

# GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE CAPITAIS: ESTUDO DE CASO AMERICANAS S.A.

## 1 INTRODUÇÃO

Ter boas práticas de Governança Corporativa (GC) se tornou não só uma demanda para os sócios e os administradores das empresas, mas para todas as partes interessadas, devido aos conflitos de interesses existentes. Ramos e Martinez (2006, p. 144) destacam os princípios que regem a Governança Corporativa (GC) “[...] a transparência (*disclosure*), a equidade (*equity*), a responsabilidade da prestação de contas (*accountability*), e obediências às leis (*compliance*)[...]”, como subsídio para solucionar os conflitos entre os acionistas majoritários, minoritários e a alta administração.

Atuando no Brasil como Sociedade Anônima (S.A.) de capital aberto desde 1940, a empresa Americanas S.A., no dia 19 de janeiro de 2023, entrou na justiça com pedido de recuperação Judicial, com dívida de R\$ 43 bilhões (Bolzani, 2023). Este evento trouxe dúvidas e prejuízos para fornecedores, colaboradores, acionistas minoritários e para os bancos com os quais a empresa se relacionava. No contexto global, tanto o Brasil como o mundo, sofreram as consequências provocadas pela pandemia *Corona Virus Disease* (Covid-19), que durou de 17.03.2019 a 05.05.2023, e desencadeou interrupções na cadeia produtiva, queda na produtividade industrial, desemprego, falência de empresas e redução do crédito bancário. Nesta conjuntura, o pedido de recuperação judicial de uma loja âncora do porte da ‘Americanas S.A.’ abalou o mercado financeiro e de capitais.

Diante deste contexto, esta pesquisa tem como problema: Qual a estrutura de Governança Corporativa da Americanas S.A. no período de 2015-2023? E, objetivo geral: Identificar os principais indicadores de Governança Corporativa da Americanas S.A., no período de 2015-2023. Objetivos específicos: 1) identificar a estrutura de Governança Corporativa adotada pela empresa Americanas S.A. no período de 2015-2023; e 2) analisar o contexto dos *stakeholders* da empresa Americanas S.A.

A pesquisa está estruturada em cinco seções. A primeira é a introdução, que abrange a contextualização do tema, o problema e os objetivos. A segunda contempla o referencial teórico, que trata sobre a Governança Corporativa no mercado de capitais brasileiro, a Teoria dos *Stakeholders* e os estudos anteriores sobre o tema. A terceira apresenta a metodologia adotada na pesquisa. A quarta seção mostra a análise e a interpretação dos resultados sobre a estrutura de Governança Corporativa na Americanas S.A., no período de 2015-2023. E, a quinta seção sintetiza as considerações finais do estudo.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

### 2.1 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO BRASIL

A questão da separação entre propriedade e controle empresarial teve suas primeiras discussões sobre Governança Corporativa (GC) na obra *The Modern Corporation and Private Property*, de Berle e Means (1932), que analisou a estrutura de propriedades das empresas americanas (Brandão; Crisóstomo, 2015).

A Teoria da Agência representa a abordagem teórica principal para compreender as relações e os conflitos decorrentes da separação entre a propriedade e o controle (Loch et al., 2020).

Deste modo, os conflitos de agência acontecem porque podem não haver o alinhamento dos interesses dos agentes envolvidos (*stakeholders*), os problemas de agência tornam os

investidores pessimistas sobre a performance da empresa, por causa dos administradores que podem não estar maximizando valor para o investidor, mas para si (Silva; Leal, 2005).

Dessa forma, a Governança Corporativa emerge como um mecanismo para equilibrar essa disputa de interesses, Crisóstomo e Girão (2019, p. 44), concluem que “[...] a governança corporativa pode ser vista como um sistema composto por um conjunto de mecanismos capaz de contribuir para o alinhamento de interesses entre acionistas e a direção executiva da empresa e assim minimizar os conflitos e custos de agência”. Por essa razão, as boas práticas de Governança Corporativa são apontadas como forma de reduzir o custo capital das empresas, por meio da redução dos custos com monitoramento e auditoria, e redução do risco de expropriação dos acionistas minoritários (Silva; Leal, 2005).

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC, 2015, p. 20) definiu Governança Corporativa como “[...] o sistema pelo qual as empresas e demais organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre sócios, Conselho de Administração, diretoria, órgãos de fiscalização e controle e demais partes interessadas.”

## 2.2 GOVERNANÇA CORPORATIVA NO MERCADO DE CAPITAIS

Para Murcia, Borba e Schiehl (2008, p. 26) “A divulgação das demonstrações contábeis tem por objetivo principal apresentar aos usuários externos informações acerca da situação econômica, financeira e patrimonial da entidade.” Com isso, a imparcialidade deve reger a elaboração das Demonstrações Contábeis, retratando de forma fidedigna a situação econômica, financeira e patrimonial da entidade.

Buscando dar maior credibilidade ao mercado de capitais diante dos escândalos contábeis, como *Enron* e *WorldCom*, o congresso americano aprovou, em 30 de julho de 2002, uma nova legislação, a Lei *Sarbanes-Oxley* (SOX). Esta legislação representa uma das regulamentações mais rígidas no que diz respeito a controles internos, à preparação de relatórios financeiros e à divulgação de informações (Santos; Lemes, 2007).

A Bolsa de Valores de São Paulo, atualmente denominada Brasil, Bolsa, Balcão ([B]<sup>3</sup>), no contexto das Boas Práticas de Governança Corporativa, criou em 2000 o Novo Mercado (NM) e os Níveis Diferenciados de Governança Corporativa, Nível 1 (N1) e Nível 2 (N2), cujo objetivo foi incentivar e preparar, paulatinamente, as empresas para migrarem para o Novo Mercado.

## 2.3 TEORIA DOS *STAKEHOLDERS*

O conceito de *Stakeholder* ampliou o foco da GC, considerando não apenas o acionista, mas todos os grupos que têm alguma relação com a empresa (Freeman, 1984). Clarkson (1995) define os *stakeholders* primários como aqueles sem os quais a corporação não sobrevive, incluindo acionistas, investidores, empregados, clientes e fornecedores, conforme Quadro 1.

Quadro 1 – Tipos de *Stakeholders*

<b>Tipo de <i>Stakeholder</i></b>	<b><i>Stakeholders</i></b>
<b>Primários (Internos)</b>	Acionistas e Investidores
	Clientes
	Empregados
	Fornecedores
	Credores
<b>Secundários (Externos)</b>	Governos
	Comunidades local, sociedade
	Concorrentes
	ONGs e grupos de interesse especial

Fonte: Adaptado Freeman (1984) e Clarkson (1995).

E, os *stakeholders* secundários: os governos e as comunidades, que oferecem infraestrutura e mercados, cujas leis e regulamentos precisam ser obedecidos. Além disso, os *stakeholders* secundários são aqueles que afetam ou influenciam, são afetados ou influenciados pela corporação, mas que não estão diretamente engajados em transações feitas com a entidade.

### 3. METODOLOGIA

O objeto de estudo é a estrutura de Governança Corporativa da empresa Americanas S.A., no período de 2015-2023. A entidade, considerada uma empresa âncora do setor varejo no Brasil até 2023, atualmente está em processo de recuperação judicial.

A pesquisa é descritiva e analisa os principais indicadores de Governança Corporativa que fomentam a confiabilidade e a transparência empresarial por meio dos princípios da Governança: transparência, equidade, responsabilidade da prestação de contas e a obediência às leis e as relações entre os mesmos (Gil, 2019).

A pesquisa tem uma abordagem qualitativa porque visa analisar a interação entre os indicadores de Governança Corporativa (Gil, 2019). Quanto aos delineamentos, a pesquisa utilizou a revisão bibliográfica para a fundamentação do referencial teórico e estudos anteriores, e a pesquisa documental de fonte secundária e privada.

A coleta de dados foi realizada por meio da técnica de análise documental nos demonstrativos financeiros, estatutos, código de conduta, e políticas analisados no *site* da empresa, na página de Relacionamento com Investidores (RI), e nos Relatórios de Referência, no período de 2015-2023, no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A análise de dados utilizou a técnica de análise de conteúdo, considerando cinco categorias, duas sub-categorias (interno e externo) para cada uma, totalizando 18 indicadores (Bardin, 2015). A apresentação dos resultados utilizou a técnica de análise descritiva de dados em tabelas e gráficos.

### 4. ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Em janeiro de 2023, a Americanas S.A (Amer3) tornou pública a informação de inconsistências contábeis no valor de R\$ 20 bilhões na conta de fornecedores, relacionada a operações de financiamento de fornecedores ('risco sacado') que não foram devidamente contabilizados (Silva *et al*, 2024). A empresa Lojas Americanas (Lame3 e Lame4), empresa física, ficou listada na [B]<sup>3</sup> até 2021. Desde 1997, a Lojas Americanas estava listada na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro (BVRJ) e na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). Em 2008, foi listada na BM&FBOVESPA no modelo de Governança Tradicional, e permaneceu até julho/2017. Em agosto de 2017, migrou para o segmento especial do Nível 1 de Governança Corporativa da [B]<sup>3</sup>. A empresa B2W, resultado da fusão dos *sites* Submarino e Americanas.com, foi registrada no modelo de governança Novo Mercado. Em 2022, houve a fusão da loja física com a *on-line* originando empresa Americanas S.A. no segmento Novo Mercado.

Na Governança Corporativa as categorias que foram analisadas: Auditoria, Conselho de Administração, Conselho Fiscal, Estrutura de Propriedade e Incentivos pagos à Administradores. Cada categoria foi classificada em subcategorias por aspectos internos e externos, visando analisar o princípio da transparência que gera confiabilidade.

#### 4.1 AUDITORIA

Na categoria auditoria, as duas empresas (física e *on-line*) têm distinções nas suas apresentações, isso se deve ao modelo de governança nas respectivas empresas. A Lojas

Americanas, meio físico, durante os exercícios de 2015 a 2018 não possuía um Comitê de Auditoria constituído. Somente em 2019 foi instalado o Comitê de Auditoria, que se manteve em 2020 e 2021.

A empresa B2W manteve durante o período de 2015 a 2021 o Comitê de Auditoria. Em 2021, o Comitê permaneceu com 3 membros, ocorrendo renovação em 2 vagas, com a substituição por uma nova integrante. O ponto de destaque deste Comitê foi a recorrência dos mesmos conselheiros independentes durante o período de 2015 a 2020, sem alterações no quadro.

#### 4.2 CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A Lojas Americanas, lojas físicas, manteve constante o número de 8 membros no Conselho de Administração durante o período de 2015 a 2021, exceto em 2019 que possuía 9 membros, pois tinha um suplente. Quanto aos membros do Conselho de Administração da Lojas Americanas foi possível identificar a presença dos controladores.

#### 4.3 CONSELHO FISCAL

Quanto a estrutura de formação do Conselho Fiscal, as Lojas Americanas, B2W, e posteriormente, Americanas S.A., mantiveram os prazos de mandatos de um ano do Conselho Fiscal não permanente, com possibilidade de recondução dos Conselheiros por período equivalente.

#### 4.4 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Em relação à estrutura de propriedade, o nível de Governança adotado por Lojas Americanas (física) e B2W (*on-line*) diferem. A Lojas Americanas no período de 2015 e 2016 estava enquadrada no segmento Tradicional, também conhecido como Básico, na BM&FBOVESPA, modelo este que possuía menos imposição de regras de Governança Corporativa. No exercício de 2017, a Lojas Americanas, anunciou a migração para o modelo de Governança Corporativa, Nível 1, desta forma a empresa passou a adotar as práticas de Governança exigidas dessa listagem, por exemplo, manter a dispersão acionária acima de 25% do capital social, com divulgação periódica da posição acionária de acionistas que detenham 5% ou mais, vetado a cumulação dos cargos de Presidente do Conselho de Administração e Diretor Presidente e a divulgação das Demonstrações Financeiras de acordo com a legislação vigente, com Notas Explicativas detalhando transações com partes relacionadas nas Demonstrações Trimestrais (ITR). E, permaneceu neste Nível 1 até ocorrer a reorganização societária com a empresa B2W.

A empresa B2W(*on-line*), durante o período de 2015 a 2021, permaneceu no segmento Novo Mercado. Após a fusão, a empresa ‘Americanas S.A.’ também permaneceu no segmento Novo Mercado, no período de 2022 e 2023.

#### 4.5 INCENTIVO PAGOS À ADMINISTRADORES

A empresa Lojas Americanas (física), B2W – Companhia Digital e Americanas S.A., no período de 2015 a 2023 manteve em sua política, programas de incentivos para os seus executivos na forma de Plano de Ações Restritas e o Plano de Opções de Compra de Ações. Conforme descrito nos Formulários de Referências (RF), estes dois programas integram o mecanismo de remuneração variável de longo prazo, no qual buscam alinhar os interesses dos executivos e empregados de alto nível com os objetivos das companhias.

## 5 CONCLUSÃO

O estudo teve como base analisar a estrutura de Governança Corporativa praticada pela empresa Americanas S.A. durante o período 2015 a 2023. As categorias avaliadas mostraram que a empresa Americanas S.A. possuía, por via de regra, no período analisado uma estrutura que cumpria formalmente os requisitos que preconizava o regramento da Governança Corporativa. Embora seja preciso considerar questões relevantes de ressalva, que podem passar despercebidos do investidor.

No campo da auditoria, é possível notar a recorrência no quadro de conselheiros no comitê de auditoria, a falta informação da formação de um setor de auditoria interna das Lojas Americanas, sendo constituído apenas a partir de 2018.

No Conselho de Administração, é possível notar a forte presença dos controladores no conselho e a baixa renovação de conselheiros, isso demonstra a concentração de poder do controlador da empresa e uma menor participação dos acionistas minoritários.

No Conselho Fiscal, a empresa seguiu o padrão indicado na Lei das Sociedades Anônimas, Lei 6.404/1976, com conselho fiscal não permanente e mandatos anuais. Novamente, é possível notar a baixa renovação de conselheiros e um possível alinhamento com os controladores, tornando ainda mais fraca a independência do conselho.

Na Estrutura de Propriedade, houve a mudança de segmento de governança, em 2017, da Lojas Americanas que migrou do segmento tradicional para o Nível 1, permanecendo até a fusão. Já B2W continuou no segmento Novo Mercado. A concentração acionária permaneceu elevada para o grupo controlador, com percentual em torno de 44% a 49% durante quase todo o período analisado.

O Incentivo pago à administradores, mostra o crescimento elevado nos valores pagos aos administradores, na Lojas Americanas, entre 2015 a 2019, deste crescimento representou 53,3%. Já na empresa B2W o valor representou o valor ainda maior, de 69,2% no mesmo período. Este fato, torna questionável uma política empresarial recorrente em várias empresas, possa ser um instrumento de incentivo de comportamentos de curto prazo.

Quanto aos *Stakeholders*, a crise causada pela fraude contábil, prejudicou de diversas as partes interessadas na empresa.

## REFERÊNCIAS

BARDIN, Laurence. **Análise de conteúdo**. São Paulo: Edições 70, 2015.

BOLZANI, Isabela. **Americanas pede recuperação judicial, com dívida de R\$ 43 bilhões**. G1, Rio de Janeiro, 19 jan. 2023. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2023/01/19/americanas-entra-com-pedido-de-recuperacao-judicial.ghtml>. Acesso em: 10 dez. 2023.

BRANDÃO, Isac Freitas; CRISÓSTOMO, Vicente Lima. Concentração de propriedade e qualidade da governança da empresa brasileira. **Revista Brasileira de Finanças**, Rio de Janeiro, v. 13, n. 3, p. 438-472, set./dez. 2015. Disponível em: <https://doi.org/10.12660/rbfin.v13n3.2015.45739>. Acesso em: 28 jun. 2025

CLARKSON, M. B. E. A stakeholder framework for analyzing and evaluating corporate social performance. **Academy of Management Review**, Briarcliff Manor, NY, v. 20, n. 1, p. 92-117, jan. 1995. Disponível em: <https://doi.org/10.5465/amr.1995.9503271994>. Acesso em: 28 jun. 2025.

CRISÓSTOMO, Vicente Lima; GIRÃO, Aline Maria Coelho. **Análise do compliance das empresas brasileiras às boas práticas de governança corporativa**. REVISTA AMBIENTE CONTÁBIL-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036, v. 11, n. 2, p. 40-64, 2019.

FREEMAN, R. Edward. **Strategic Management: A Stakeholder Approach**. Boston: Pitman, 1984

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2019.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 5. ed. São Paulo: IBGC, 2015. Disponível em: <https://www.ibgc.org.br/conhecimento/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas-de-governanca-corporativa>. Acesso em: 18 jun. 2025.

LOCH, Murialdo et al. O Governo como Acionista e o Conflito Principal-Principal no Setor Elétrico Brasileiro. BBR. Brazilian Business Review, v. 17, p. 24-45, 2020.

MURCIA, Fernando Dal-Ri; BORBA, José Alonso; SCHIEHLL, Eduardo. Relevância dos red flags na avaliação do risco de fraudes nas demonstrações contábeis: a percepção de auditores independentes brasileiros. Revista Universo Contábil, v. 4, n. 1, p. 25-45, 2008.

RAMOS, Gizele Martins; MARTINEZ, Antonio Lopo. Governança corporativa. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, Florianópolis, v. 3, n. 6, p. 143-164, 2006. Disponível em: <https://periodicos.ufsc.br/index.php/contabilidade/article/view/787> . Acesso em: 21 set. 2025.

SANTOS, L. A. A.; LEMES, S. Desafios das empresas brasileiras na implantação da Lei Sarbanes-Oxley. **BASE - Revista de Administração e Contabilidade da UNISINOS**, São Leopoldo, v. 4, n. 1, p. 37-46, jan./abr. 2007. Disponível em: <https://www.redalyc.org/pdf/3372/337228631004.pdf>. Acesso em: 1 out. 2023

SILVA, N. C. C. *et al.* Escândalo Contábil: uma Investigação sobre Práticas de Gerenciamento de Resultados e a Efetividade do Modelo Jones no Caso Americanas S.A. **Revista Paraense de Contabilidade**, v. 9, n. 1, p. 64-78, 2 out. 2024. Disponível : <https://doi.org/10.36562/rpc.v9i1.156> Acesso: 27/04/2025.

SILVA, A. L. C.; LEAL, R. P. C. **Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil**. Revista Brasileira de Finanças, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.