brasil	1,3 bilhão
Caixa Econômica Federal	501 milhões
BNDES	276 milhões

Fonte: GIRÃO; BARRETO, 2023, p.7.

Por sua vez, a B3 em colaboração com a CVM iniciaram investigação de possível uso de informações privilegiadas, também conhecido como *insider trading*¹⁸⁰. As investigações foram motivadas, inclusive, pelo surgimento de notícias de que diretores e acionistas da Americanas haviam vendido ações antes de os problemas serem revelados ao público. Ademais, sabe-se que entre agosto e outubro de 2022, período em que as ações da Americanas valorizaram-se significativamente com a nomeação de Rial como CEO, os diretores venderam ações totalizando aproximadamente R\$ 241,5 milhões, com os preços variando entre R\$ 18,00 e R\$ 21,00¹⁸¹.

Para os investidores, o impacto foi duplamente prejudicial. Primeiramente, houve uma perda financeira direta, com a perda do valor de mercado da empresa, reduzindo significativamente o valor das ações e outros instrumentos de investimento ligados à companhia. Segundo, o evento minou a confiança no mercado de capitais brasileiro como um todo, afetando a percepção de risco e, por extensão, o apetite ao investimento em outras

¹⁷⁹ G1, 2023.

¹⁸⁰ G1, 2023.

¹⁸¹ MANZONI, Ralphe. **Quem é Miguel Gutierrez, o “sujeito oculto” que está no centro do escândalo da Americanas**. Neofeed, 20 jan. 2023. Disponível: <<https://neofeed.com.br/blog/home/quem-e-miguel-gutierrez-o-sujeito-oculto-que-esta-no-centro-do-escandalo-da-americanas/#:~:text=Desde%20que%20chegou%20a%20Americanas,trabalhou%20com%20ele%20naquela%20%C3%A9poca.>>>. Acesso em: 05 abr. 2024.

empresas do setor¹⁸².

Além disso, o escândalo, que se tornou o maior já registrado em uma empresa privada no Brasil, surpreendeu os investidores, especialmente porque a auditoria independente realizada pela PwC não havia identificado irregularidades nos balanços financeiros, os quais foram aprovados sem ressalvas ou observações críticas¹⁸³.

No mercado financeiro, após o anúncio do rombo bilionário, as ações da Americanas (AMER3) caíram 77% e a companhia perdeu R\$ 8,4 bilhões em valor de mercado, isto é, a ação da empresa fechou o pregão cotada a R\$ 2,72 em 12 de janeiro de 2023, enquanto que no dia anterior os papéis valiam R\$ 12,00¹⁸⁴. A empresa enfrentou uma das maiores quedas de valor de mercado da história das companhias brasileiras: que despencou de R\$ 10 bilhões para apenas R\$ 783 milhões em um ano, uma redução de 92,7%¹⁸⁵.

Ademais, a revelação do rombo bilionário causou grande controvérsia no mercado financeiro, levando credores a questionar as práticas de mercado de figuras anteriormente vistas como pilares do capitalismo brasileiro (especialmente o trio Sonho Grande). Inclusive, a conduta dos empresários após o escândalo provocou indignação entre os credores, e surgiu entre os bancos credores a impressão de que Lemann, Telles e Sicupira estavam tentando distribuir as perdas entre os outros¹⁸⁶. Em resposta às acusações, no dia 22 de janeiro de 2023, o trio declarou em um comunicado conjunto que nem instituições financeiras nem as auditorias independentes ‘denunciaram qualquer irregularidade’, além de alegarem o total desconhecimento das práticas fraudulentas:

[...] jamais tivemos conhecimento e nunca admitiríamos quaisquer manobras ou dissimulações contábeis na companhia. Nossa atuação sempre foi pautada, ao longo de décadas, por rigor ético e legal. Isso foi determinante para a posição que alcançamos em toda uma vida dedicada ao empreendedorismo, gerando empregos, construindo negócios e contribuindo para o desenvolvimento do país¹⁸⁷.

¹⁸² SANTOS, João Paulo dos. **1 ano do caso Americanas: quais foram as consequências para os investidores?** Crise da Americanas completou um ano e teve impactos para o setor de varejo, mercado de crédito e para investidores. B3 - Bora Investir, 11 jan. 2024. Disponível em: <<https://borainvestir.b3.com.br/noticias/empresas/1-ano-do-caso-americanas-quais-foram-as-consequencias-e-aprendizados-para-os-investidores/>>. Acesso em 30 abr. 2024.

¹⁸³ VALENTI, 2023.

¹⁸⁴ QUESADA; GUILHERME, 2023.

¹⁸⁵ SANTOS, Poliana. **Um ano do caso Americanas: do declínio bilionário à recuperação judicial.** Forbes, 11 jan. 2024. Disponível em: <<https://forbes.com.br/forbes-money/2024/01/um-ano-do-caso-americanas-do-declinio-bilionario-a-recuperacao-judicial/>>. Acesso em 15 jan. 2025.

¹⁸⁶ NEIRA; GOZZI, 2023.

¹⁸⁷ CATTO, A. **Lemann, Telles e Sicupira falam pela 1ª vez após rombo da Americanas:** ‘Jamais tivemos conhecimento’. G1, 22 jan. 2023). Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/22/lemann-telles-e-sicupira-falam-pela-1a-vez-apos-rombo-contabil-da-americanas-jamais-tivemos-conhecimento.ghtml>>. Acesso em: 15 mai. 2024.

Questão interessante de comentar: após o anúncio do rombo bilionário, a internet ‘não perdoou’: foi amplamente compartilhado nas redes sociais um excerto do livro de Bob Fifer, *Dobre seus Lucros*, conhecido também como o manual de cabeceira do acionista de referência Marcel Telles¹⁸⁸, que incentiva o atraso no pagamento como forma de favorecer o balanço da empresa. Veja abaixo o que diz a “Etapa 37”, “Contas a Pagar”:

Um método fácil de favorecer o balanço da empresa este ano (embora só funcione uma vez) é atrasar seus pagamentos. A maioria dos fornecedores prefere esperar para receber a perdê-lo como cliente. Passe a pagar suas contas em quarenta e cinco dias, depois sessenta dias, depois em três ou seis meses, no caso dos fornecedores mais tolerantes. Nunca pague uma conta até que o fornecedor pergunte por ela pelo menos duas vezes. Certos fornecedores chegam a levar até dois anos para reclamar o pagamento de uma conta¹⁸⁹ (grifo nosso).

Para a companhia os resultados foram catastróficos: a Americanas teve que lidar com uma série de desafios operacionais e financeiros, isso inclui a redução de seu número de lojas físicas em 6,5%, de 1.882 unidades para 1.759, e também o número de clientes ativos diminuiu em mais de 7,5 milhões, além de enfrentar uma redução de 23% em seu quadro de funcionários, de 44 mil para 33,8 mil colaboradores¹⁹⁰.

No entanto, em dezembro de 2023, a Americanas conseguiu um avanço significativo ao ter seu plano de recuperação judicial aprovado pelos credores, envolvendo uma incorporação de capital de R\$ 12 bilhões e a conversão de parte da dívida em ações. Essa quantia provém dos três principais acionistas que possuem 30% das ações: Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira. O plano também considera a venda de ativos importantes, como a rede de hortifrúti Natural da Terra e participações em outras operações comerciais¹⁹¹.

O plano ainda requer homologação judicial e marca uma fase crítica no esforço da empresa para recuperar sua estabilidade financeira e reconquistar a confiança do mercado. Em nota ao mercado, o CEO Leonardo Coelho escreveu: “Com um plano de recuperação judicial factível e apoiado pelos principais credores e acionistas de referência, temos o caminho bem pavimentado para a reconstrução operacional e financeira da Americanas”¹⁹².

3.4. Índices de desempenho e o segmento Novo Mercado da B3: “mito ou verdade?”

Considerando o amplo escopo do sistema de Governança Corporativa demonstrado

¹⁸⁸ GIRÃO; BARRETO, 2023.

¹⁸⁹ FIFER, Bob. **Dobre seus lucros**: o livro de cabeceira de Marcel Telles, fundador da Ambev. Rio de Janeiro: Harper Collins, 2017.

¹⁹⁰ SANTOS, P., 2024.

¹⁹¹ Ibid.

¹⁹² Ibid.

anteriormente (ao menos no aspecto formal), talvez não surpreenda que a presença da Americanas no Índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE B3) da Bolsa de Valores do Brasil refletia seu aparente compromisso com as práticas ESG (Ambiental, Social e Governança).

O ISE B3 trata-se nada mais, nada menos, do quarto maior índice de sustentabilidade no Mundo, criado pela B3 em 2005 com financiamento do braço financeiro do Banco Mundial, o International Finance Corporation (IFC). Ele mede o desempenho das empresas em termos de sustentabilidade, servindo como referência para investidores e incentivando as empresas a adotar melhores práticas¹⁹³. Em 2023, a Americanas figurava na 12ª posição do índice, atendendo (ao menos em tese) a todos os critérios de inclusão, conforme a metodologia do ISE B3¹⁹⁴.

A Americanas, inclusive, se ‘gabava’ da sua presença em diferentes índices de sustentabilidade. Há matéria, ainda veiculada no blog da companhia, com o seguinte título: “Americanas S.A. é reconhecida entre referências internacionais de sustentabilidade”¹⁹⁵. Na página do blog, destacam que: “pela segunda vez consecutiva, a Americanas S.A. esteve presente no índice Dow Jones Sustainability Index World, que reúne as empresas que mais contribuem para o mundo”¹⁹⁶. O Dow Jones Sustainability Index World é um indicador global de desempenho financeiro que, desde 1999, reconhece as empresas líderes em sustentabilidade corporativa e que têm um impacto positivo na sociedade¹⁹⁷.

A Americanas também esteve listada em outros índices relevantes de Governança Corporativa, como IGCX (Índice de Ações com Governança Corporativa Diferenciada), IGCT (Índice de Governança Corporativa Trade) e IGMN (Índice de Governança Corporativa – Novo Mercado, que é o indicador do desempenho de empresas que apresentem bons níveis de governança corporativa listadas no Novo Mercado da B3)¹⁹⁸.

¹⁹³ Índice de Sustentabilidade Empresarial - ISE B3. Para mais informações confira: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-sustentabilidade/indice-de-sustentabilidade-de-empresarial-ise-b3.htm>. Acesso em: 15 abr. 2024.

¹⁹⁴ ISE B3. Para mais informações confira: <<https://iseb3.com.br/o-que-e-o-ise#:~:text=Iniciativa%20pioneira%20na%20Am%C3%A9rica%20Latina,br%C3%A7o%20financeiro%20do%20Banco%20Mundial.>>. Acesso em: 02 fev. 2024.

¹⁹⁵ Blog Americanas S.A - Americanas S.A. é reconhecida entre referências internacionais de sustentabilidade. Para mais informações confira: <<https://www.americanasentrega.com.br/blog/americanas-e-dow-jones-sustainability-index-world/#:~:text=Americanas%20S.A.%20%C3%A9%20reconhecida%20entre%20refer%C3%Aancias%20internacionais%20de%20sustentabilidade,-compartilhar&text=Pela%20segunda%20vez%20consecutiva%2C%20a,mais%20contribuem%20para%20o%20mundo.>>. Acesso em: 15 abr. 2024.

¹⁹⁶ Ibid.

¹⁹⁷ Dow Jones Sustainability World Index. Para mais informações confira: <<https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/dow-jones-sustainability-world-index/>> Acesso em: 14 abr. 2024.

¹⁹⁸ Para mais informações confira: <https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-de-governanca/indice-de-governanca-corporativa-novo-mercado-igc-nm.htm>. Acesso em: 14 abr. 2024.

Além disso, até novembro de 2023, a Americanas estava listada no Novo Mercado da B3. O Novo Mercado, lançado em 2000, representa o mais elevado padrão de Governança Corporativa na Bolsa de Valores do Brasil (B3). Este segmento especial foi criado para empresas que voluntariamente adotam práticas adicionais de governança além do exigido pela legislação brasileira. As empresas listadas no Novo Mercado emitem apenas ações ordinárias com direito a voto, garantindo maior transparência e proteção aos acionistas.

A própria varejista no sítio eletrônico de Relacionamento com Investidores destaca que faz jus a inclusão no segmento de listagem do Novo Mercado, sob o argumento de que se compromete voluntariamente a cumprir práticas de boa Governança Corporativa e maiores exigências de divulgação de informações em relação àquelas já impostas pela legislação brasileira, apresentando, inclusive, uma lista de exigências que, em tese, cumpre:

Tabela 4: Exigências do Novo Mercado da B3 que a Americanas (em tese) cumpre

Exigências
Emitir somente ações ordinárias;
Conceder a todos os acionistas o direito de venda conjunta (“tag along”), em caso de alienação do controle acionário da Companhia, devendo o adquirente do controle realizar oferta pública de aquisição das ações aos demais acionistas, oferecendo para cada ação o mesmo preço pago por ação do bloco controlador;
Assegurar que as ações da americanas s.a., representativas de, no mínimo, 25% do capital total, estejam em circulação;
Adotar procedimentos de oferta que favoreçam a dispersão acionária;
Cumprir padrões mínimos de divulgação trimestral de informações;
Seguir políticas mais rígidas de divulgação com relação às negociações realizadas pelos acionistas controladores da Companhia, conselheiros e diretores envolvendo valores mobiliários de sua emissão;
Submeter quaisquer acordos de acionistas e programas de opção de compra de ações existentes à Bovespa;
Disponibilizar aos acionistas um calendário de eventos societários;
Limitar a um ano o mandato de todos os membros do Conselho de Administração;
Elaborar, a partir do segundo exercício social encerrado após a admissão no Novo Mercado, demonstrações financeiras anuais, inclusive demonstrações de fluxo de caixa, em idioma inglês, de acordo com normas contábeis internacionais, tais como o U.S. GAAP ou o IFRS;
Adotar exclusivamente as normas do regulamento de arbitragem da Bovespa, pelas quais a Bovespa, a companhia, o acionista controlador, os administradores, e os membros do Conselho Fiscal da Companhia, se instalado, comprometem-se a resolver toda e qualquer disputa ou controvérsia relacionada ao regulamento de listagem por meio de arbitragem;
Realizar, pelo menos uma vez ao ano, reunião pública com analistas e quaisquer outros interessados, para divulgar informações quanto à sua respectiva situação econômico-financeira, projetos e perspectivas; e
Em caso de saída do Novo Mercado, para que as ações sejam negociadas fora do Novo Mercado, o acionista controlador deve fazer oferta pública de aquisição das ações em circulação, pelo valor econômico apurado mediante laudo de avaliação elaborado por empresa especializada e independente.

Fonte: adaptado do sítio eletrônico de Relações com o Investidor da Americanas S.A.¹⁹⁹.

¹⁹⁹ Portal de Relações com o Investidor - Visão Geral. Para mais informações confira: <<https://ri.americanas.io/governanca-corporativa/estatuto-codigos-e-politicas/>>. Acesso em 11 abr. 2024.

A adesão ao Novo Mercado implica na adoção de regras que ampliam os direitos dos acionistas, incluindo a divulgação de políticas claras e a existência de estruturas robustas de fiscalização e controle. Desde a sua criação, o regulamento do Novo Mercado passou por diversas revisões, com atualizações significativas em 2006, 2011, 2018, 2023 e, recentemente em 2024, por meio de consulta pública, a B3 apresentou uma proposta de evolução das regras do Novo Mercado com foco claro na pauta de Governança Corporativa: proteção dos investidores, transparência e desenvolvimento sustentável representam os objetivos centrais da proposta²⁰⁰.

Dentre os cinco principais pontos das propostas, merecem destaque: (i) a revisão cautelar do selo do Novo Mercado em situações de alto risco, (ii) o aprimoramento das regras de composição do conselho de administração, (iii) a validação das demonstrações financeiras pelo diretor presidente e diretor financeiro, chancelada por auditores independentes e (iv) a possibilidade de inabilitação de administradores e ajuste dos valores das multas aplicadas²⁰¹.

Coincidência, ou não, a atitude da B3 em propor tais alterações, especialmente a revisão cautelar do selo do Novo Mercado para empresas em situações de alto risco, acontece após a revelação do caso Americanas de maior fraude contábil da história do mercado brasileiro.

A Americanas permaneceu no Novo Mercado por mais de dez meses mesmo após a revelação da fraude. Foi somente em 8 de novembro de 2023, em comunicado inédito, que a B3 anunciou a suspensão da Americanas por tempo indeterminado, devido ao descumprimento de normas de Governança Corporativa. Além da suspensão, a B3 aplicou multas a 22 integrantes da diretoria, do conselho de administração e do comitê de auditoria da empresa²⁰².

A decisão é inédita pois é a primeira vez que a B3 aplica a sanção de suspensão do Novo Mercado a uma companhia. Na decisão de suspensão, a B3 destaca que identificou falhas significativas nos processos de auditoria interna, controle interno e gerenciamento de riscos da companhia, não cumpriram, portanto, com requisitos específicos da regulamentação do Novo Mercado:

²⁰⁰ B3. **B3 abre consulta pública para evolução das regras do Novo Mercado.** B3, 03 mai. 2024. Disponível em <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-abre-consulta-publica-para-evolucao-das-regras-do-novo-mercado.htm>. Acesso em: 04 mai. 2024.

²⁰¹ Ibid.

²⁰² B3. **Processo Americanas. B3 suspende Americanas do Novo Mercado por descumprimento de normas.** B3, 08 nov. 2023. Disponível em: <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-suspende-americanas-do-novo-mercado-por-descumprimento-de-normas.htm>. Acesso em: 04 abr 2024.

Existência e acompanhamento de área de auditoria interna que atuasse de forma efetiva; Existência e acompanhamento de controles internos efetivos; Efetiva observância da política de gerenciamento de riscos; Avaliação efetiva e diligente das informações trimestrais e demonstrações intermediárias e financeiras da companhia²⁰³.

Assim, os principais pontos que levaram à suspensão incluem a falta de um acompanhamento efetivo de uma área de auditoria interna, a inexistência de controles internos robustos, a não observância da política de gerenciamento de riscos e a inadequada avaliação das informações financeiras trimestrais e intermediárias. Além disso, a B3 decidiu multar cinco envolvidos no valor de R\$ 395 mil cada e outros 17 administradores em R\$ 263,3 mil cada²⁰⁴.

Esta decisão segue a exclusão anterior da Americanas dos índices Ibovespa — que é o principal índice da bolsa brasileira — e ISE B3, realizada após o pedido de recuperação judicial da companhia em janeiro de 2023. Além do Ibovespa, as ações da Americanas também foram excluídas de outros índices como: IGCX, ICO2, ICON, IBXX, IGCT, IGMN, IBRA, IVBX, ISEE, ITAG, SMLL, IBXL e GPTW. A suspensão do Novo Mercado implica que, embora as ações da Americanas continuem sendo negociadas na B3, a empresa não pode utilizar o selo ou qualquer elemento identificativo do Novo Mercado²⁰⁵.

Dado o exposto, o caso da Americanas levanta questionamentos sobre a eficácia dos critérios de inclusão desses Índices e a realidade das práticas de governança e sustentabilidade das companhias que neles estão inseridas. A contradição entre a alta posição da Americanas no ranking de sustentabilidade e a subsequente crise corporativa destaca a necessidade de uma análise mais profunda das práticas empresariais que vão além das aparências e dos relatórios. A crise recente sugere que os critérios de governança e transparência precisam ser rigorosamente revisados e reforçados, tanto pelas empresas quanto pelos órgãos reguladores, para garantir a integridade e a sustentabilidade genuína das operações corporativas.

3.5. Ações da CVM no caso Americanas: “antes tarde do que nunca!”

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), inspirada na Securities and Exchange Commission (SEC) dos Estados Unidos — inclusive pelo fato de seu nome ser a tradução *ipsis litteris* para o português da autarquia norte americana —, foi estabelecida como uma autarquia federal sob regime especial, dotada de personalidade jurídica e patrimônio próprios, e vinculada ao Ministério da Economia, conforme delineado pela lei nº 6.385 de 1976. Na lógica dos mecanismos do sistema externo de Governança Corporativa, conforme defende

²⁰³ Ibid.

²⁰⁴ Ibid.

²⁰⁵ Ibid.

Sousa, Neto e Luporini, a CVM é parte da engrenagem na condição de órgão controlador externo, e tem papel fundamental no monitoramento eficaz no controle da governança²⁰⁶.

Antes sob a competência do Banco Central do Brasil (BACEN), a responsabilidade pela regulação do mercado de valores mobiliários foi designada à CVM²⁰⁷. Este marco legal configurou a CVM não apenas como uma entidade de supervisão, mas como uma agência reguladora com vastas competências e atribuições específicas para normatizar, fiscalizar e sancionar o mercado de capitais brasileiro. Essa mudança refletiu uma decisão estratégica da ordem jurídica para segmentar a regulação do sistema financeiro nacional, atribuindo ao BACEN a regulação dos sistemas financeiro, bancário, monetário e creditício, enquanto a CVM assumiu o mercado de valores mobiliários.

Como autarquia federal, opera com independência administrativa e não está sujeita à subordinação hierárquica. Essa autonomia é reforçada pela estabilidade de seus dirigentes e por sua autonomia financeira e orçamentária. Além disso, a entidade se destaca por sua independência frente ao Poder Executivo, caracterizada pela gestão colegiada composta por um Presidente e quatro Diretores, nomeado pelo Presidente da República e submetido à aprovação do Senado Federal. Os mandatos são de cinco anos sem recondução, buscando protegê-los contra demissões arbitrárias e influências externas, sejam elas políticas ou econômicas.

No que diz respeito à agenda ESG, a autarquia federal tem buscado integrar o mercado de valores mobiliários às melhores práticas globais e atender às demandas dos investidores por uma gestão mais responsável. Desde a Instrução CVM nº 480 de 2009 a Resolução CVM nº 59 de 2021, reforçaram a agenda ESG, na busca de uma governança mais robusta e sustentável:

²⁰⁶ SOUSA; NETO, LUPORINI, 2021.

²⁰⁷ A criação da CVM foi motivada por necessidades práticas e experiências no mercado de capitais brasileiro. Na década de 1970, o crescimento econômico impressionante levou a uma euforia no mercado de ações, com investidores buscando lucros rápidos. Empresas captaram recursos e o volume de negócios nas bolsas aumentou. No entanto, a especulação resultou em uma queda acentuada das bolsas em 1971, levando à implementação de medidas de autorregulação, como auditorias independentes e sistemas de registro de ordens, para garantir a execução justa das transações e refletir a realidade do mercado.

Figura 5: Histórico da regulação brasileira a respeito da agenda ESG



Fonte: ASA, 2022, p.26

A atuação da CVM no caso Americanas é uma boa oportunidade de analisar a responsabilidade e as atribuições da autarquia que tem a missão de desenvolver, regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, além de proteger os interesses dos investidores, assegurando ampla divulgação de informações sobre os emissores e os valores mobiliários negociados, conforme estipulado nos artigos 1º e 8º da Lei nº 6.385/76:

Art . 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:

I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas²⁰⁸.

Essas disposições conferem à CVM o poder de examinar registros contábeis, intimar informações, requisitar dados de órgãos públicos e determinar a republicação de

²⁰⁸ Ibid.

demonstrações financeiras, sempre visando à proteção dos investidores e à integridade do mercado²⁰⁹

O art. 9º da lei nº 6.385/76 detalha as atribuições da CVM, incluindo a capacidade de examinar registros contábeis e documentos de empresas, fundos de investimento, auditores independentes e outros participantes do mercado.

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

I - examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer outra natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo mínimo de cinco anos:

a) as pessoas naturais e jurídicas que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários (Art. 15);

b) das companhias abertas e demais emissoras de valores mobiliários e, quando houver suspeita fundada de atos ilegais, das respectivas sociedades controladoras, controladas, coligadas e sociedades sob controle comum;

c) dos fundos e sociedades de investimento;

d) das carteiras e depósitos de valores mobiliários (Arts. 23 e 24);

e) dos auditores independentes;

f) dos consultores e analistas de valores mobiliários;

g) de outras pessoas quaisquer, naturais ou jurídicas, quando da ocorrência de qualquer irregularidade a ser apurada nos termos do inciso V deste artigo, para efeito de verificação de ocorrência de atos ilegais ou práticas não equitativas;

II - intimar as pessoas referidas no inciso I a prestar informações, ou esclarecimentos, sob cominação de multa, sem prejuízo da aplicação das penalidades previstas no art. 11;

III - requisitar informações de qualquer órgão público, autarquia ou empresa pública;

IV - determinar às companhias abertas que republiquem, com correções ou aditamentos, demonstrações financeiras, relatórios ou informações divulgadas;

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado;

VI - aplicar aos autores das infrações indicadas no inciso anterior as penalidades previstas no Art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal.

§ 1º Com o fim de prevenir ou corrigir situações anormais do mercado, a Comissão poderá:

I - suspender a negociação de determinado valor mobiliário ou decretar o recesso de bolsa de valores;

II - suspender ou cancelar os registros de que trata esta Lei;

III - divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado;

IV - proibir aos participantes do mercado, sob cominação de multa, a prática de atos que especificar, prejudiciais ao seu funcionamento regular.

§ 2º O processo, nos casos do inciso V deste artigo, poderá ser precedido de etapa investigativa, em que será assegurado o sigilo necessário à elucidação dos fatos ou exigido pelo interesse público, e observará o procedimento fixado pela Comissão.

§ 3º Quando o interesse público exigir, a Comissão poderá divulgar a instauração do procedimento investigativo a que se refere o § 2º.

§ 4º Na apuração de infrações da legislação do mercado de valores mobiliários, a Comissão priorizará as infrações de natureza grave, cuja apenação proporcione maior efeito educativo e preventivo para os participantes do mercado, e poderá deixar de instaurar o processo administrativo sancionador, consideradas a pouca relevância da conduta, a baixa expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado e a utilização de

²⁰⁹ BRASIL. Supremo Tribunal Federal. ADI nº 3033. Rel. Min. Gilmar Mendes. Brasília. 12 nov 2020.

outros instrumentos e medidas de supervisão que julgar mais efetivos.

§ 5º As sessões de julgamento do Colegiado, no processo administrativo de que trata o inciso V deste artigo, serão públicas, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido.

§ 6º A Comissão será competente para apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que:

I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e

II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional²¹⁰

Além disso, a CVM possui a prerrogativa de intervenção e regulamentação proativa, como evidenciado pelos poderes para suspender a negociação de valores mobiliários, cancelar registros, e até divulgar informações para orientar os participantes do mercado. Desempenha um papel crucial na supervisão das atividades das companhias abertas no Brasil. Essa supervisão é conduzida com base em um Plano Bienal de Supervisão Baseada em Risco — identificação dos riscos prioritários e definição das ações planejadas para tratamento desses riscos no biênio —, que é revisado e atualizado a cada dois anos.

Além das ações previstas no Plano Bienal, a CVM também realiza atividades de supervisão espontânea que são consideradas prioritárias. No contexto da supervisão das demonstrações financeiras, a CVM dá especial atenção aos relatórios de auditores que contenham opiniões modificadas.

Na figura abaixo, confira a cadeia de valor da CVM, descrita em seu site, que esclarece como a agência reguladora opera organicamente nas suas competências normativas, fiscalizadoras e sancionadoras²¹¹:

²¹⁰ Ibid.

²¹¹ CVM. **Cadeia de Valor da CVM.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/cadeia_de_valor_descricao_imagem.html>. Acesso em: 16 jan. 2024.

Figura 6: Cadeia de valor Comissão de Valores Mobiliários



Fonte: CVM, 2022.

Como é possível verificar na figura acima, a autarquia pode e deve agir tanto preventivamente — de forma a prevenir situações anormais —, quanto posteriormente de forma repressiva para corrigir irregularidades, reprimindo ou corrigindo as anomalias, nos termos do § 1º do artigo 9º da Lei nº 6.385/76.

No caso das Americanas, questiona-se se a CVM exerceu adequadamente seu dever preventivo, isto é, fiscalizatório. A falta de uma atuação preventiva eficaz sugere uma possível negligência, já que a CVM deveria ter detectado as inconsistências contábeis antes que causasse danos significativos. Isso porque a autarquia tem o dever de monitorar continuamente as demonstrações financeiras das empresas e assegurar que todas as práticas estejam em conformidade com as regulamentações vigentes²¹²:

Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

(...)

VII - a auditoria das companhias abertas

[...]

Art. 8º **Compete à Comissão de Valores Mobiliários: (...) III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários**, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados.

²¹² CALEGARI, Luiza; RODAS, Sérgio. **Lojas Americanas entram com pedido de recuperação judicial**. Consultor Jurídico, 19 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2023-jan-19/lojas-americanas-entram-pedido-recuperaçao-judicial>>. Acesso em: 19 mar 2023.

Para Zimmerman et. al., a atuação da CVM no caso das Americanas levanta questões sobre sua eficácia em proteger o mercado. Embora a CVM tenha a prerrogativa de examinar demonstrações financeiras e alertar o mercado, optou por intervir apenas após a divulgação dos problemas pela própria empresa. Tal postura sugere negligência, uma vez que a detecção precoce das inconsistências poderia ter minimizado os prejuízos. Ele entende que a resposta a esta inação da autarquia, se não for atribuída à negligência no cumprimento de suas funções regulatórias, parece inadequada e pouco convincente²¹³.

Nesse sentido, defende Zimmerman et.al. que a CVM tem uma clara responsabilidade no caso Americanas, evidenciada pela falha em cumprir adequadamente suas funções de fiscalização. Para ele, a omissão da autarquia comprometeu a proteção dos investidores e permitiu a manipulação de informações financeiras pela empresa, que registrava dívidas como lucros²¹⁴.

Seguindo essa linha de raciocínio, essa negligência poderia ser enquadrada na responsabilidade civil do Estado por omissão, conforme previsto no § 6º do art. 37 da Constituição Federal. Segundo Celso Antônio Bandeira de Mello, a responsabilidade civil subjetiva do Estado se aplica quando a omissão de um serviço público, que deveria funcionar de maneira eficiente, resulta em danos²¹⁵.

Portanto, seria possível dizer que a CVM poderia ser responsabilizada por não ter prevenido os danos decorrentes das irregularidades contábeis da Americanas. Dada a ausência de previsão legal ou jurisprudência consolidada em sentido contrário, caberia ao autor da ação provar a alegação de negligência da CVM. Além disso, os investidores lesados podem buscar ressarcimento através de ações coletivas, enquanto a CVM teria o direito de obter compensação da Americanas pelos prejuízos causados, que ainda estão pendentes de quantificação exata²¹⁶.

Para Lobo, membro independente de conselhos de administração e do Comitê de Riscos da Caixa, é importante investigar se a CVM efetivamente cumpriu seu papel no processo de fiscalização e regulamentação, além de sinalizar a importância de conferir se há

²¹³ ZIMERMAN, Danilo; FURTADO, Emanuel; THOUIN, Pedro; ATTIÉHTPS, Ravi. **Ainda sobre Americanas: A Responsabilidade da CVM e dos Agentes Externos**. Jusbrasil: 2023. Disponível em: <<https://www.jusbrasil.com.br/artigos/ainda-sobre-americanas-a-responsabilidade-da-cvm-e-dos-agentes-externos/1839526033>>. Acesso em: 15 abr. 2024

²¹⁴ Ibid.

²¹⁵ BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. **Curso de Direito Administrativo**. 26ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2019, p. 1000.

²¹⁶ ZIMERMAN et al; 2023.

registros formais nos canais de denúncias:

No âmbito da regulação, é necessário investigar o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) em relação a diversas resoluções, como o Ofício-Circular/CVM/SNC/SEP/n.º 01/2016, as operações de "forfait" e o regulamento do Novo Mercado da B3

Outra questão relevante é se existem registros formais de denúncias feitas nos últimos cinco anos na Ouvidoria ou no Canal de Denúncias da empresa. A existência de tais denúncias sobre inconsistências contábeis ou problemas similares seria um indicativo de possíveis irregularidades.²¹⁷

Salutar também destacar que talvez não seja razoável que a CVM se apodere de argumentos fundados na dificuldade de detecção da fraude pela análise dos balanços contábeis. Conforme destaca Nunes, no trabalho que estudou a legibilidade dos fatos relevantes da Americanas S.A. no ano de 2023, apesar dos documentos da companhia serem de difícil leitura, ao comparar os resultados do estudo com pesquisas anteriores sobre a legibilidade de textos narrativos na área contábil, observou-se que, em geral, não houve alteração significativa no nível de legibilidade ao longo do tempo²¹⁸.

Pode-se inferir que a dificuldade na leitura dos documentos contábeis da companhia está em conformidade com a prática comum, e não excedeu o habitual no caso das Americanas. Diante disso, a CVM, como reguladora e fiscalizadora do mercado, deveria estar apta a identificar tais inconsistências com antecedência. Inclusive, o artigo publicado por Danilo de Sousa Araujo, pesquisador do Centro de Apoio ao Desenvolvimento Tecnológico da Universidade de Brasília (CDT/UnB), no Congresso da UFG de Contabilidade, Controladoria e Finanças, intitulado "O CASO AMERICANAS: Análise da Fraude sob a Ótica da Teoria da Agência", analisou as Demonstrações Contábeis da companhia entre 2010 e 2022 e concluiu que os indicadores financeiros forneciam pistas substanciais da fraude, que poderiam ter sido detectadas por uma auditoria externa cética:

Com base nas revelações desses indicadores, torna-se evidente que o caso das Americanas não se limitou a simples "inconsistências contábeis", mas envolveu uma série de estratégias fraudulentas para manipular resultados. Além disso, esses indicadores oferecem pistas substanciais de fraude, como a redução artificial das dívidas, distorções nas contas de financiamento, uma aparente melhoria na liquidez e oscilações nos prazos de pagamento a fornecedores, além de um EBITDA, aparentemente, inflado. Pode inferir, portanto, que um sistema de controle interno eficaz e uma auditoria externa cética tivessem monitorado esses indicadores, é

²¹⁷ LOBO, Luiz Henrique. **Lojas Americanas e o Descaso com a Governança Corporativa**. LinkedIn, 15 jun. 2023. Disponível:

<<https://www.linkedin.com/pulse/lojas-americanas-e-o-descaso-com-governan%C3%A7a-corporativa-lobo/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

²¹⁸ NUNES, Beatriz Maciel. **Legibilidade dos Fatos Relevantes da Americanas S.A. no ano de 2023**. Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas. Disponível em:<https://bdm.unb.br/bitstream/10483/38268/1/2023_BeatrizMacielNunes_tcc.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2024.

possível que tais irregularidades tivessem sido identificadas²¹⁹.

No entanto, dado que as investigações do caso ainda não encontram-se concluídas, não é consenso entre especialistas que a CVM deva ser responsabilizada. Punder, advogada e professora de Compliance no pós-MBA da USFSCAR e LEC – Legal Ethics and Compliance SP, entende que a CVM não consegue atuar de forma preventiva em virtude da falta de recursos humanos:

Infelizmente, a CVM não consegue atuar de forma preventiva, pois não tem profissionais suficientes para monitorar o mercado. Ela atua de forma reativa sempre quando recebe uma informação ou notícias. Neste caso específico, a CVM está cumprindo com seu papel, que seria investigar o ocorrido²²⁰.

Por sua vez, em janeiro de 2023, o Ministério Público do Tribunal de Contas da União (MPTCU) apresentou representação contra a CVM requerendo a apuração de sua responsabilidade por não identificar o esquema de fraude. Caso comprovada a sua omissão, requereu que fossem adotadas medidas cabíveis para aprimorar o papel da autarquia e corrigir eventuais irregularidades.

No entanto, em 09 de agosto de 2023, o Tribunal de Contas da União arquivou a representação sob o fundamento da ausência de omissão por parte da autarquia. A decisão foi baseada em um relatório da unidade técnica AudBancos (Unidade de Auditoria Especializada em Bancos Públicos e Reguladores Financeiros).

Apesar do arquivamento, o ponto interessante de destacar é que o relatório da unidade técnica destacou vários alertas sobre a conformidade e os riscos da atuação da CVM na regulação e fiscalização do mercado. Confira o trecho do relatório que elenca as deficiências encontradas na autarquia:

O Relatório de Fiscalização, após apresentar a visão geral do objeto, buscou avaliar a atuação da CVM e identificou uma série de achados de auditoria relacionados às atividades de supervisão e fiscalização realizadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no mercado de capitais brasileiro. Os principais achados foram:

1. Falta de menção às empresas estatais nos planos bienais de Supervisão Baseada em Risco (SBR) da CVM. Isso significa que a CVM não priorizou a supervisão das empresas estatais, apesar da importância dessas empresas e dos riscos envolvidos, como corrupção e ingerência política.
2. Foco da supervisão na área de empresas recai principalmente sobre inadimplência na prestação de informações. Ou seja, a CVM concentrou seus esforços na verificação

²¹⁹ ARAUJO, Danilo de Sousa. **O caso Americanas: Análise da Fraude sob a Ótica da Teoria da Agência**. 3º Congresso UFG de Contabilidade, Controladoria e Finanças. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Danilo-Araujo-3/publication/376232927_O_CASO_AMERICANAS_Analise_da_Fraude_sob_a_Otica_da_Teoria_da_Agencia/links/656f81a17344a829b5e19804/O-CASO-AMERICANAS-Analise-da-Fraude-sob-a-Otica-da-Teoria-da-Agencia.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2024.

²²⁰ PUNDER, Patricia. **Fraude na Americanas: falha ou falta de governança?** Law Innovation. Disponível em: <<https://lawinnovation.com.br/fraude-na-americanas-falha-ou-falta-de-governanca/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

da entrega correta de informações pelas empresas, deixando outras questões em segundo plano.

3. Insuficiente supervisão sobre a companhia aberta BNDESPAR. A auditoria encontrou indícios de que a CVM não realizou uma supervisão adequada dessa empresa, que é uma subsidiária do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e desempenha um papel importante no mercado de capitais.

4. Insuficiente sanção dos casos de uso de informação relevante não divulgada ao mercado. A CVM não demonstrou efetividade na punição dos casos de insider trading, em que pessoas utilizam informações privilegiadas para operar no mercado de valores mobiliários.

5. Insuficiente fiscalização da atividade dos agentes autônomos de investimentos. A auditoria encontrou indícios de que a CVM não exerceu uma supervisão adequada sobre os agentes autônomos de investimentos, que atuam como intermediários entre os investidores e o mercado.

6. Possibilidade de conflito de interesse na atuação do colegiado da CVM. Há indícios de que pode haver conflito de interesse na atuação do colegiado da CVM em suas atividades de fiscalização, sanção e regulação.

7. Superposição de autoridade de supervisão técnica entre a SEP e a SNC. A auditoria identificou indícios de sobreposição de autoridade de supervisão técnica entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC) da CVM em relação à interpretação de temas contábeis aplicada às demonstrações financeiras das empresas.

8. Insuficiente proteção aos investidores em fundos de investimento e no mercado de capitais. A auditoria constatou indícios de que a CVM não ofereceu proteção adequada aos investidores em fundos de investimento e no mercado de capitais em geral (grifo nosso)²²¹.

Como se verifica, a auditoria revelou várias falhas nas atividades de supervisão, fiscalização e regulação da CVM, incluindo a omissão na supervisão de empresas estatais, a ausência de punições efetivas para casos de *insider trading* e a falta de supervisão adequada de agentes autônomos de investimentos.

Esses achados motivaram o Acórdão 3252/2020-TCU-Plenário, de relatoria do Ministro Raimundo Carreiro, que aponta necessidade de melhorias e maior eficácia nas ações da CVM no mercado de capitais brasileiro. Confira os trechos do acórdão mais relevantes que destaca as ‘oportunidades’ de melhorias:

9.1 nos termos do art. 250, inciso III, do Regimento Interno deste Tribunal (RITCU), c/c art. 11 da Resolução-TCU 315/2020, recomendar à Comissão de Valores Mobiliários a adoção das seguintes medidas associadas a oportunidades de melhoria na atuação da entidade:

(...)

9.1.2 promova ações regulatórias específicas para analisar operações societárias capazes de afetar de maneira significativa os direitos dos acionistas minoritários (por exemplo, operações de fusão, cisão e incorporação, reorganização societária, transações com partes relacionadas, aumentos de capital por subscrição privada, emissões privadas de valores mobiliários conversíveis em ações, reduções de capital e conversões de ações) da perspectiva das relações de troca econômica subjacentes às operações supracitadas, inclusive as que envolvam a emissão de valores mobiliários por meio de esforços restritos de distribuição (item 22.2 - idem);

²²¹ ACÓRDÃO 1611/2023 - PLENÁRIO. Para mais informações confira: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A1611%2520ANOACORDAO%253A2023%2520COLEGIADO%253A%2522Plen%25C3%25A1rio%2522/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0>. Acesso em: 14 abr. 2024.

(...)

9.1.4 aperfeiçoe suas ações regulatórias de supervisão, fiscalização e sanção, de modo a prevenir e coibir com mais efetividade e eficiência o uso eventual de informação relevante ainda não divulgada publicamente no mercado de valores mobiliários (insider trading) (item 22.4 - idem);

(...)

9.1.6 aperfeiçoe seus processos de trabalho em face da intersecção e superposição de atribuições entre a Superintendência de Relações com Empresas (SEP) e a Superintendência de Normas Contábeis (SNC), no que tange às atividades de supervisão relacionadas às demonstrações financeiras das companhias abertas (item 22.6 - idem);

(...)

9.1.8 aperfeiçoe suas ações de supervisão, fiscalização e sanção relativamente aos fundos de investimento, com foco nos aspectos de maior risco apontados no Relatório (itens 1117 a 1119 do RA), especialmente quanto ao dever de proteção dos "titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra" eventuais "atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários", nos termos do art. 4º, inciso IV, alínea b, da Lei 6.385/76 (item 22.8 - idem);

9.1.9 avalie a conveniência e oportunidade de incluir, nos planos de auditoria interna, testes de auditoria substantivos sobre as efetivas atividades de supervisão elencadas nos planos bienais de supervisão baseada em risco (SBR) na área dos fundos de investimento (item 22.9 - idem);

(...)

9.1.11 proceda à revisão periódica dos planos bienais de supervisão baseada em risco, incluindo a detecção de irregularidades noticiadas à CVM, buscando aprimorar sua capacidade de prospecção de riscos para nortear futuras ações de supervisão, fiscalização e controle (item 22.11 - idem);

9.1.12 implemente, se operacionalmente viável, setor de inteligência com acesso direto, sem intermediação da B3, aos bancos de dados das negociações havidas no âmbito do mercado de capitais, buscando também, respeitadas as eventuais limitações operacionais e jurídicas, informações de outros bancos de dados estatais, com o fito de cruzar dados, estabelecer tipologias, definir pontos de controle e criar alertas automáticos sobre eventuais inconsistências passíveis de fiscalização pela CVM, especialmente quanto à detecção de possíveis casos de insider trading (item 22.12 - idem);

9.1.13 adote providências para otimizar o grau de informatização dos dados contábeis das companhias sob sua supervisão, mediante lançamentos efetuados pelas próprias empresas (por exemplo, via rede mundial de computadores (WEB), adotando ferramentas de TI para que aprimorem a inteligência na prospecção de situações anômalas (ex.: mediante comparações entre demonstrativos financeiros de uma mesma empresa em períodos distintos ou de empresas distintas em dado período) (item 22.13 - idem) (grifo nosso)²²².

Portanto, a despeito do tribunal não ter reconhecido a omissão da CVM em suas funções, reconheceu inúmeros ‘pontos de melhoria’. No mínimo, isso sinaliza que, independente de responsabilização, ou não, da autarquia, há melhorias evidentes que precisam ser feitas, inclusive, no que diz respeito a sua atuação central como órgão regulador do mercado: supervisão, fiscalização e sanção.

Por outro lado, adentramos agora no que diz respeito à atuação posterior da autarquia,

²²²ACÓRDÃO 3252/2020 - PLENÁRIO. Para mais informações confira: <https://pesquisa.apps.tcu.gov.br/documento/acordao-completo/*/NUMACORDAO%253A3252%2520ANOACORDAO%253A2020%2520COLEGIADO%253A%2522Plen%25C3%25A1rio%2522/DTRELEVANCIA%2520desc%252C%2520NUMACORDAOINT%2520desc/0>. Acesso em: 12 abr. 2024.

na sua função sancionadora e repressiva para corrigir irregularidades. Após a Americanas revelar em janeiro de 2023 ‘inconsistências contábeis’ significativas, a CVM instaurou uma força-tarefa composta por diversas superintendências, incluindo as de Relações com Empresas (SEP), Normas Contábeis e Auditoria (SNC), Registro de Valores Mobiliários (SRE), Proteção e Orientação aos Investidores (SOI) e Processos Sancionadores (SPS). O objetivo desta força-tarefa é investigar e corrigir as irregularidades, bem como identificar possíveis falhas de divulgação e condutas inadequadas de executivos e da empresa.

Para conduzir a investigação, a CVM adotou uma abordagem multifacetada que inclui a abertura de diversos inquéritos e processos administrativos sancionadores para verificar falhas na divulgação de informações relevantes, inconsistências nos relatórios financeiros e outras práticas inadequadas que possam ter ocorrido. Além disso, foram realizadas inspeções detalhadas nas dependências da Americanas, ouvindo executivos e ex-executivos, e analisando uma vasta quantidade de documentações e registros contábeis.

A Tabela abaixo estrutura todos os Inquéritos Administrativos, Processos Administrativos Sancionadores (acusação formulada) em andamento junto à CVM e Processos Administrativos (procedimento de análise) abertos junto à CVM, com a data base de 29/01/2024²²³:

Tabela 5: Ações da CVM no âmbito do caso de fraude da Americanas

Tipo	Número	Motivação	Status
Inquéritos Administrativos (2)	19957.000952/2023-57	Oitiva de funcionários e ex-executivos da Americanas; inspeções na sede da empresa no Rio de Janeiro, verificando documentos e registros.	Em instrução junto à Superintendência de Processos Sancionadores (SPS). As inspeções continuam, com possíveis novas visitas conforme necessário.
	19957.000946/2023-08	Ofícios a corretoras de valores solicitando documentos e registros de investidores, além de analisar negócios e ouvir investidores; oitiva de investidores suspeitos.	Em instrução junto à Superintendência de Processos Sancionadores (SPS). Medidas adicionais estão em andamento para verificar a regularidade das operações.
Processo Administrativo Sancionador (acusação formulada) (2)	19957.003980/2023-26	Instaurado para apurar falha de divulgação de informações relevantes do Fato Relevante de 11.01.2023, teleconferência no BTG Pactual e vídeo de Sergio Rial no YouTube em 12.01.2023.	Sérgio Rial foi acusado de divulgar informações não divulgadas e João Guerra Duarte Neto por não divulgar fatos relevantes. Ambos propuseram Termo de Compromisso, em análise pelo Comitê da CVM.
	19957.004318/2023-93	Analisar falhas na divulgação de informações relevantes pela Americanas S.A. sobre capitalização, renegociação de dívidas e venda de ativos.	Acusação contra Camille Faria, Diretora de Relações com Investidores, por não divulgar tempestivamente propostas de aumento de capital. Proposta de Termo de Compromisso em análise pelo Comitê da CVM.
Processos Administrativos (procedimento de análise)	19957.000452/2023-15	Aberto pela SOI para apurar denúncia recebida.	Encerrado por duplicidade com o processo 19957.000413/2023-18.
	19957.000491/2023-12	Aberto pela SEP para analisar a conduta de acionistas e	Encerrado sem comprovação de infração.

²²³ Última atualização feita pela CVM até maio de 2024.

(21 ao todo) (13 encerrados) (8 em análise)		administradores.	
	19957.000530/2023-81	Aberto pela SRE para tratar da atuação de intermediários em ofertas públicas.	Em análise.
	19957.000546/2023-94	Aberto pela SSE para avaliar agências de classificação de risco	Encerrado sem irregularidades
	19957.000608/2023-68	Aberto pela SOI devido a denúncias públicas sobre a Americanas.	Em análise.
	19957.000714/2023-41	Aberto pela SOI devido a denúncias anônimas sobre má gestão.	Em análise pela SPS e SNC.
	19957.000759/2023-16	Aberto pela SOI para apurar reclamação recebida.	Encerrado por ser questão já conhecida e tratada.
	19957.001119/2023-23	Aberto pela SOI para apurar denúncia recebida.	Encerrado sem identificação de irregularidades.
	19957.001120/2023-58	Aberto pela SOI para apurar denúncia recebida.	Encerrado sem elementos para ação civil pública.
	19957.001194/2023-94	Aberto pela SNC para apurar irregularidades da PricewaterhouseCoopers como auditor.	Em análise
	19957.001192/2023-03	Aberto pela SNC para apurar irregularidades da KPMG como auditor.	Em análise
	19957.001555/2023-01	Aberto pela SEP para analisar remuneração de Sergio Rial.	Encerrado após ciência das áreas técnicas.
	19957.001600/2023-19	Aberto pela SNC como fiscalização de rotina.	Em análise.
	19957.002235/2023-60	Aberto pela SOI após ofício do Administrador Judicial.	Encerrado após fornecimento dos esclarecimentos solicitados.
	19957.006543/2023-64	Aberto pela SOI para apurar reclamação do Instituto Ibero-Americano da Empresa;	Encerrado sem comprovação dos fatos.
	19957.006544/2023-17	Aberto pela SOI para apurar reclamação sobre acesso à lista de acionistas.	Encerrado após deferimento do recurso pelo Colegiado da CVM.
	19957.006617/2023-62	Aberto pela SEP devido à notícia sobre lock-up de acionistas.	Em análise.
	19957.007178/2023-13	Aberto pela SEP para analisar falha na divulgação de Fatos Relevantes.	Encerrado sem comprovação de infração.
19957.007192/2023-17	Aberto pela SOI para apurar denúncia recebida.	Encerrado com emissão de Ofício de Alerta.	
19957.007537/2023-24	Aberto pela SOI para apurar reclamação sobre vazamento de informação.	Encerrado sem elementos justificativos.	
19957.014394/2023-15	Aberto pela SEP para analisar condutas de ex-administradores.	Em análise.	

Fonte: adaptado do sítio eletrônico da CVM²²⁴

A atuação sancionadora da CVM no caso Americanas destaca a importância de práticas rigorosas de Governança Corporativa, da fiscalização eficiente para prevenir fraudes

²²⁴ NOTA - Atualização de informações relativas a fatos no âmbito da companhia aberta Americanas S.A. – Em Recuperação Judicial. Publicado em 22 dez 2023. Atualizado em 29 jan 2024. Para mais informações confira: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/atualizacao-de-informacoes-relativas-a-fatos-no-ambito-d-a-companhia-aberta-americanas-s-a-2013-em-recuperacao-judicial>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

e irregularidades no mercado financeiro, bem como da atuação posterior ao cometimento do ilícito. Assim, no que diz respeito à atuação repressiva no caso Americanas, verifica-se o ímpeto da autarquia em apurar os atos ilegais dos administradores, membros do conselho fiscal, acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado, em cumprimento ao seu papel legal, nos termos do §1^a do art. 9 da Lei nº 6.385/76:

Art 9º A Comissão de Valores Mobiliários, observado o disposto no § 2º do art. 15, poderá:

(...)

V - apurar, mediante processo administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores, membros do conselho fiscal e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos demais participantes do mercado²²⁵

Em suma, a CVM desempenha papel essencial na promoção da transparência e na manutenção da confiança no mercado de valores mobiliários. A atuação eficaz da entidade, preventiva e posterior, é crucial para proteger os investidores e garantir a integridade do mercado financeiro brasileiro. Contudo, no caso da Americanas, alguns defendem que houve uma falha em detectar e prevenir as inconsistências contábeis, apontando para uma possível negligência da CVM. Certo é que a fraude nas Americanas expôs sérias deficiências na Governança Corporativa, nos seus mecanismos internos e externos.

3.6. Auditorias Independentes no caso da Americanas: “lenientes?”

A auditoria independente, ou externa, é um processo fundamental para garantir a transparência e a confiabilidade das demonstrações financeiras de uma empresa. Segundo Crepaldi (2023), a auditoria externa envolve um conjunto de procedimentos cujo objetivo é emitir uma opinião sobre a adequação das demonstrações contábeis em conformidade com as Normas Brasileiras de Contabilidade (NBC) e, quando aplicável, com a legislação específica²²⁶.

Ribeiro destaca que na auditoria externa/independente seus procedimentos são direcionados principalmente à expressão de uma opinião sobre se as demonstrações contábeis foram elaboradas de acordo com as normas legais do relatório financeiro padrão²²⁷.

Hoog e Carlin (2012) definem a auditoria externa como um serviço prestado por contadores que atuam de forma independente, mas são credenciados por órgãos específicos²²⁸.

²²⁵ BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários**. Diário Oficial da União, Brasília, 7 de dezembro de 1976.

²²⁶ CREPALDI, Silvio A.; CREPALDI, Guilherme S. **Auditoria Contábil: Teoria e Prática**. 12 ed., Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2023.

²²⁷ RIBEIRO, Osni M. **Contabilidade Básica**. 30 ed., Editora Saraiva, 2016. Acesso em: 23 abr. 2023.

²²⁸ CREPALDI; CREPALDI, 2023.

De acordo com o Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e a NBC TA 200 (R1), o objetivo geral do auditor independente é assegurar que as demonstrações contábeis, em seu conjunto, não estejam sujeitas a distorções relevantes, sejam elas decorrentes de fraude ou erro. Essa segurança permite ao auditor expressar sua opinião sobre a conformidade das demonstrações contábeis em todos os aspectos pertinentes, em conformidade com a estrutura de relatórios financeiros aplicáveis e as Normas Brasileiras de Contabilidade²²⁹.

Ressalta ainda que, nos casos em que não for possível obter um nível aceitável de confiança, e quando a opinião do auditor, expressa com ressalvas, não for suficiente para atender às necessidades dos usuários das demonstrações contábeis, as Normas Brasileiras de Auditoria exigem que o auditor se abstenha de emitir sua opinião ou renuncie ao trabalho, desde que a renúncia seja permitida pela legislação ou regulamentação vigente. Isso garante que apenas demonstrações financeiras fidedignas e conformes sejam apresentadas aos stakeholders, reforçando a importância da auditoria externa na manutenção da integridade financeira das empresas²³⁰.

Assim, as Normas Brasileiras de Contabilidade Técnica de Auditoria (NBC TA) exigem que os auditores independentes obtenham segurança razoável de que as demonstrações financeiras estão livres de distorções relevantes, sejam elas causadas por fraude ou erro. A Lei nº 6.404/76 estabelece, no seu artigo 177, § 3º, que as demonstrações financeiras de companhias abertas devem ser obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na CVM.

Portanto, de maneira geral é possível dizer que a auditoria externa permite que o auditor independente se certifique de que as demonstrações financeiras de uma empresa representam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, sua situação patrimonial e financeira. Isso é feito por meio da emissão de uma opinião sobre a conformidade das demonstrações contábeis da entidade com as normas contábeis vigentes.

Dado o exposto, fica evidente que as auditorias independentes desempenham um papel crucial como mecanismo externo do sistema externo de Governança Corporativa²³¹, especialmente na verificação dos controles internos da empresa auditada, com o objetivo de obter evidências apropriadas para expressar conclusões que aumentem a confiança dos usuários das demonstrações financeiras.

²²⁹ NBC TA 200 - Objetivos Gerais do Auditor Independente e a Condução da Auditoria em Conformidade com Normas de Auditoria, 05 set. 2016. Para mais informações, confira: <<https://cfc.org.br/tecnica/normas-brasileiras-de-contabilidade/nbc-ta-de-auditoria-independente/>>. Acesso em: 12 dez. 2024

²³⁰ CREPALDI; CREPALDI, 2023.

²³¹ SOUSA; NETO; LUPORINI, 2021.

No caso da Americanas, a KPMG foi responsável pelas auditorias de 2016 a 2018. Em outubro de 2019 foi trocada pela PricewaterhouseCoopers (PwC) — que está há mais de 100 anos no Brasil e faz parte do grupo apelidado de ‘big four’ de empresas globais de auditoria e consultoria — que aprovou as demonstrações contábeis da Americanas, sem ressalva, na última auditoria de 2021, período em questão das tais “inconsistências contábeis”. Veja um trecho do relatório em que a PwC entende por adequado às demonstrações financeiras da varejista:

Em nossa opinião, as demonstrações contábeis apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da Americanas S.A. e da Americanas S.A. e suas controladas em 31 de dezembro de 2021, o desempenho de suas operações e os seus respectivos fluxos de caixa consolidados²³².

A tabela abaixo resume o histórico dos relatórios divulgados desde 2016, período que Sérgio Rial destaca ser o início das ‘inconsistências’ que culminaram na divulgação do Fato Relevante em janeiro de 2023²³³. A coluna Análise do Relatório destaca se há no relatório alguma menção relevante relacionado a Fornecedores, Empréstimos e Risco Sacado:

Tabela 6: Relatórios de Auditoria Independentes da Americanas

Auditor Externo	Conclusão do Relatório	Período de referência	Análise do Relatório
KPMG	Sem Ressalva	31/12/2016	Não é atribuído nenhum assunto relevante relacionado a Fornecedores, Empréstimos, Risco Sacado.
KPMG	Sem Ressalva	31/12/2017	Em decorrência da relevância dos valores envolvidos, do elevado número de transações, algumas de natureza complexa, e o alto grau de julgamento envolvido no reconhecimento contábil de cada uma das operações comerciais negociadas com seus fornecedores foram realizados procedimentos para melhor entendimento. Sem divergências.
KPMG	Sem Ressalva	31/12/2018	A Companhia apresenta em suas demonstrações contábeis individuais e consolidadas valores significativos referentes a acordos comerciais definidos em contratos de parcerias firmados com fornecedores, realizados no curso normal das atividades. Durante a realização dos procedimentos de entendimento dos sistemas de controle interno da Companhia e a realização dos testes de desenho, identificamos a necessidade de melhorias nos controles internos, e por esta razão consideramos uma maior extensão em nossos procedimentos substantivos.
PwC	Sem Ressalva	31/12/2019	Não é atribuído nenhum assunto relevante relacionado a Fornecedores, Empréstimos, Risco Sacado
PwC	Sem Ressalva	31/12/2020	Não é atribuído nenhum assunto relevante relacionado a Fornecedores, Empréstimos, Risco Sacado
PwC	Sem Ressalva	31/12/2021	Não é atribuído nenhum assunto relevante relacionado a Fornecedores,

²³² SCAFF, Artur. **Quem é PwC, a auditoria que aprovou as contas da Americanas (AMER3)**. Estadão, 12 jan. 2023. Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/mercado/acoes-americanas-amer3-20-bilhoes-quem-e-pwc-auditoria/>>. Acesso em 15 mar. 2024.

²³³ CORRÊA, Fábio WELLE, Deutsche. **As falhas que podem ter levado ao rombo bilionário na Americanas**. G1. Economia. 24 jan. 2023. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/24/as-falhas-que-podem-ter-levado-ao-rombo-bilionario-na-americanas.ghtml>>. Acesso em: 18 mar. 2024.

			Empréstimos, Risco Sacado
--	--	--	---------------------------

Fonte: adaptado (PEDROSO, 2023)²³⁴.

Na tabela acima observa-se que tanto a KPMG quanto a PWC emitiram pareceres sem ressalvas até 2021. No entanto, em 2018, a KPMG destacou uma questão crítica relacionada aos acordos comerciais com fornecedores, apontando a necessidade de melhorias nos controles internos da empresa. Assim, embora a KPMG tenha aprovado o balanço de 2018 sem ressalvas, destacou no relatório que foram detectadas ‘deficiências significativas’ nos controles ligados aos processos de compras e acordos comerciais. Essa questão ganhou relevância devido à alta frequência e aos valores substanciais das transações envolvidas²³⁵.

Após escândalo da fraude, em 28 de junho de 2023, a Americanas substituiu a PWC pela BDO RCS Auditores Independentes para auditar as demonstrações financeiras de 2022 e revisar os balanços de 2021 e 2023. Essa mudança ocorreu enquanto a empresa tentava finalizar seu balanço do quarto trimestre e obter apoio dos credores em seu plano de recuperação judicial, solicitado após a descoberta do déficit contábil inicial de R\$ 20 bilhões.

Leonardo Coelho, atual CEO da varejista, em depoimento à CPI da Americanas revelou trocas de e-mails entre os auditores da KPMG e a então diretoria da varejista. Na comunicação sugerem suavizar os termos das auditorias para tornar menos claras as operações de risco-sacado:

A próxima evidência é infelizmente mais forte, porque ela se refere à troca de informações entre a antiga Diretoria, funcionários das Americanas, para que a KPMG mudasse uma carta de controle dela, que é uma carta entregue ao final do processo de auditoria. Notem que a primeira redação enviada pela KPMG traz recomendações para atenção do Conselho de Administração, deficiências significativas. [...] aquele item "Recomendações para o Conselho de Administração (deficiências significativas)" vira "Recomendações que merecem atenção da Administração", e não mais "Conselho de Administração". "Administração" aqui pode ser entendida de várias formas, inclusive como Diretoria antiga, e a não necessidade de levar ao Conselho²³⁶.

Por sua vez, em depoimento à CPI, Carla Bellanger, a sócia da KPMG, afirma que as insinuações do atual CEO da companhia são falsas. Ela destacou que: (i) apesar de não haver indicativo de fraude, a KPMG chamou a atenção para ‘as deficiências e a necessidade de

²³⁴ PEDROSO, Maristela Simionato. **Governança Corporativa, Conflito de Agência e as fraudes nas demonstrações contábeis**: um estudo sobre o Caso das Americanas S/A. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Contabilidade, Universidade de Passo Fundo. Rio Grande do Sul, p. 49. 2023.

²³⁵ ROCHA, Beatriz. **Auditoria solicitou melhorias em controles da Americanas em 2018**. Estadão, E-Investidor, 02 fev. 2023. Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/ultimas/americanas-amer3-auditoria-kpmg/>>. Acesso em: 15 mai. 2024.

²³⁶ Relatório Final da CPI da Americanas, set. 2023, p. 85. Para mais informações confira: <<https://static.poder360.com.br/2023/09/Relatorio-Final-CPI-da-Americanas-4set2023.pdf>>.

melhoria nos controles de verbas de propaganda cooperadas’ da varejista; que (ii) foram feitos comentários em comunicações com a companhia, sobre riscos ligados a verbas de propaganda cooperadas (aquelas que mais tarde deram origem ao escândalo); que (iii) redigiu uma carta interina, isto é, no meio do processo de auditoria (o que não é uma prática comum), e não ao fim, destacando as necessidades de melhorias nos processos de controles da Americanas; e (iv) que em virtude da redação dessa carta interina, que apontava as ‘deficiências’ nos controles da companhia, a KPMG teve o contrato rescindido seis dias depois²³⁷.

Também em depoimento à CPI da Americanas, o atual CEO da companhia, apesar de indagar que o documento carece de contexto, afirma que a PWC teria sugerido como redigir questões ligadas a operações de risco-sacado, de forma que as operações não ficassem tão claras. Veja como seria a comunicação original:

Confirmamos que não temos, junto aos bancos com os quais temos relação, operações contratadas de antecipação de fornecedores nas quais é oferecido risco de crédito da companhia, operações denominadas forfait, confirming, risco sacado ou securitização de contas a pagar²³⁸.

Agora veja o texto com a sugestão da PwC para não evidenciar as operações de risco sacado:

Informamos que não temos conhecimento de que as operações de cessão de crédito realizadas a pedido de fornecedores informadas por certos bancos com os quais a companhia opera possuem qualquer anuência da companhia ou envolva a assunção de risco de crédito por parte da companhia²³⁹.

Por sua vez, Fábio Cajazeira Mendes, líder de auditoria da PWC, rebateu as alegações afirmando que as mudanças sugeridas foram feitas para deixar o texto mais preciso e, nas palavras dele, “faz parte de uma comunicação frequente entre a empresa auditada e a auditoria”²⁴⁰. Além disso, destacou que as sugestões não alteram as cartas de recomendações da auditoria e que o caso trata-se de uma fraude de difícil detecção²⁴¹.

Ademais, Sergio Zveiter, Administrador Judicial que participou da Audiência Pública no âmbito da CPI da Americanas, destacou que os bancos Itaú e Santander “teriam substituído respostas para omitir a operação de risco sacado na auditoria da companhia”²⁴².

Carla Bellangero (sócia da KPMG) declarou que de fato, em 2016, houveram duas

²³⁷Ibid, p. 133-136.

²³⁸ Ibid, p. 78-97.

²³⁹ Ibid.

²⁴⁰ INFOMONEY. **CPI da Americanas, auditorias tentam se blindar e rebatem provas da empresa.** Infomoney. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/na-cpi-da-americanas-auditorias-tentam-se-blindar-e-rebatem-provas-da-empresa/>>. Acesso em: 18 abr. 2024.

²⁴¹ Ibid.

²⁴² Relatório Final da CPI da Americanas, set. 2023, p. 66. Para mais informações confira: <<https://static.poder360.com.br/2023/09/Relatorio-Final-CPI-da-Americanas-4set2023.pdf>>.

confirmações de instituições financeiras, sobre o risco sacado e, em 2018, houveram três. No entanto, quando questionaram a Americanas, a mesma alegou equívoco do Banco e que não havia risco-sacado. Foi depois disso, segundo Bellanger, que os bancos alteraram sua posição sobre a existência do risco sacado e, considerando ser essa uma confirmação de terceiro, a KPMG aceitou a nova informação como verdadeira²⁴³.

A possível responsabilização da KPMG e da PwC no caso da Americanas envolve complexas questões legais e de conformidade, dividindo opiniões entre especialistas do setor jurídico e financeiro. De um lado, Schneider, sugere que os documentos apresentados na CPI indicam uma possível participação das auditorias na fraude. Segundo ele, é difícil acreditar que os auditores deixaram passar um rombo de dezenas de milhões de reais sem falhas nos seus procedimentos de auditoria²⁴⁴.

Por outro lado, especialistas como Brandariz, presidente da Comissão de Direito Empresarial da OAB Pinheiros, argumentam que a auditoria externa se baseia na documentação fornecida pela empresa, sem avaliar a veracidade das transações subjacentes. Para Brandariz, a responsabilização das auditorias só ocorreria se fosse comprovado um conluio entre as empresas de auditoria e a Americanas²⁴⁵.

O depoimento de João Nascimento (presidente da CVM) à CPI da Americanas, ressaltou a importância de revisar os "papéis de trabalho" das auditorias nas inconsistências contábeis descobertas, sinalizando as responsabilidades das empresas de auditoria independente:

Estamos falando aqui em camadas de responsabilidade: primeiro os diretores, depois, os membros de conselho de administração, comitê de auditoria, conselho fiscal e os auditores independentes. Não é responsável que essas pessoas não tenham nenhum envolvimento no monitoramento, na supervisão e na fiscalização das atividades praticadas pela diretoria
[...]

Precisamos ser responsáveis, porque a revisão cuidadosa dos papéis de trabalho das auditorias independentes trará outras elucidações para o esclarecimento desses episódios.²⁴⁶ (grifo nosso)

Nesse sentido, na esfera civil, a existência de fraudes e manipulações já seria suficiente para responsabilizar as partes envolvidas, desde que se prove que houve negligência ou conluio. No entanto, na esfera penal, para que haja responsabilização, é necessário provar

²⁴³ Ibid, p. 133-136.

²⁴⁴ SCHNEIDER, Fernando Zanotti. **Responsabilização de auditorias e sócios na fraude da americanas ainda gera dúvidas**. ABE Advogados, 27 jun. 2023. Disponível em: <<https://abeadogados.com.br/noticias/responsabilizacao-de-auditorias-e-socios-na-fraude-da-americanas-ainda-gera-duvidas/>>. Acesso em: 18 mar. 2024.

²⁴⁵ Ibid.

²⁴⁶ Relatório Final da CPI da Americanas, set. 2023, p. 97-133. Para mais informações confira: <<https://static.poder360.com.br/2023/09/Relatorio-Final-CPI-da-Americanas-4set2023.pdf>>.

que houve intenção consciente de cometer fraude, o que pode complicar o processo contra as auditorias²⁴⁷.

Destarte, considerando o relatório das auditorias e o posicionamento dos envolvidos compilado acima, é inevitável o levantamento de suspeitas sobre a participação das empresas de auditoria independente na fraude contábil, implicando na hipótese de terem sido lenientes na detecção das irregularidades. Se comprovada, essa participação poderia resultar em punições severas e modificar o setor de auditoria no Brasil. De toda forma, o mais seguro é aguardar o resultado dos Processos Administrativos 19957.001194/2023-94 e 19957.001192/2023-03 da CVM que apuram irregularidades da KPMG e PwC como auditor.

3.7. O relatório da Comissão Parlamentar de Inquérito e suas conclusões

A Comissão Parlamentar de Inquérito (CPI) da Americanas concluiu seus trabalhos sem indicar responsáveis específicos pelo rombo bilionário nas contas da empresa. O relatório final da comissão contém mais de 300 páginas e foi aprovado por 18 votos a 8. Durante os meses de investigação, iniciado em 17 de maio de 2023, a CPI buscou entender como as inconsistências contábeis puderam ocorrer e quais falhas permitiram sua perpetuação. Veja abaixo uma tabela que demonstra a linha do tempo dos trabalhos da CPI²⁴⁸:

Tabela 7: Linha do tempo dos trabalhos da CPI da Americanas

Data	Andamento
17 de maio 2023	Instalação da CPI
06 de junho 2023	Primeira audiência pública; aprovado a convocação dos executivos da companhia e autoridades dos órgãos fiscalizadores.
13 de junho de 2023	CEO da Americanas, Leonardo Coelho, indica ex-diretor da companhia como culpado e afirma que a provas de fraude.
20 de junho de 2023	Presidente da CVM, João Pedro Nascimento, afirma que evidências apontam para um grande esquema de fraude para falsear os números contábeis.
1 de agosto de 2023	Ex-diretor financeiro e de Relações com Investidores, Fabio da Silva Abrate, com habeas corpus, usa seu direito de ficar em silêncio. Por outro lado, Carla Bellangero (sócia da KPMG) e Fábio Mendes (líder de auditoria da PwC) afirmam que são vítimas da companhia no que diz respeito à fraude.
08 de agosto de 2023	José Barros, ex-diretor, com Habeas Corpus gozou do seu direito de ficar em silêncio.
15 de agosto de 2023	Márcio Meirelles, ex-diretor das área comercial e marketing, afirma nunca ter sido responsável pelas áreas fiscais e contábeis da companhia. Mas, com Habeas Corpus, gozou do seu direito de permanecer em silêncio quando questionado sobre os atrasos aos

²⁴⁷ SCHNEIDER, 2023.

²⁴⁸ Relatório Final da CPI da Americanas, set. 2023. Para mais informações confira: <<https://static.poder360.com.br/2023/09/Relatorio-Final-CPI-da-Americanas-4set2023.pdf>>.

	fornecedores, que estariam sob sua responsabilidade.
22 de agosto de 2023	Flávio Carneiro, ex-superintendente da Controladoria, com habeas corpus, usa seu direito de ficar em silêncio. Sérgio Rial, ex-presidente da companhia, afirma que não há indícios da participação na fraude de Lemann, Sicupira e Telles.
29 de agosto de 2023	Marcelo Nunes, ex-diretor financeiro, usa seu direito de permanecer em silêncio.
05 de setembro de 2023	Anna Saicali, ex-CEO da companhia, usa seu direito de permanecer em silêncio. Miguel Gutierrez, presidente da varejista entre 2002 e 2022, encaminha cartas à CPI com sua versão sobre o ocorrido, responsabilizando a 3G Capital pela fraude.
26 de setembro de 2034	Encerramento dos trabalhos da CPI com aprovação do relatório.

Fonte: adaptado pelo autor a partir do Relatório Final da CPI da Americanas²⁴⁹.

O relator, deputado Carlos Chiodini (MDB-SC), sinaliza no parecer que apesar do conjunto probatório indicar a participação de pessoas que integravam o corpo diretor da companhia, as provas, até então juntadas, não são suficientes para um indiciamento. Nas palavras dele, “não tenho a coragem de acusar pessoas antes das investigações, a cada dia saem novos fatos”. Para a deputada Fernanda Melchionna (PSOL-RS), no entanto, o desfecho da CPI reflete uma tentativa de blindar os grandes acionistas e bancos²⁵⁰.

Por sua vez, a Americanas, em nota à CPI, afirma confiar na competência das autoridades envolvidas na investigação, inclusive no que diz respeito às delações homologadas já em segredo de justiça, que devem corroborar com as provas já apresentadas. Além disso, sinalizou a companhia quanto à sua colaboração à CPI:

O relatório se baseia em documentos levantados pelo Comitê de Investigação Independente, além de documentos complementares identificados pela Administração e seus assessores jurídicos, que formataram os documentos em um relatório que indica que as demonstrações financeiras da companhia vinham sendo fraudadas pela diretoria anterior da Americanas, capitaneada pelo senhor Miguel Gutierrez²⁵¹.

O relatório conclui sugerindo quatro projetos de lei relacionados ao combate de crimes na gestão de empresas e o aprimoramento da fiscalização do mercado de capitais. Um dos projetos, por exemplo, sugere a criação do crime de infidelidade patrimonial (pena de reclusão de um a cinco anos mais multa) para aqueles que causarem dano ao patrimônio de terceiros sob sua responsabilidade. Há também um pedido ao Ministério da Fazenda para que reforce o efetivo de profissionais da CVM e seu orçamento²⁵².

Por fim, o relatório destaca que apesar de não ser possível indicar os culpados, a CPI teve grande importância no que diz respeito à disseminação de informações sobre os fatos

²⁴⁹ Ibid.

²⁵⁰ Ibid.

²⁵¹ Ibid.

²⁵² Ibid.

para órgãos reguladores, entidades e a sociedade de maneira geral. Além disso, destaca que as audiências públicas foram efetivas em contribuir com a elaboração das propostas legislativas, buscando coibir a corrupção no âmbito corporativo, tendo sido este o ‘legado’ da CPI, segundo sinaliza o relatório. Seriam, portanto, os objetivos dos projetos:

- O aprimoramento da sistemática de responsabilidade civil contra o administrador de sociedade anônima, da ação de reparação de danos contra acionistas controladores e auditores independentes de sociedade anônima, da divulgação de fatos relevantes e da devolução e bônus e vantagens condicionadas a desempenho da companhia na ocorrência de fraudes que alteraram esse desempenho e sobre a alteração do prazo de prescrição de ações;
- a obtenção pelos auditores independentes com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), junto ao Banco Central do Brasil, inclusive por meio de acesso direto a sistemas de informações de crédito, de informações sobre operações de crédito contratadas pelas sociedades anônimas, sociedades de grande porte ou fundos de investimento por eles auditados em decorrência de lei ou ato normativo
- a tipificação do crime de infidelidade patrimonial;
- o aprimoramento do sistema de proteção do informante de boa-fé²⁵³.

3.8. A Lavagem da Governança: “quando as aparências enganam”

No mundo corporativo contemporâneo a prática de *washing* (em livre tradução da língua inglesa significa “lavando”) tem se tornado um tema de crescente preocupação e discussão. Em linhas gerais, essa prática envolve a adoção de medidas ou divulgações que visam criar uma imagem positiva ou enganosamente melhorada sobre determinadas ações ou políticas da empresa, sem que essas ações sejam genuínas, sustentáveis a longo prazo ou representem a realidade fática. Nesse sentido, o termo ‘*washing*’ pode ser aplicado em vários contextos, como ambiental, social, governança e diversidade.

Na literatura, a palavra *washing* tem sido amplamente conjugada a palavra *green* (em livre tradução da língua inglesa significa “verde”) formando a palavra *greenwashing*: um neologismo derivado da língua inglesa, que em tradução livre poderia significar lavagem verde ou “lavar com tinta verde”. Provável que a maior atenção dos acadêmicos a questão verde decorra do fenômeno de maior conscientização mundial pela questão ambiental, que acarretou na mudanças de legislações e, por conseguinte, na tentativa de se manter no mercado, ou quem sabe até mesmo melhorar os lucros, impulsionou as empresas a associarem seus negócios ao apelo ecológico. Portanto, o estímulo econômico é um campo fértil para empresas adotarem práticas de *greenwashing*, como defende Souza²⁵⁴.

Nessa perspectiva, quando olhamos para o E de ESG, muitas práticas promovidas por companhias podem, na verdade, ser apenas *greenwashing*, isto é, propaganda enganosa divulgada por uma empresa que se apresenta publicamente como ambientalmente

²⁵³ Ibid.

²⁵⁴ SOUZA, José Fernando Vidal de. **Uma abordagem crítica sobre o greenwashing na atualidade**. Revista de Direito Ambiental e Socioambientalismo. e-ISSN: 2525-9628, v. 3, n. 2, Maranhão, jul/dez. 2017, p. 148-172.

responsável, mas sem fundamentos para isso.

Na mesma linha de raciocínio, quando falamos do G de ESG, o caso da Americanas nos revela uma clara prática de *governance washing*, isto é, quando uma empresa aumenta, omite ou mente sobre seu comprometimento com compliance, ética e transparência²⁵⁵.

É claro que, em decorrência da contemporaneidade do tema, não existe um consenso na definição do que seria a prática de *washing* das ESGs, como é exposto por Netto, Sobral, Ribeiro et al.. Mas, os acadêmicos concordam que se trata de uma operação em que empresas criam uma ilusão de agendas sustentáveis, a fim de obter ganhos financeiros²⁵⁶.

É possível inferir, inclusive, que o caso da Americanas foi o estopim para a popularização do termo *governance washing*, que antes era ofuscado pelo *greenwashing*, ao menos no Brasil. Em uma rápida pesquisa na internet é possível encontrar inúmeros artigos que tratam de como a companhia foi capaz de “lavar a governança”. Não é de se esperar menos, afinal, como vimos nas seções anteriores, ao mesmo tempo que teve inúmeras falhas no sistema de governança, a varejista estava: (i) listada no Novo Mercado da B3, segmento conhecido por exigir altos padrões de transparência e governança; (ii) presente em inúmeros índices de governança; (iii) rankeada com louvor por agências de *rating*; e (iv) teve seus relatórios financeiros aprovados sem ressalva por agências independentes.

O que se verifica é que, apesar de a Americanas formalmente possuir boas práticas de Governança Corporativa, as investigações revelam que muitas dessas práticas eram meramente simbólicas. Em outras palavras, a empresa possui uma série de políticas e comitês, divulga relatórios que pareciam robustos, mas, na prática, não se traduzem em ações efetivas e que condizem com a realidade.

De acordo com Pinsky, professora, consultora e especialista em Sustentabilidade e ESG, a crise recente na Americanas expôs falhas significativas em seus mecanismos de governança. A empresa apresentou balanços financeiros que ocultavam a real situação econômica, enganando acionistas e investidores. Esse tipo de comportamento caracteriza o *governance washing*, onde a empresa tenta mascarar suas deficiências estruturais através de uma fachada de boas práticas²⁵⁷.

A análise da BI2 Partners destaca como a Americanas utilizou o conceito de "mindset

²⁵⁵ ÁLVARES; GIACOMETTI; GUSSO, 2008.

²⁵⁶ NETTO, Sebastian V. de F.; SOBRAL, Marcos F.F.; RIBEIRA, Ana R.B. et al. **Concepts and forms of greenwashing: a systematic review.** *Environ Sci Eur.* p. 32-19. 2020.

²⁵⁷ PINSKY, Vanessa. **Americanas: por que os mecanismos de governança não funcionaram e o que podemos aprender com o caso.** *Época Negócios*, 20 jan. 2023. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/colunas/coluna/2023/01/americanas-por-que-os-mecanismos-de-governanca-nao-funcionaram-e-o-que-podemos-aprender-com-o-caso.ghtml>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

ágil" como parte de sua estratégia de *governance washing*. O termo, amplamente utilizado no mundo dos negócios para descrever uma abordagem flexível e inovadora, foi adotado pela Americanas para mostrar modernidade e adaptação rápida às mudanças do mercado. Contudo, na prática, essa agilidade era apenas uma fachada que mascarava a falta de transparência e a manipulação de informações financeiras²⁵⁸.

Nesse sentido, o caso Americanas serve como um alerta para empresas, investidores, reguladores e auditores sobre os perigos do *governance washing*. A aparência de boas práticas; a publicação de extensos códigos de ética; a nomeação de robustos comitês de governança; a divulgação de relatórios de sustentabilidade extensos e superficiais; a existência de conselhos de administração figurativos; nada disso é suficiente. É essencial que essas práticas sejam genuinamente implementadas e seguidas, bem como devidamente fiscalizadas em auditorias internas, externas, órgãos reguladores e entidades do mercado. Afinal, a superficialidade na governança não só prejudica a confiança dos investidores e enfraquece o mercado, mas também pode levar a consequências legais e financeiras severas para a empresa, investidores e sociedade.

3.9. As consequências do caso Americanas: “ESG, uma utopia?”

O escândalo contábil da Americanas ‘sacudiu’ o mercado financeiro brasileiro, levantando questões sobre a eficácia da Governança Corporativa e a real aplicação da Agenda ESG (ambiental, social e governança). Afinal, estamos falando de uma gigante do mercado, que tem quase um século de existência e que, aparentemente, era uma referência na adoção da pauta ESG nas práticas corporativas, tendo em vista sua presença nos inúmeros índices, rankings e segmentada no Novo Mercado da B3.

É salutar lembrar que o caso da Americanas se junta a outros escândalos de empresas que também estavam listadas no segmento Novo Mercado da B3 — como o caso da VIA, IRB e CVC que também revelaram uma série de inconsistências no balanço da empresa — , o que expôs não apenas falhas estruturais dentro de empresas do país, colocou em xeque a confiança dos investidores e a integridade dos mercados financeiros, mas também levanta dúvidas sobre a atuação e papel dos agentes de regulação e fiscalização do mercado²⁵⁹.

No entanto, especialistas do mercado apresentam visões opostas sobre a magnitude do

²⁵⁸ Bi2. **Lojas Americanas e o Governance Washing**. Bi2 Partners. Disponível em: <<https://www.bi2partners.com.br/lojas-americanas-e-o-governance-washing/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

²⁵⁹ RYNGELBLUM, Ivan. **Caso Americanas: onde estavam CVM, PwC e B3?** Neo Feed, 12 jan. 2023. Disponível em: <<https://neofeed.com.br/blog/home/caso-americanas-onde-estavam-cvm-pwc-e-b3/>>. Acesso: 14 abr. 2024.

escândalo contábil da varejista e se ele realmente coloca a Governança Corporativa e a Agenda ESG em xeque.

Para Beni, docente de MBA na Fundação Getulio Vargas FGV, questionar a falha dos mecanismos do quarto maior índice de sustentabilidade do mundo (ISE B3) é inevitável:

Quando você organiza esse indicador de empresas selecionadas por critérios de reconhecimento e comprometimento com a sustentabilidade empresarial e todo esse conceito é espetacular. Mas quando se associa o escândalo da Americanas ao Índice, você congela e se pergunta “o que está acontecendo com todos os mecanismos de verificação internos de uma empresa S.A., com acionistas e ações na Bolsa, de 94 anos e com 40 mil empregados?” O que vai acontecer com essas famílias? Afinal, não é possível que um buraco de R\$ 20 bilhões tenha surgido somente nesse último exercício²⁶⁰.

Por sua vez, o Presidente da B3, em entrevista a jornalista quando questionado sobre o Papel do Novo Mercado, afirmou que o caso da Americanas não foi o primeiro e não será o último. Para ele, o Novo Mercado não tem um papel ‘inquisitório’, mas sim tem a função de informar investidores que uma empresa tem parâmetros mínimos de governança:

Especificamente no Novo Mercado, acho que é um contrato privado que diz o que a empresa deve fazer em termos de governança. Mas não cabe à B3 garantir ou avaliar o funcionamento dessa governança [...] Cabe aos acionistas, aos analistas, ao mercado e ao regulador intervir caso haja algum caso de fraude²⁶¹.

Para Procianoy, docente de governança na Fundação Dom Cabral, não há porque considerar que houve um abalo nos mecanismos de Governança Corporativa, pois esse é um sistema que deve se retroalimenta e auto aprende constantemente:

Entrar no Índice ISE B3 significa preencher uma série de requisitos de sustentabilidade e governança, mas não todos. No passado, empresas do índice foram pegadas na Lava Java, por exemplo. [...] o sistema de governança deve se retroalimentar, autoaprender constantemente. Haverá consequências, sim, sobre os conselheiros, que devem ser mais preparados. As companhias devem escolher melhor seus conselheiros e sua tarefa deve ser profunda, mesmo que haja algumas faíscas entre o conselho e a gestão²⁶².

Procianoy entende também que as ações para evitar a fraude na Americanas deveriam ter partido do Conselho:

As medidas que deveriam ter sido tomadas para evitar o rombo deveriam ter partido do conselho, que deveria ter sido mais profundo e reunido pessoas mais preparadas, que executam mais tarefas. Encontramos conselheiros que não têm tempo. Isso deve diminuir. Há conselheiros que são superficiais em alguns conhecimentos. Mas a parte

²⁶⁰ SALOMÃO, Cintia. **Caso Americanas põe governança em xeque**. Integridade ESG, 18 jan. 2023. Disponível em: <<https://integridadeesg.insightnet.com.br/caso-americanas-poe-governanca-em-xeque/>>. Acesso em 19 mar. 2024.

²⁶¹ INFOMONEY. **Caso Americanas (AMER3) testa regras do Novo Mercado**. Infomoney, 07 fev. 2023b. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/caso-americanas-amer3-testa-regras-do-novo-mercado/>>. Acesso em: 14 abr 2024.

²⁶² SALOMÃO, 2023.

financeira, por exemplo, deve ficar com alguém da área financeira. Cada um deve contribuir com na sua especialidade²⁶³.

No entanto, Beni defende que inevitavelmente os critérios dos índices serão colocados em dúvida:

Se colocará em dúvida e crítica os índices de governança. [...] Afinal, os investidores da Bolsa precisam ter segurança e garantia. Já existe um risco inerente no mercado acionário. Mas você precisa de alguns índices confiáveis para tomar decisões sobre onde aplicar o dinheiro. Eu espero que haja uma redefinição num país sério com uma estrutura séria como a B3 há que se dar explicações plausíveis. Enfim, há uma fraude que precisa ser explicada²⁶⁴.

Beni também destaca que é papel fundamental das entidades do mercado explicar o que efetivamente aconteceu, evitando assim risco à credibilidade dos mecanismos que medem políticas empresariais ESG:

[...] A B3 precisa vir a público explicar os critérios. Isso não pode ser colocado embaixo do tapete e pode estar acontecendo há 10 anos. [...] O ESG tem um fundamento e envolve um padrão internacional a ser seguido. As empresas têm responsabilidade ambiental, social e de governança. Um caso não pode ‘desmontar’ tudo, para que não se [...] banalize as práticas ESG. Os erros precisam ser explicados e as agências precisam ser depuradas para que as pessoas não transfiram o caso Americanas para a agenda da governança e não cheguemos a um patamar no qual a população comece a desacreditar de tudo²⁶⁵.

Marim, mestre em Governança Corporativa e Diretor Financeiro, defende que o cerne da governança “na estratégia seria evitar qualquer tipo de caso de corrupção”, além de enfatizar que não só os investidores são prejudicados com os problemas de governança, mas também as demais companhias de capital aberto e o desenvolvimento do mercado nacional.²⁶⁶

De fato, a crise teve implicações profundas no mercado de crédito. A Americanas, por exemplo, viu seu acesso ao crédito se tornar extremamente limitado, impactando negativamente seu fluxo de caixa e sua capacidade de operação. O caso elevou a percepção de risco para outras empresas do setor, o que levou a uma revisão das políticas de concessão de crédito pelos bancos e outras instituições financeiras, aumentando as exigências e as taxas de juros para novas emissões de dívida, complicando ainda mais o cenário de crédito no Brasil²⁶⁷.

Para Lori, conselheira independente da Copel, da JBS e presidente do conselho de administração do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) em 2021, o que se observa, infelizmente, é que a governança serve para cumprir tabela. No entanto, entende que

²⁶³ Ibid.

²⁶⁴ Ibid.

²⁶⁵ Ibid.

²⁶⁶ INFOMONEY, 2023b.

²⁶⁷ KRAMER, Vandrê. **Crise das Americanas complica ainda mais o cenário do crédito**. Gazeta do Povo, 28 fev. 2023. Disponível: <<https://www.gazetadopovo.com.br/economia/crise-das-americanas-eleva-percepcao-de-risco-e-complica-ainda-mais-o-cenario-do-credito/>>. Acesso em: 17 abr. 2024.

não necessariamente mais regulação leva a uma melhor governança. Mas, na verdade, precisamos pensar sobre como incorporar as práticas de Governança na empresa, iniciando pelo Conselho de Administração²⁶⁸.

No congresso, o legislador, por sua vez, já começou a fazer suas movimentações. O projeto de lei nº 2091/23, enviado em abril, objetiva introduzir novos tipos penais na Lei das S/A²⁶⁹: indução a erro no mercado de capitais, fraude contábil, influência imprópria, falsidade ideológica em manifestação e administração infiel²⁷⁰.

Outro ponto relevante destacado por Loria é em relação ao estabelecimento das remuneração variáveis baseadas em metas de curto prazo e agressivas, o que ela acredita ser um impulsionador para os casos de fraude, uma vez que “há executivos que contam com a remuneração variável e o que acabam fazendo para atingir a meta pode ultrapassar o limite da governança”²⁷¹. As metas deveriam ser mais condizentes com a realidade, especialmente porque devem incluir temas para além da pauta financeira, isto é, a pauta ESG e que tratamos neste trabalho como Governança da Sustentabilidade.

Steinberg, que é especialista em Governança Corporativa e Presidente da consultoria Mesa Corporate, acredita que uma grande falha do Novo Mercado da B3 é a falta de duras punições. Ele destaca quanto ao teto de multas: até 2017 a CVM estabelecia o teto por volta de R\$ 500 mil. Apesar de ter aumentado para R\$ 50 milhões, ele entende que ainda é considerado baixo. Por exemplo, no caso da Americanas esse valor representaria cerca 0,25% do rombo. Assim, essas multas deveriam ser proporcionais ao tamanhos da fraude cometida, ao contrário, a empresa paga 50 milhões e continua operando normalmente perante a CVM²⁷².

Silva, também destaca que o problema que existe no Novo Mercado em relação a solução de algumas disputas, como é o caso da compra de ativos supervalorizados que deve ser resolvido por arbitragem. Vejamos, no caso da Americanas, aquele investidor que comprou a ação antes da divulgação da fraude acreditava que a empresa tinha um determinado valor de mercado, o que foi desmascarado posteriormente. Assim, este investidor teria que recorrer a arbitragem para discutir o preço da ação, o que pode custar caro para um pequeno investidor, não fazer sentido entrar com o pleito e ter que amargar essa perda²⁷³.

²⁶⁸ INFOMONEY, 2023b.

²⁶⁹ SOUZA, Karina. **Caso Americanas gera novos projetos de lei – a dúvida é se o Brasil precisa deles.** Exame, 13 dez. 2023. Disponível em: <<https://exame.com/insight/caso-americanas-gera-novos-projetos-de-lei-a-duvida-e-se-o-brasil-precisa-deles/p>>. Acesso em: 17 mar. 2024.

²⁷⁰ Vale destacar que nos EUA, a Lei Sarbanes-Oxley surge a partir dos escândalos de contabilidade na Xerox e na Enron, no começo dos anos 2.000,

²⁷¹ INFOMONEY, 2023b.

²⁷² Ibid.

²⁷³ Ibid.

Todavia, mesmo com todos os problemas de governança elencados, é possível dizer que o Novo Mercado mantém ainda um papel relevante para guiar os investimentos em companhias que possuem boas práticas. O que não exige as entidades do mercado e o regulador de se explicarem e fortalecerem, mais do que nunca, a relevância de um sistema de governança e pauta ESG forte, tanto internamente como externamente. Isso inclui, inclusive, melhorar mecanismos de fiscalização, fortalecer punições e reavaliar os seus critérios.

Gonzalez, especialista em Governança Corporativa, ressalta que o caso Americanas sublinhou a importância de um conselho de administração ativo e independente, bem como de comitês de auditoria robustos e comprometidos com a transparência. Para ele, a falta de diligência do conselho e dos auditores contribuiu para a perpetuação das práticas contábeis fraudulentas²⁷⁴.

Outrossim, muito embora não seja a primeira vez que acontece um escândalo contábil no mercado de valores mobiliários brasileiro, não é forçoso dizer que a magnitude do caso da varejista tomou uma proporção tão grande quanto o peso que os empresários envolvidos nela têm no mercado. Dessa perspectiva, o caso da Americanas pode abrir uma janela de oportunidade para incentivar a pauta da governança nas empresas brasileiras.

Capirazi, acredita que a magnitude do caso deve impactar os executivos e levar as companhias do mercado brasileiro a enxergar a Governança Corporativa como uma oportunidade diferenciada de expor sua imagem. Até porque, segundo uma pesquisa da ManpowerGroup, o pilar menos valorizado da Agenda ESG é justamente a Governança Corporativa²⁷⁵.

Nesse sentido, Valéria Café, membra da Controladoria-Geral da União (CGU) e diretora de vocalização e influência do IBGC, destaca as oportunidades que o caso da varejista pode trazer para a pauta da governança, enfatizando que a cada fraude a régua da governança sobe e o interesse pelo tema aumenta:

Qualquer processo de fraude ou problema de governança que exista dentro de uma organização reforça a necessidade de governança no setor. A cada fraude, sobe a régua da governança. Então, podemos dizer que o interesse sobre o assunto aumentou, as pessoas quiseram compreender o que é essa governança e como ela agrega valor²⁷⁶.

²⁷⁴ TAVARES, Leandro. **Ao que parece, Americanas, Light e Casas Bahia não tiveram governança**. CapitalAberto, 15 mai. 2024. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/entrevista/roberto-gonzalez-especialista-em-governanca-corporativa-fala-no-alem-do-capital/>>. Acesso em 15 abr. 2024.

²⁷⁵ CAPIRAZI, Beatriz. **ESG: Caso Americanas deve ter impacto direto na agenda de governança corporativa** em 2024. Estadão, 25 dez. 2023. Disponível em: <https://www.estadao.com.br/economia/governanca/fraudes-escandalos-impacto-agenda-governanca-corporativa-2024/?utm_source=linkedin%3Anewsfeed&utm_medium=social-organic&utm_campaign=redes-sociais%3A122023%3Ae&utm_content=%3A%3A%3A&utm_term=>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

²⁷⁶ Ibid.

Em suma, o que podemos concluir é que o problema não está na governança ou na pauta ESG, mas sim, em primeiro lugar, (i) na análise do papel e responsabilidades das entidades do mercado e da autoridade reguladora e, em segundo, (ii) no entender de que forma podemos concretizar aquelas inúmeras políticas que estão no papel.

Em relação ao primeiro ponto, como defendem os especialistas apresentados, é preciso que a B3, a CVM, o legislador, as entidades de rating e todos os envolvidos no processo regulatório e de validação das práticas de governança e ESG revisem os critérios de inclusão das companhias em seus índices e rankings, bem como punam adequadamente na ocorrência de desvios. Isso é fundamental para fortalecer o mercado e proteger a governança e a Agenda ESG do descrédito.

Em relação ao segundo ponto, evidente que nenhum sistema será capaz de impedir que uma empresa venha cometer condutas ilícitas, mas é certo que a governança impulsiona aqueles que desejam fazer a coisa certa. As boas práticas existem, estão documentadas em manuais, protocolos, cartilhas e regulamentos, como no caso da Americanas. Ocorre que isso não impede que alguém, ainda assim, faça o errado. Então, o olhar para o futuro não deve ser pela validação, ou não, da governança ou da pauta ESG, mas sim para a forma como conseguiremos traduzir o que está no papel para o dia a dia da companhia. É por isso que o caso da varejista sublinhou a importância de cultivar uma cultura ética e robusta nas empresas, conforme veremos a seguir.

3.10. A falha no Sonho Grande: o papel da Cultura para concretização de uma Governança da Sustentabilidade

Edgar Henry Schein, notável teórico sobre o tema cultura corporativa, afirma ser essencial que vejamos o mundo através de lentes culturais para que possamos compreender as organizações e as forças que atuam nelas. Ele defende que, enquanto nosso comportamento é guiado por nossa personalidade e caráter, o comportamento dos membros de uma companhia é moldado pela cultura²⁷⁷.

Para Schein, a cultura organizacional é definida como um conjunto de valores compartilhados pelos membros de uma organização, diferenciando-a das outras²⁷⁸. Hofstede define cultura organizacional como a forma pela qual os membros de uma organização

²⁷⁷ SCHEIN, E. H., **Cultura Organizacional e Liderança**. Tradução Ailton Bomfim Brandão; Revisão Técnica Humberto Mariotti. São Paulo: Atlas, 2009.

²⁷⁸ SCHEIN, 2009.

interagem entre si, com seu trabalho e com o ambiente externo, em contraste com outras organizações²⁷⁹. Fleury descreve a cultura organizacional como um conjunto de valores e pressupostos básicos manifestados por meio de elementos simbólicos. Esses elementos têm a capacidade de organizar, atribuir significados e construir a identidade da organização, servindo tanto como meios de comunicação e consenso quanto como instrumentos para dissimular e manipular relações de poder²⁸⁰. Para Chiavenato, a cultura organizacional inclui a forma como as pessoas interagem dentro da organização, as atitudes predominantes, as suposições subjacentes, às aspirações e os tópicos relevantes nas interações entre os membros²⁸¹.

Destarte, de maneira geral, as definições de cultura organizacional englobam as ideias de costumes, valores, crenças e comportamentos. Nesse sentido, é possível dizer que a cultura organizacional pode ser vista como um padrão de referência que orienta os membros da organização em diversas situações²⁸². Quando a maioria dos integrantes adota a cultura dominante, isso resulta na identidade organizacional, que diferencia a companhia das demais²⁸³.

Schein, destaca ainda que a cultura revela fenômenos que estão abaixo da superfície, possuindo um impacto substancial e quase invisível, além de um considerável grau de inconsciência²⁸⁴. Para ele, a cultura organizacional não é diretamente perceptível ou observável, mas é identificada por meio de seus efeitos e consequências, semelhante a um iceberg²⁸⁵.

Analisando o caso da Americanas, como vimos em pontos anteriores, a varejista tinha um sistema de Governança Corporativa bem estruturado, ao menos analisando do ponto de vista formal. Portanto, não é forçoso dizer que o problema da fraude não está atrelado, necessária ou exclusivamente, a falta de mecanismos de governança, mas sim está relacionado

²⁷⁹ HOFSTEDÉ, G., **Organizational Culture What You Need to Know**. The Culture Factor Group, 2020. Disponível em: <<https://hi.hofstede-insights.com/organisational-culture>>. Acesso em 07 mar. 2024.

²⁸⁰ FLEURY, M. T. L. **O Desvendar a Cultura de uma Organização – uma discussão metodológica**. In: *Cultura e Poder nas Organizações*. Maria Tereza Leme Fleury e Rosa Maria Fischer (organizadoras). 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

²⁸¹ CHIAVENATO, I. **Comportamento Organizacional: a dinâmica do sucesso das organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

²⁸² LOPES, Elaine Cristina; VALENTIM, Marta Lígia Pomim; FADEL, Bárbara. **Efeitos da cultura organizacional no desenvolvimento dos modelos de governança corporativa**. Revista FAMECOS Porto Alegre, v. 21, n. 1, pp. 268-286, jan.-abr. 2014. Disponível em: <<https://revistaseletronicas.pucrs.br/index.php/revistafamecos/article/view/13830/11334>>. Acesso em: 04 abr. 2024.

²⁸³ RUSSO, G., **Diagnóstico da Cultura Organizacional: o impacto dos valores organizacionais no desempenho das terceirizações**. Rio de Janeiro: Elsevier de São Paulo: Dedix, 2010.

²⁸⁴ SCHEIN, 2009.

²⁸⁵ CHIAVENATO, 2010.

a aplicabilidade e incorporação desses mecanismos no dia a dia da empresa, isto é, a falta de uma cultura organizacional da responsabilidade dentro da companhia.

A Governança Corporativa se baseia em quatro pilares fundamentais: transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa. Esses pilares são essenciais para garantir que as empresas operem de maneira ética e responsável, protegendo os interesses de todos os stakeholders. No entanto, a simples existência de políticas de Governança não é suficiente; é crucial que essas políticas sejam efetivamente implementadas e integradas à cultura organizacional. Em outras linhas, quando esses princípios existem apenas no papel e não são implementados pela alta direção, a empresa se torna vulnerável a fraudes e outras práticas prejudiciais.

No caso da Americanas, apesar de estar listada no Novo Mercado da B3, que exige altos padrões de governança e transparência, a empresa falhou em praticar esses princípios de maneira consistente. A presença de um conselho de administração, comitê de auditoria, canal de denúncia e diversas políticas empresariais não impediu a ocorrência de fraudes contábeis.

É nesse ponto que a ausência de uma cultura organizacional, que efetivamente incorpore os valores éticos e os princípios da Governança Corporativa, revela uma falha profunda na Americanas. A Governança Corporativa deve ser mais do que uma formalidade. Ela deve ser uma prática ativa e consciente, enraizada na cultura da empresa e seguida por todos os níveis de gestão. Mas, quando os líderes da empresa são os próprios responsáveis por práticas fraudulentas, a essência da governança é destruída.

Para entender melhor as raízes dessa falha, é fundamental examinar o modelo de negócios da Americanas e a cultura voltada para resultados imediatos que permeiam suas operações.

A cultura organizacional da Americanas é conhecida como a cultura empresarial da 3G Capital, tendo em vista a associação à figura dos três acionistas de referências da Americanas: Jorge Paulo Lemann, Beto Sicupira e Marcel Telles, conhecidos como “os 3 do Garantia”²⁸⁶. A história do 3G é contada no livro ‘Sonho Grande: como Jorge Paulo Lemann, Marcel Telles e Beto Sicupira revolucionaram o capitalismo brasileiro e conquistaram o mundo’, que além de relatar os bastidores da vida dos três investidores, enaltece essa cultura corporativa de metas agressivas e obsessão por resultados²⁸⁷.

²⁸⁶ Garantia faz referência ao icônico Banco Garantia comandado pelo 3G (Jorge Paulo Lemann, Beto Sicupira e Marcel Telles), onde foi estabelecida a cultura corporativa que marcou o mercado financeiro.

²⁸⁷ ALPEROWITCH, Fábio. **A derrocada da Americanas e o capitalismo tóxico do resultado a qualquer custo.** LinkedIn, 16 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/pulse/derrocada-da-americanas-e-o-capitalismo-t%25C3%25B3xico-do-alperowitch-cfã/?trackingId=DEgTyiztQQ6QqhCB4YH7%2Bw%3D%3D>>. Acesso em: 16 abr. 2024.

Isso fica evidenciado no Código de Ética e Conduta da Americanas que menciona a orientação para resultados, meritocracia, senso de dono e valorização do cliente como características centrais da cultura da empresa²⁸⁸. Dentre os sete valores da empresa, destaca-se um deles: “ser obcecado por resultados”, o que para Bizzo, Conselheiro de Administração, deveria ser um contra-valor, pois “um obcecado pode não ter limites”²⁸⁹. A impressão que fica é que o foco obsessivo por resultados pode ter criado um ambiente onde práticas antiéticas eram toleradas, ou até incentivadas. Assim, defende Bizzo, que uma cultura voltada para resultados imediatos pode ter contribuído para um ambiente onde a ética foi negligenciada em favor do lucro rápido²⁹⁰.

Na mesma linha de raciocínio, Fabio Alperowitch, especialista em ESG, defende que o caso da Americanas não é isolado, mas sim "um caso emblemático de falência de uma cultura tóxica de busca do resultado a qualquer custo"²⁹¹. Enquanto Alexandre Di Miceli, acredita que o escândalo trouxe à tona a persistência de práticas empresariais da ‘velha economia’, focadas exclusivamente no lucro. Ele ainda define a cultura da Americanas como ‘modelo 3G’: “é destrutivo, não é de criação de valor.”²⁹².

Alperowitch, defende que a obsessão por resultados pode levar a práticas onde os interesses dos stakeholders são frequentemente ignorados em prol de atender aos objetivos financeiros da empresa:

Não é difícil concluir que se o valor da empresa é a obsessão por resultados, assim será sua cultura e, portanto, sua prática. A busca pelo resultado a qualquer custo inclui passar por cima dos interesses dos stakeholders para atender interesses próprios, muitas vezes negligenciando integridade e ética²⁹³.

Outro aspecto revelador da cultura organizacional da Americanas é a enorme discrepância salarial entre o CEO e os colaboradores. De acordo com uma pesquisa de 2021

²⁸⁸ Código de Ética e Conduta - Americanas S.A. Para mais informações conferir: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/347dba24-05d2-479e-a775-2ea8677c50f2/59700b1d-c7a7-b6e1-0192-c13440779f1e?origin=1>>. Acesso em 13 abr. 2024.

²⁸⁹ BIZZO, Antônio Carlos. **Qual a relação entre governança corporativa e o caso Americanas?** LinkedIn, 09 mar. 2023. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/pulse/qual-rela%C3%A7%C3%A3o-entre-governan%C3%A7a-corporativa-e-o-caso-americanas-bizzo/>>. Acesso em: 04 abr. 2024.

²⁹⁰ BIZZO, 2023.

²⁹¹ PAMPLONA, Nicolau. **Caso Americanas reflete cultura tóxica de resultado a qualquer custo.** Folha, 23 fev. 2023. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2023/02/caso-americanas-reflete-cultura-toxica-de-resultado-a-qualquer-custo-diz-gestor.shtml>>. Acesso em: 05 abr. 2024.

²⁹² CAPIRAZI, Beatriz. **Caso Americanas abalou governança corporativa e elevou régua de transparência para as empresas.** Estadão, 10 jan. 2024. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/economia/governanca/um-ano-americanas-especialistas-efetividade-governanca/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

²⁹³ ALPEROWITCH, 2023.

realizada em parceria com a FGV, o principal executivo da Americanas ganhava 431 vezes mais que a média salarial dos colaboradores. Em 2019, essa diferença era ainda maior, com o CEO ganhando 663 vezes mais. Essa desigualdade não apenas reflete um sistema de incentivos desequilibrado, mas também destaca um possível desalinhamento entre os interesses dos gestores e os dos demais membros da organização²⁹⁴.

Fato é que esta abordagem foi particularmente evidente na fraude contábil que ocultou um rombo financeiro colossal, afetando negativamente acionistas, credores, fornecedores, e até mesmo os funcionários, cujo emprego foi colocado em risco. Cabe destacar, inclusive, que a fraude contábil resultou em lucros inflados, o que muito provavelmente deve ter levado ao pagamento indevido de bônus a executivos e dividendos a acionistas. Além disso, a manipulação contábil pode ter facilitado o cumprimento de cláusulas restritivas de endividamento, enganando bancos e investidores sobre a real situação financeira da empresa²⁹⁵.

Nesse sentido, a crise enfrentada pela Americanas serve como um alerta sobre a importância crucial de uma cultura organizacional alinhada com práticas efetivas de Governança Corporativa. Embora a empresa tivesse formalmente adotado princípios e políticas de governança, a falha em implementar esses princípios na prática resultou em uma das maiores fraudes corporativas do Brasil. Isso sugere que sem uma cultura ética forte, mesmo as melhores políticas de governança podem falhar em prevenir fraudes e práticas antiéticas.

Ainda que o caso de fraude na varejista exponha pontos de melhorias no que diz respeito ao aspecto formal da Governança Corporativa, é essencial reconhecer que o maior ponto de atenção está relacionado à necessidade de uma cultura ética nas empresas. Isso porque, a crise ilustra como a falta de uma cultura organizacional, que coloque em prática os princípios da Governança Corporativa, pode levar a consequências desastrosas. Afinal, a fraude contábil não é um ato isolado; ela requer a conivência e a cooperação de múltiplos indivíduos dentro (e fora) da organização. Esses indivíduos, ao priorizarem ganhos financeiros ilícitos, comprometem a integridade da empresa.

Outrossim, este modelo de negócios focado em corte de custos e resultados de curto prazo, demonstra como a falta de consideração pelos interesses dos stakeholders pode levar a

²⁹⁴ Ibid.

²⁹⁵ CARDOSO, Rafael. **Fraude na Americanas**: lucro fictício foi de R\$ 25,3 bilhões. Agência Brasil, 16 de mai. 2024. Disponível em: <

falhas na governança. Nesse sentido, Spitzeck, diretor do Núcleo de Sustentabilidade da Fundação Dom Cabral, questiona: “se isso acontece na governança de indicadores financeiros, que são altamente regulados e seguem um padrão [...], como será a governança dos indicadores sociais e ambientais?”²⁹⁶. Além disso, ele questiona sobre os desdobramentos do caso com possível impacto nos padrões sociais e ambientais, uma vez que há o risco de serem rebaixados para reduzir custos ²⁹⁷.

De fato, é inevitável não questionar se as empresas que adotam esse modelo podem também estar negligenciando os impactos sociais e ambientais de suas operações, comprometendo a sustentabilidade a longo prazo. Afinal, a pressão por resultados imediatos pode levar a práticas que, embora lucrativas no curto prazo, são insustentáveis e prejudiciais a longo prazo²⁹⁸.

É por isso que a Governança Corporativa eficaz deve ser integrada à cultura da empresa, com um foco equilibrado nos interesses de todos os stakeholders, não apenas dos acionistas de referência. Mas, além disso, as empresas devem adotar uma abordagem de longo prazo, considerando os impactos de suas operações na sociedade, no meio ambiente e nas relações com clientes, fornecedores e colaboradores. É o que chamamos neste trabalho de Governança da Sustentabilidade.

A Governança da Sustentabilidade exige que as empresas considerem não apenas os resultados econômicos, mas também os impactos sociais e ambientais de suas atividades. Isso significa que as decisões empresariais devem refletir um compromisso com a justiça social, a proteção ambiental e a transparência. Uma cultura organizacional ética é fundamental para garantir que esses valores sejam incorporados nas práticas empresariais. Sem essa base, a empresa corre o risco de adotar uma abordagem meramente simbólica.

Afinal, a ausência de uma cultura organizacional alinhada com valores éticos pode seriamente comprometer a Governança da Sustentabilidade em várias dimensões: sem um compromisso ético enraizado, as empresas podem falhar em integrar de forma genuína as práticas de sustentabilidade em suas operações diárias, tratando-as apenas como requisitos superficiais ou estratégias de marketing. Isso enfraquece a capacidade da empresa de gerar valor real e duradouro para todos os stakeholders.

Assim, para uma Governança da Sustentabilidade eficaz, é necessário uma cultura

²⁹⁶ SPITZECK, Heiko Hosomi. **Caso Americanas expõe falta de cultura de integridade nas empresas.** Fundação Dom Cabral, 30 jan. 2023. Disponível em: <<https://sejarelevante.fdc.org.br/caso-americanas/>>. Acesso em: 05 abr. 2024.

²⁹⁷ Ibid.

²⁹⁸ BIZZO, 2023.

organizacional que valorize a ética, a transparência e a equidade, mas também integre práticas ESG de forma genuína, promovendo uma governança equilibrada e justa, não só com os interesses dos acionistas de referências, mas também com os stakeholders.

Destarte, o caso da Americanas demonstra que a verdadeira Governança da Sustentabilidade vai além de regulamentações e políticas escritas. Ela exige uma cultura organizacional comprometida não só com os resultados financeiros, mas também com a ética, a transparência, responsabilidade e a pauta ESG. Sem essa cultura, as práticas de governança não passam de formalidades vazias, incapazes de prevenir fraudes e garantir a integridade e perenidade da organização. O caso serve como um alerta sobre a importância de uma cultura organizacional que vá além da pauta econômica, mas que incorpore também a pauta ESG, isto é, as questões que englobam a Governança, a questão Ambiental e a questão Social.

Peter Drucker, pai da administração moderna, uma vez disse: "a cultura come a estratégia no café da manhã²⁹⁹". Em outras linhas, é o mesmo que dizer que investir em regulamentações e processos robustos de governança será inútil se não estiverem acompanhados por uma cultura organizacional de integridade.

É essencial compreender a cultura de uma organização para que seja possível harmonizar uma Governança da Sustentabilidade com os objetivos estratégicos da empresa, uma vez que a cultura organizacional influencia o comportamento, a missão e as metas da organização, orientando a empresa em sua direção. Se a cultura for ruim, deletéria ou destrutiva, é muito provável que o direcionamento dessa organização está fadado ao fracasso em termos de governança, ainda que existam inúmeras políticas escritas em pedra.

²⁹⁹MARTINS, Guto. **A cultura come a estratégia no café da manhã — o que isso quer dizer?** Medium, 3 dez. 2020. Disponível em: <<https://medium.com/uxips/a-cultura-come-estrat%C3%A9gia-no-caf%C3%A9-da-manh%C3%A3-o-que-isso-quer-dizer-4babd7e67ca2>>. Acesso em: 16 abr. 2024.

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como o objetivo geral entender a relevância e a funcionalidade prática do pilar de Governança Corporativa na concretização de uma agenda ESG (Environmental, Social, and Governance) eficaz, a partir do caso de fraude da Americanas S.A. Especificamente, o estudo buscou analisar os instrumentos jurídicos e institucionais fundamentais para a validação e concretização da Governança Corporativa em empresas de capital aberto, estabelecendo uma leitura crítica do paradigma ESG com foco na governança como precursor do desenvolvimento de uma Governança da Sustentabilidade.

Além disso, buscou-se investigar as consequências da fraude corporativa na Americanas S.A. para a companhia e o ambiente de negócios, examinando a influência da fraude na credibilidade da Agenda ESG, os critérios das entidades do mercado para a inclusão da varejista no Índice de Sustentabilidade e no Novo Mercado, bem como a prática de *governance washing*. Por fim, o trabalho buscou estudar os mecanismos institucionais que dizem zelar pela Governança Corporativa, avaliando se o G de ESG é um paradigma utópico ou uma oportunidade de aprimorar os mecanismos de defesa do mercado e da sociedade.

Assim, ao longo dos capítulos, aborda-se a evolução dos conceitos de Governança Corporativa e ESG, bem como a análise das práticas da Americanas em relação a esses temas, culminando na exposição das fraudes contábeis recentes e suas implicações.

Para tanto, analisamos, inicialmente, a Governança Corporativa, como peça fundamental para assegurar a transparência, a equidade, a prestação de contas e a responsabilidade corporativa. Esses pilares são essenciais para garantir que as empresas operem de maneira ética e responsável, protegendo os interesses de todos os stakeholders.

Em seguida, o debate se voltou para a Agenda ESG, que incorpora preocupações ambientais, sociais e de governança e representa uma evolução significativa no âmbito corporativo, por desafiar as empresas a considerarem não apenas os resultados financeiros, mas também os impactos de suas atividades sobre o meio ambiente e a sociedade. Mas, acima de tudo, analisou-se que um sistema equilibrado e transparente de Governança (G) viabiliza a excelência e concretude dos aspectos Ambientais (E) e Sociais (S) da agenda. Nesse sentido, introduziu-se o conceito de Governança da Sustentabilidade e demonstrou-se que a transição para ela implica uma mudança fundamental na forma como as empresas operam, exigindo a criação de estruturas e processos que assegurem o cumprimento de objetivos sociais e ambientais, além dos financeiros.

Por fim, lançamos o olhar para o caso da Americanas, entendendo os mecanismos internos de governança, que incluem, mas não se limitam, um Conselho de Administração

composto por membros independentes e representantes dos acionistas, um Comitê de Auditoria encarregado de monitorar as demonstrações financeiras e os controles internos (como inúmeras políticas e regulamentos), além de uma Diretoria Executiva responsável pela implementação das diretrizes estratégicas.

Além dos mecanismos internos, também estudou-se os mecanismos externos de governança e suas prováveis falhas no caso da Americanas. Esses mecanismos incluem a supervisão por parte de órgãos reguladores como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), auditorias externas realizadas por empresas independentes e a fiscalização por parte da bolsa de valores B3, que deveria assegurar o cumprimento das normas do Novo Mercado. No entanto, apesar de ainda ser difícil apresentar culpados, dado o andamento das investigações, certo é que os mecanismos regulatórios e fiscalizadores do mercado de capitais não foram capazes de detectar a fraude na Americanas por vários motivos. Primeiramente, houve uma falha significativa nas auditorias externas, que não conseguiram identificar as práticas contábeis fraudulentas ao longo dos anos. Essas auditorias, realizadas por empresas independentes, deveriam ter atuado como uma linha de defesa crítica, mas mostraram-se inadequadas, quiçá lenientes ou negligentes. Em segundo lugar, a CVM e a B3, responsáveis por regular e fiscalizar as práticas de Governança Corporativa e garantir a transparência das informações financeiras, não exerceram uma supervisão eficaz, o que pode ser atribuído a limitações nos processos de monitoramento e controle, bem como à confiança excessiva nas auditorias externas e nos relatórios fornecidos pela empresa. Além disso, a complexidade das operações financeiras e a habilidade dos gestores em mascarar as inconsistências contábeis podem ter dificultado a detecção precoce das irregularidades. Desta forma, é provável que a combinação desses fatores permitiu que a fraude na Americanas passasse despercebida por um longo período, evidenciando a necessidade de aprimoramento dos mecanismos regulatórios e fiscalizadores para prevenir futuros escândalos corporativos.

Dado o exposto, constatou-se que o simples estabelecimento de políticas de Governança Corporativa não é suficiente; é crucial que essas políticas sejam efetivamente implementadas e integradas à cultura organizacional. Sem uma base ética forte, as melhores práticas de governança podem falhar, como evidenciado no estudo de caso. Nesse sentido, a fraude na varejista ilustra as graves consequências da falta de uma cultura organizacional alinhada com os princípios de Governança Corporativa e ESG. Isto é, embora a empresa estivesse formalmente comprometida com altos padrões de governança, a prática mostrou-se deficiente, resultando em uma das maiores fraudes corporativas do Brasil. Portanto, a análise revela que a verdadeira Governança da Sustentabilidade vai além de regulamentações e

políticas escritas; ela exige uma cultura organizacional comprometida com a ética, a transparência, responsabilidade, isto é, a governança deve ser mais do que uma formalidade; deve ser uma prática ativa e consciente, enraizada na cultura da empresa e seguida por todos os níveis de gestão .

Além disso, o caso da Americanas ilustra os perigos de uma cultura voltada exclusivamente para resultados imediatos sem uma governança ética eficaz. Em outras linhas, é dizer que embora a empresa possuísse políticas de governança ostensivamente robustas, a falta de uma cultura ética levou a práticas fraudulentas que prejudicam não apenas sua reputação, mas também a confiança de seus stakeholders. Se a Americanas tivesse cultivado uma cultura organizacional comprometida com a ética e a transparência, é provável que os mecanismos de governança teriam sido mais eficazes em prevenir a fraude e promover a sustentabilidade. O exemplo da Americanas mostra que, sem uma cultura forte e ética, mesmo as melhores políticas de governança podem falhar em prevenir fraudes e práticas antiéticas.

Nesse sentido, um trabalho que começou se propondo a analisar os aspectos da Governança para a implementação efetiva da Agenda ESG, concluiu que para tal, se faz necessário adaptar práticas de governança a estruturas corporativas específicas, isto é, a compreensão de que a Governança Corporativa é uma jornada cultural. A falta de alinhamento entre os princípios de governança e a cultura organizacional pode levar a falhas significativas, como demonstrado no caso da Americanas. Portanto, é essencial que as empresas desenvolvam uma cultura organizacional que valorize a ética, a transparência e a equidade.

Destarte, o estudo de caso da Americanas contribui para a teoria e prática da Governança Corporativa e ESG de várias maneiras. Teoricamente, reforça a ideia de que a governança eficaz é fundamental para a sustentabilidade corporativa e que a falta de uma cultura organizacional ética pode comprometer seriamente a integridade das práticas de governança, o que conseqüentemente prejudica a efetividade dos aspectos ambientais e sociais da Agenda ESG. Praticamente, destaca a necessidade de uma implementação genuína dos princípios de ESG nas operações diárias das empresas, indo além das formalidades e relatórios estéticos .

A análise também sugere que a crise na Americanas pode abrir uma janela de oportunidade para incentivar a pauta da governança nas empresas brasileiras. A cada fraude, a régua da governança sobe, aumentando o interesse pelo tema e a necessidade de práticas mais robustas e transparentes. Isso é fundamental para fortalecer o mercado e proteger a Agenda ESG do descrédito.

Desta forma, entende-se que a Governança da Sustentabilidade representa um avanço significativo na forma como as empresas operam, mas ela exige um compromisso contínuo com uma cultura organizacional que engloba a ética, a transparência e a equidade. Portanto, as empresas devem adotar uma abordagem de longo prazo, considerando os impactos de suas operações na sociedade, no meio ambiente e nas relações com todos os stakeholders. Somente assim será possível alcançar uma verdadeira Governança da Sustentabilidade, promovendo um futuro mais justo e sustentável para todos.

REFERÊNCIAS

AZEVEDO, Rita. VIEIRA, André Guilherme. **CCR fecha acordo de leniência no PR e pagará R\$ 750 milhões por corrupção.** Valor Econômico, São Paulo, 07 mar. 2019.

Disponível em:

<<https://valor.globo.com/empresas/noticia/2019/03/07/ccr-fecha-acordo-de-leniencia-no-pr-e-pagara-r-750-milhoes-por-corrupcao.ghtml>>. Acesso em: 15 de set. 2023.

ÁLVARES, Elismar; GIACOMETTI, Celso; GUSSO, Eduardo. **Governança Corporativa: Um modelo brasileiro.** Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ARAUJO, Danilo de Sousa. **O caso Americanas: Análise da Fraude sob a Ótica da Teoria da Agência.** 3º Congresso UFG de Contabilidade, Controladoria e Finanças. Disponível em: <https://www.researchgate.net/profile/Danilo-Araujo-3/publication/376232927_O_CASO_A_MERICANAS_Analise_da_Fraude_sob_a_Otica_da_Teoria_da_Agencia/links/656f81a17344a829b5e19804/O-CASO-AMERICANAS-Analise-da-Fraude-sob-a-Otica-da-Teoria-da-Agencia.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2024.

ALPEROWITCH, Fábio. **A derrocada da Americanas e o capitalismo tóxico do resultado a qualquer custo.** LinkedIn, 16 jan. 2023. Disponível em:

<<https://www.linkedin.com/pulse/derrocada-da-americanas-e-o-capitalismo-t%C3%B3xico-do-alperowitch-cfa/?trackingId=DEgTyiztQQ6QqhCB4YH7%2Bw%3D%3D>>. Acesso em: 16 abr. 2024.

BRASIL, Emanuelle. **CEO da Americanas descarta inconsistência contábil e reconhece fraude:** Empresa demitiu 30 funcionários vinculados à fraude. Câmara dos Deputados, Distrito Federal, 13 jun. 2023. Disponível em:

<<https://www.camara.leg.br/noticias/970959-ceo-da-americanas-descarta-inconsistencia-contabil-e-reconhece-fraude/>>. Acesso em: 30 jun. 2023.

BERLE JR. A. Adolf; MEANS, Gardiner. C. **The modern Corporation and private property.** New York: The Macmillan Company, 1932. Disponível em:

<<https://archive.org/details/in.ernet.dli.2015.216028/page/n5>>. Acesso em: 20 set 2023.

BARIFOUSE, Rafael. **Rombo na Americanas: quem perdeu e quem ganhou com prejuízos que devem render batalha na Justiça.** Uol, São Paulo, 17 jan. 2023. Disponível em:

<<https://economia.uol.com.br/noticias/bbc/2023/01/17/rombo-na-americanas-quem-perdeu-e-quem-ganhou-com-prejuizos-que-devem-render-batalha-na-justica.htm?cmpid=copiaecola>>. Acesso em: 30 mai. 2023.

BOFFO, R.; PATALANO R. **ESG Investing: Practices, Progress and Challenges.** OECD, Paris, 2020, p. 11. Disponível em:

<<https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>>. Acesso em: 06 nov. 2021.

BANDEIRA DE MELLO, Celso Antônio. **Curso de Direito Administrativo.** 26ª Ed. São Paulo: Malheiros, 2019, p. 1000.

B3. **Segmentos de listagem.** B3. São Paulo, [2023], [Site]. Disponível em:

https://www.b3.com.br/pt_br/produtose-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listag

em/sobre-segmentos-de-listagem/. Acesso em: 10 de out. 2023.

_____. **B3 abre consulta pública para evolução das regras do Novo Mercado.** B3, 03 mai. 2024. Disponível em <https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/b3-abre-consulta-publica-para-evolucao-das-regras-do-novo-mercado.htm>. Acesso em: 04 mai. 2024.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.** Diário Oficial da União, Brasília, 7 de dezembro de 1976.

Bi2. **Lojas Americanas e o Governance Washing.** Bi2 Partners. Disponível em: <<https://www.bi2partners.com.br/lojas-americanas-e-o-governance-washing/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

BIZZO, Antônio Carlos. **Qual a relação entre governança corporativa e o caso Americanas?** LinkedIn, 09 mar. 2023. Disponível em: <<https://www.linkedin.com/pulse/qual-rela%C3%A7%C3%A3o-entre-governan%C3%A7a-corporativa-e-o-caso-americanas-bizzo/>>. Acesso em: 04 abr. 2024.

CÂMPERA, Francisco. **Vale, exemplo mundial de incompetência e descaso.** EL País. 28 jan. 2019. Disponível em: <https://brasil.elpais.com/brasil/2019/01/27/opinion/1548547908_087976.html>. Acesso em: 15 de set. 2023.

CAPEZ, Fernando. **Fraude contábil das Lojas Americanas e suas possíveis implicações penais.** Conjur, 16 jun. 2023. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2023-jun-16/controversias-juridicas-fraude-contabil-lojas-americanas-possiveis-implicacoes-penais>>. Acesso em: 27 jun. 2023.

CARVALHO, André Castro. **Manual de Compliance.** 2 ed. Rio de Janeiro: Forense, 2020, p. 74.

CARVALHO, Renato. **Relação com Americanas sempre foi difícil, dizem fornecedores.** Folha de São Paulo, 22 jan. 2023. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2023/01/relacao-com-americanas-sempre-foi-dificil-dizem-fornecedores.shtml>>. Acesso em: 15 abr. 2024.

CVM. **Atualização de informações relativas a fatos recentes no âmbito da companhia aberta Americanas S.A.** COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, Ministério da Economia, Brasília, 08 fev. 2023. Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/atualizacao-de-informacoes-relativas-a-fatos-recentes-no-ambito-da-companhia-aberta-americanas-s-a>>. Acesso em: 30 mai 2023.

CVM. **Cadeia de Valor da CVM.** Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/menu/aceso_informacao/institucional/sobre/cadeia_de_valor_descricao_imagem.html>. Acesso em: 16 jan. 2024.

COELHO, Fabiana; BETHLEM, Hugo; CLEMENTE, Cássio; SILVA, Carlos Alberto. **O que está além de ESG?.** CDI Online, 4 set. 2021. Disponível em:<

<https://cdicom.com.br/mercado/o-que-esta-alem-de-esg/>>. Acesso em 08 ago. 2023.

COSTA, Carlos. **O Que é Green Swan e Como Usá-lo Como Estratégia de ESG**. Portal Do Comércio Exterior, 11 ago. 2021. Disponível em: <<https://portaldocomercioexterior.com.br/o-que-e-green-swan-estrategia-esg/>>. Acesso em: 15 out. 2023.

CARLSSON, Rolf H. **Ownership and Value Creation: Strategic Corporate Governance in the New Economy**. Disponível em: <http://www.crrc.se/book_ownership.htm>. Acesso em: 20 set. 2023.

CHAVES, Vinicius Figueiredo. SANTOS, Roberta Maria Costa. **O PAPEL DA B3 NA GOVERNANÇA DA SUSTENTABILIDADE NO BRASIL**. XXVII CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI PORTO ALEGRE – RS. Direito e sustentabilidade II, organização CONPEDI/ UNISINOS. 2018, p. 318.

CATTO, A. **Lemann, Telles e Sicupira falam pela 1ª vez após rombo da Americanas: ‘Jamais tivemos conhecimento’**. G1, 22 jan. 2023). Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/22/lemann-telles-e-sicupira-falam-pela-1a-vez-apos-rombo-contabil-da-americanas-jamais-tivemos-conhecimento.ghtml>>. Acesso em: 15 mai. 2024.

CALEGARI, Luiza; RODAS, Sérgio. **Lojas Americanas entram com pedido de recuperação judicial**. Consultor Jurídico, 19 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2023-jan-19/lojas-americanas-entram-pedido-recupera%C3%A7%C3%A3o-judicial>>. Acesso em: 19 mar 2023.

CREPALDI, Silvio A.; CREPALDI, Guilherme S. **Auditoria Contábil: Teoria e Prática**. 12 ed., Rio de Janeiro: Grupo GEN, 2023.

CORRÊA, Fábio WELLE, Deutsche. **As falhas que podem ter levado ao rombo bilionário na Americanas**. G1. Economia. 24 jan. 2023. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/24/as-falhas-que-podem-ter-levado-ao-rombo-bilionario-na-americanas.ghtml>>. Acesso em: 18 mar. 2024.

CAPIRAZI, Beatriz. **ESG: Caso Americanas deve ter impacto direto na agenda de governança corporativa em 2024**. Estadão, 25 dez. 2023. Disponível em: <

_____. **Caso Americanas abalou governança corporativa e elevou régua de transparência para as empresas**. Estadão, 10 jan. 2024. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/economia/governanca/um-ano-americanas-especialistas-efetividade-governanca/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

CHIAVENATO, I. **Comportamento Organizacional: a dinâmica do sucesso das organizações**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

CARDOSO, Rafael. **Fraude na Americanas: lucro fictício** foi de R\$ 25,3 bilhões. Agência Brasil, 16 de mai. 2024. Disponível em:
<

DEMSETZ, Harold; LEHN, Kenneth. **The structure of corporate Ownership: Causes and Consequences**. Journal of Political Economy, Chicago, v. 93, n 6, p 1155-1177, dez. 1985. Disponível em:<https://www.jstor.org/stable/1833178?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 18 set. 2018.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. **Separation of ownership and control**. Journal of law and Economics. Chicago, v.26, n 2, p. 301-325, jun. 1983. Disponível em:
<https://www.jstor.org/stable/725104?seq=1#page_scan_tab_contents>. Acesso em: 23 out. 2023.

FIFER, Bob. **Dobre seus lucros: o livro de cabeceira de Marcel Telles, fundador da Ambev**. Rio de Janeiro: Harper Collins, 2017.

FLEURY, M. T. L. **O Desvendar a Cultura de uma Organização – uma discussão metodológica**. In: Cultura e Poder nas Organizações. Maria Tereza Leme Fleury e Rosa Maria Fischer (organizadoras). 2ª ed. São Paulo: Atlas, 2006.

GUERRA, Sandra. **A Caixa-preta da Governança: Conselhos de Administração por quem vive dentro deles**. 4 ed. Rio de Janeiro: Best Business, 2021. 446 p.

GRANT THORNTON. **ESG e as empresas de capital aberto**. Grant Thornton Brasil, set. 2021. Disponível em:<<https://www.grantthornton.com.br/globalassets/1.-member-firms/brazil/6.insights/pdf/pes quisa---esg-e-as-empresas-de-capital-aberto.pdf>>. Acesso em: 10 out. 2023.

GÓIS, Aléxis Cerqueira. **Bolsa de valores: as ações comprometidas com a sustentabilidade**. Estadão, 28 ago. 2021. Disponível em:
<<https://investidor.estadao.com.br/investimentos/bolsa-valores-acoes-comprometidas-sustentabilidade>>. Acesso em: 05 out. 2023.

GIACOMELLI, Giancarlo et.al. **Governança Corporativa**. Porto Alegre: SAGAH, 2017, p. 25. Disponível em:<<https://pt.scribd.com/document/527817658/1>>. Acesso em: 30 out. 2023.

GIRÃO, Mel. BARRETO, Lilian Melo. **ESTUDOS DE CASOS & ENSINO Americanas: nem tudo o que reluz é ouro**. Cad. EBAPE.BR, v. 21, nº 6, Rio de Janeiro, e2023-0040, 2023. Disponível em:
<<https://www.scielo.br/j/cebape/a/JbGYvVhpZzYGknFKmNyKyZh/?format=pdf&lang=pt>>. Acesso em: 07 fev. 2024.

GIMENEZ, L. **Entenda o histórico das ações da Americanas na Bolsa de Valores**. Portal Acionista. 14 nov. 2020. Disponível em:
<<https://acionista.com.br/descubra-a-historia-das-acoes-da-redeamericanas-no-brasil/>>. Acesso em: 10 abr. 2024.

G1. **Americanas:** veja a cronologia do caso, das ‘inconsistências contábeis’ à recuperação judicial. G1, ECONOMIA, 19 jan. 2023. Disponível em: <<https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/19/americanas-veja-a-cronologia-do-caso-da-s-inconsistencias-contabeis-a-recuperacao-judicial.ghtml>>. Acesso em: 03 mar. 2024.

HOFSTEDE, G., **Organizational Culture What You Need to Know**. The Culture Factor Group, 2020. Disponível em: <<https://hi.hofstede-insights.com/organisational-culture>>. Acesso em 07 mar. 2024.

IBGC. **Agenda Positiva de Governança:** medidas para uma governança que inspira, inclui e transforma. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2020, p.10. Disponível em:<<https://www.agendapositivadegovernanca.com/>>. Acesso em: 10 set. 2023.

_____. **Governança Corporativa**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, [2023], [Site]. Disponível em: <<https://www.ibgc.org.br/governanca/governancacorporativa>>. 2023. Acesso em: 17 out. 2023.

_____. **Nossa história**. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, [2023]. [Site]. Disponível em: https://www.ibgc.org.br/destaques/quemsomos_nossa-historia. Acesso em: 29 out. 2023.

_____. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5.ed. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, São Paulo, 2015, p. 20. Disponível em:<<https://conhecimento.ibgc.org.br/Paginas/Publicacao.aspx?PubId=21138>>. Acesso em: 08 ago. 2023.

INFOMONEY. **CPI da Americanas, auditorias tentam se blindar e rebatem provas da empresa**. Infomoney, 06 ago. 2023a. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/na-cpi-da-americanas-auditorias-tentam-se-blindar-e-rebatem-provas-da-empresa/>>. Acesso em: 18 abr. 2024.

_____. **Caso Americanas (AMER3) testa regras do Novo Mercado**. Infomoney, 07 fev. 2023b. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/caso-americanas-amer3-testa-regras-do-novo-mercado/>>. Acesso em: 14 abr 2024.

JENSEN, Michael C.; MECKLING, Willian H. **A Theory of the firm: governance, residual claims and organizational forms**. Journal of Financial Economics, Vol. 3, n. 4, 1976, Disponível em:< https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=94043>. Acesso em: 15 out. 2023.

JACOMINO, Giovanni Porfirio. **Americanas (AMER3): um ano após escândalo contábil, o que esperar para 2024?** Suno, 11 jan. 2024. Disponível em: <<https://www.suno.com.br/noticias/americanas-amer3-escandalo-contabil-2024-gpj/>>. Acesso em 11 abr. 2024.

KRAMER, Vandr . **Crise das Americanas complica ainda mais o cenário do crédito**. Gazeta do Povo, 28 fev. 2023. Disponível: <<https://www.gazetadopovo.com.br/economia/crise-das-americanas-eleva-percepcao-de-risco>>

-e-complica-ainda-mais-o-cenario-do-credito/>. Acesso em: 17 abr. 2024.

LAVILLE, Élisabeth. **A empresa verde**. São Paulo: Ote, 2009.

LASCO, Thiago. **Empresas preocupadas com questões ESG são mais resilientes**. Estadão, 28 jul. 2020. Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/investimentos/fundos-esg-sustentabilidade>>. Acesso em: 17 ago. 2023

LOBO, Luiz Henrique. **Lojas Americanas e o Descaso com a Governança Corporativa**. LinkedIn, 15 jun. 2023. Disponível: <<https://www.linkedin.com/pulse/lojas-americanas-e-o-descaso-com-governan%C3%A7a-corporativa-lobo/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

LOPES, Elaine Cristina; VALENTIM, Marta Lígia Pomim; FADEL, Bárbara. **Efeitos da cultura organizacional no desenvolvimento dos modelos de governança corporativa**. Revista FAMECOS Porto Alegre, v. 21, n. 1, pp. 268-286, jan.-abr. 2014. Disponível em: <<https://revistaseletronicas.pucrs.br/index.php/revistafamecos/article/view/13830/11334>>. Acesso em: 04 abr. 2024.

MACKEY, John; SISODIA, Raj. **Capitalismo Consciente**. São Paulo: HSM, 2013.

MEIRA, V. **Conhece a história da Americanas (AMER3)? Veja quem são os donos e como surgiu a empresa**. Eu quero investir. 16 jan. 2023. Disponível em: <<https://euqueroinvestir.com/conhece-americanas-amer3>>. Acesso em: 14 abril. 2024.

MANZONI, Ralphe. **Quem é Miguel Gutierrez, o “sujeito oculto” que está no centro do escândalo da Americanas**”. Neofeed, 20 jan. 2023. Disponível: <<https://neofeed.com.br/blog/home/quem-e-miguel-gutierrez-o-sujeito-oculto-que-esta-no-centro-do-escandalo-da-americanas/#:~:text=Desde%20que%20chegou%20a%20Americanas,tra%20balhou%20com%20ele%20naquela%20%C3%A9poca.>>>. Acesso em: 05 abr. 2024.

MARTINS, Guto. **A cultura come a estratégia no café da manhã — o que isso quer dizer?** Medium, 3 dez. 2020. Disponível em: <<https://medium.com/uxips/a-cultura-come-estrat%C3%A9gia-no-caf%C3%A9-da-manh%C3%A3-o-que-isso-quer-dizer-4babd7e67ca2>>. Acesso em: 16 abr. 2024.

NASCIMENTO, Auster Moreira; REGINATO, Luciane. **Controladoria: instrumento de apoio ao processo decisório**. São Paulo: Atlas, 2010. 319 p. ISBN 9788522456444. Disponível em: . Acesso em: 19 mai. 2023.

NERY, Erick Matheus. **CPI da Americanas (AMER3) é instalada na Câmara; veja os deputados indicados para a comissão**. Suno, 17 mai. 2023. Disponível: <<https://www.suno.com.br/noticias/americanas-amer3-cpi-camara-instalada-assista/>>. Acesso em: 30 maio 2023.

NEIRA, Ana Carolina; GOZZI, Ricardo. **Além das Americanas (AMER3): empresas de Lemann e sócios da 3G têm histórico de problemas contábeis**. Seu Dinheiro, 18 jan. 2023. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2023/empresas/alem-das-americanas-amer3-empresas-de-lemma>>

nn-socios-3g-historico-problemas-rsgp-acnn/>. Acesso em: 14 abr. 2024.

NUNES, Beatriz Maciel. **Legibilidade dos Fatos Relevantes da Americanas S.A. no ano de 2023**. Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas. Disponível em:<https://bdm.unb.br/bitstream/10483/38268/1/2023_BeatrizMacielNunes_tcc.pdf>. Acesso em: 15 abr. 2024.

NETTO, Sebastian V. de F.; SOBRAL, Marcos F.F.; RIBEIRA, Ana R.B. et al. **Concepts and forms of greenwashing: a systematic review**. Environ Sci Eur. p. 32-19. 2020.

OCDE. **Princípios de Governo das Sociedades do G20 e da OCDE**. OCDE, Paris, 2016. Disponível em <<https://doi.org/10.1787/9789264259195-pt>>. Acesso em 29 out. 2023.

ONU. **Organização das Nações Unidas, 2030. Sobre o nosso trabalho para alcançar os Objetivos de Desenvolvimento Sustentável no Brasil**. Disponível em: <<https://brasil.un.org/pt-br/sdgs>>. Acesso: 12 de novembro de 2022.

PIVANTE, Alessandra. **A importância do ‘G’ do ESG no caso Americanas**. Estadão, São Paulo, 09 mai. 2023. Disponível em: <<https://www.estadao.com.br/economia/importancia-g-esg-caso-americanas/>>. Acesso em 30 mai. 2023.

PANDA, Brahmadev; LEEPSA, NM. **Agency theory: Review of theory and evidence on problems and perspectives**. Indian Journal of Corporate Governance, Telangana, v. 10, nº1, jan-jun, 2017. Disponível em:<https://www.researchgate.net/publication/317321830_Agency_theory_Review_of_Theory_and_Evidence_on_Problems_and_Perspectives>. Acesso em: 30 ago. 2023.

PACTO GLOBAL. **ESG**. Pacto Global Rede Brasil, 2023. Disponível em: <<https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>>. Acesso em: 05 de novembro de 2022.

_____. **A evolução do ESG no Brasil**. Pacto Global Rede Brasil, 2021. Disponível em:<https://d335luupugsy2.cloudfront.net/cms%2Ffiles%2F150560%2F1619627473Estudo_A_Evoluo_do_ESG_no_Brasil.pdf>. Acesso em: 04 de set 2023.

PRI. **Principles for Responsible Investment. Reporting Framework Main Definitions**. Nov. 2018. Disponível em:<https://www.unpri.org/Uploads/i/m/n/maindefinitionstoprireportingframework_127272_949397.pdf>. Acesso em: 17 out. 2023.

PWC. **The power to shape the future**. PwC Brasil, 2020, p. 2. Disponível em: <<https://www.pactoglobal.org.br/pg/esg>>. Acesso em: 05 out. 2023.

PINHEIRO, Silvia Marina. **O Desenvolvimento Sustentável e as Empresas**. In: OLIVEIRA, Carina Costa de; SAMPAIO, Rômulo Silveira da Rocha (orgs.). A Economia Verde no Contexto do Desenvolvimento Sustentável – a governança dos atores públicos e privados. Rio de Janeiro: FGV, 2011.

PINHEIRO, Vinícius. **Nem tudo são lágrimas na B3: Lojas Americanas dispara quase 20% com plano de fusão com B2W. Seu Dinheiro.** 22 fev. 2022. Disponível em: <<https://www.seudinheiro.com/2021/empresas/lojas-americanas-fusao-b2w-aco-es-22-02/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

PUNDER, Patricia. **Fraude na Americanas: falha ou falta de governança?** Law Innovation. Disponível em: <<https://lawinnovation.com.br/fraude-na-americanas-falha-ou-falta-de-governanca/>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

PEDROSO, Maristela Simionato. **Governança Corporativa, Conflito de Agência e as fraudes nas demonstrações contábeis: um estudo sobre o Caso das Americanas S/A.** Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Ciências Contábeis) – Faculdade de Contabilidade, Universidade de Passo Fundo. Rio Grande do Sul, p. 49. 2023.

PINSKY, Vanessa. **Americanas: por que os mecanismos de governança não funcionaram e o que podemos aprender com o caso.** Época Negócios, 20 jan. 2023. Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/colunas/coluna/2023/01/americanas-por-que-os-mecanismos-de-governanca-nao-funcionaram-e-o-que-podemos-aprender-com-o-caso.ghtml>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

PAMPLONA, Nicolau. **Caso Americanas reflete cultura tóxica de resultado a qualquer custo.** Folha, 23 fev. 2023. Disponível em: <<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2023/02/caso-americanas-reflete-cultura-toxica-de-resultado-a-qualquer-custo-diz-gestor.shtml>>. Acesso em: 05 abr. 2024.

QUESADA, Beatriz. GUILHERME, Guilherme. **Com queda de 77%, Americanas perde R\$ 8,4 bi em valor de mercado após rombo bilionário.** Exame.invest, 12 jan 2023. Veja em: <<https://exame.com/invest/mercados/acoes-da-americanas-amer3-desabam-75-e-apos-empres-a-encontrar-rombo-de-r-20-bi-em-balanco/>>. Acesso em: 20 mai. 2023.

ROE, Mark. **Strong managers weak owners: the political roots of American corporate finance.** 2. ed. Princeton, Nova Jersey: Princeton University Press, cap. 1, 1994. 324p.

REPTRACK. **Introducing The 2021 Global RepTrak 100.** RepTrak, 12 abr. 2021. Disponível em: <<https://www.reptrak.com/blog/introducing-the-2021-globalreptrak-100/>>. Acesso em 09 set. 2023.

RIBEIRO, Milton Nassau. **O “G” do ESG e seus aprendizados históricos.** [s.d.]. Disponível em: <<https://miltonnassau.com.br/>>. Acesso em: 29 set. 2023.

RIBEIRO, Osni M. **Contabilidade Básica.** 30 ed., Editora Saraiva, 2016. Acesso em: 23 abr. 2023.

ROCHA, Beatriz. **Auditoria solicitou melhorias em controles da Americanas em 2018.** Estadão, E- Investidor, 02 fev. 2023. Disponível em: <<https://einvestidor.estadao.com.br/ultimas/americanas-amer3-auditoria-kpmg/>>. Acesso em: 15 mai. 2024.

RYNGELBLUM, Ivan. **Caso Americanas: onde estavam CVM, PwC e B3? Neo Feed**, 12 jan. 2023. Disponível em: <<https://neofeed.com.br/blog/home/caso-americanas-onde-estavam-cvm-pwc-e-b3/>>. Acesso: 14 abr. 2024.

RUSSO, G., **Diagnóstico da Cultura Organizacional: o impacto dos valores organizacionais no desempenho das terceirizações**. Rio de Janeiro: Elsevier de São Paulo: Dedix, 2010.

SOUSA, Almir Ferreira de; NETO, Adelino De B.; LUPORINI, Carlos Eduardo de M. **Manual de gestão empresarial: teoria e prática**. São Paulo: Editora Manole, 2021.

SOUZA, José Fernando Vidal de. **Uma abordagem crítica sobre o greenwashing na atualidade**. Revista de Direito Ambiental e Socioambientalismo. e-ISSN: 2525-9628, v. 3, n. 2, Maranhão, jul/dez. 2017, p. 148-172.

SOUZA, Karina. **Caso Americanas gera novos projetos de lei – a dúvida é se o Brasil precisa deles**. Exame, 13 dez. 2023. Disponível em: <<https://exame.com/insight/caso-americanas-gera-novos-projetos-de-lei-a-duvida-e-se-o-brasil-precisa-deles/p>>. Acesso em: 17 mar. 2024.

SARDENBERG, Dalton et al. **Inovação: o motor do ESG**. Nova Lima: Fundação Dom Cabral, 2022.

SILVEIRA, Alexandre di Miceli da. **Governança corporativa, desempenho e valor da empresa no Brasil**. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. p. 9.

SIQUEIRA, Camila Lacerda. **Governança Corporativa e o fator ESG como meios para o impacto social e ambiental no setor empresarial**. Monografia (Graduação em Direito) - Faculdade de Direito, Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2021.

SANTOS, Poliana. **Um ano do caso Americanas: do declínio bilionário à recuperação judicial**. Forbes, 11 jan. 2024. Disponível em: <<https://forbes.com.br/forbes-money/2024/01/um-ano-do-caso-americanas-do-declinio-bilionario-a-recuperacao-judicial/>>. Acesso em 15 jan. 2024.

SANTOS, João Paulo dos. **1 ano do caso Americanas: quais foram as consequências para os investidores? Crise da Americanas completou um ano e teve impactos para o setor de varejo, mercado de crédito e para investidores**. B3 - Bora Investir, 11 jan. 2024. Disponível em: <<https://borainvestir.b3.com.br/noticias/empresas/1-ano-do-caso-americanas-quais-foram-as-consequencias-e-aprendizados-para-os-investidores/>>. Acesso em 30 abr. 2024.

SCAFF, Artur. **Quem é PwC, a auditoria que aprovou as contas da Americanas (AMER3)**. Estadão, 12 jan. 2023. Disponível em: <<https://investidor.estadao.com.br/mercado/acoes-americanas-amer3-20-bilhoes-quem-e-pwc-auditoria/>>. Acesso em 15 mar. 2024.

SCHNEIDER, Fernando Zanotti. **Responsabilização de auditorias e sócios na fraude da americanas ainda gera dúvidas**. ABE Advogados, 27 jun. 2023. Disponível em:

<<https://abeadvogados.com.br/noticias/responsabilizacao-de-auditorias-e-socios-na-fraude-da-americanas-ainda-gera-duvidas/>>. Acesso em: 18 mar. 2024.

SALOMÃO, Cintia. **Caso Americanas põe governança em xeque**. Integridade ESG, 18 jan. 2023. Disponível em:

<<https://integridadeesg.insightnet.com.br/caso-americanas-poe-governanca-em-xeque/>>. Acesso em 19 mar. 2024.

SCHEIN, E. H., **Cultura Organizacional e Liderança**. Tradução Ailton Bomfim Brandão; Revisão Técnica Humberto Mariotti. São Paulo: Atlas, 2009.

SPITZECK, Heiko Hosomi. **Caso Americanas expõe falta de cultura de integridade nas empresas**. Fundação Dom Cabral, 30 jan. 2023. Disponível em:

<<https://sejarelevante.fdc.org.br/caso-americanas/>>. Acesso em: 05 abr. 2024.

TAVARES, Leandro. **Ao que parece, Americanas, Light e Casas Bahia não tiveram governança**. CapitalAberto, 15 mai. 2024. Disponível em:

<<https://capitalaberto.com.br/secoes/entrevista/roberto-gonzalez-especialista-em-governanca-corporativa-fala-no-alem-do-capital/>>. Acesso em 15 abr. 2024.

TOMPSON-FLÔRES, Lustosa Eliane Aleixo. **Governança corporativa no Brasil e o papel dos investidores institucionais**. Tese (Doutorado) – Departamento de Engenharia Industrial da PUC - Rio, Rio de Janeiro, 2004.

VALENTI, Graziella. **Americanas: futuro da empresa e de executivos históricos na berlinda após buraco de R\$ 20 bi**. Exame, 12 jan. 2023. Disponível em:

<<https://exame.com/insight/americanas-futuro-da-empresa-e-de-executivos-historicos-na-berli-nda-apos-buraco-de-r-20-bi/p>>. Acesso em: 14 abr. 2024.

WORLD BANK. **Corporate Governance**. World Bank, 24 fev. 2016. Disponível em

<<https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/corporate-governance>>. Acesso em 15 set. 2023.

WILLIAMSON, Oliver E. **The economic institutions of capitalism**. New York: The Free Press, 1985. Disponível

em:<https://edisciplinas.usp.br/pluginfile.php/3806114/mod_resource/content/1/Williamson.pdf>. Acesso em: 05 set. 2023.

WENZEL, Fernanda. **“JBS é o mais problemático dos frigoríficos brasileiros”, diz diretor de banco que retirou investimento de 240 milhões de reais**. El País. 28 jul. 2020.

Disponível em:

<<https://brasil.elpais.com/brasil/2020-07-28/jbs-e-o-mais-problematico-dos-frigorificos-brasileiros-diz-diretor-de-banco-que-retirou-investimento-de-240-milhoes-de-reais.html>>. Acesso em: 17 set. 2023.

ZIMERMAN, Danilo; FURTADO, Emanuel; THOUIN, Pedro; ATTIÉHTPS, Ravi. **Ainda sobre Americanas: A Responsabilidade da CVM e dos Agentes Externos**. Jusbrasil: 2023.

Disponível em:

<<https://www.jusbrasil.com.br/artigos/ainda-sobre-americanas-a-responsabilidade-da-cvm-e-dos-agentes-externos/1839526033>>. Acesso em: 15 abr. 2024.