

Governança de fachada e captura decisória no colapso Americanas

Fabio Jorge de Toledo

1. Fundamentação teórica: conflito de interesses como fenômeno estrutural

A compreensão do caso Americanas exige superar a leitura simplificada de fraude contábil isolada e deslocar a análise para o plano estrutural do conflito de interesses organizacional. Conflito de interesses, no contexto da governança corporativa, não se restringe à violação individual de dever fiduciário. Ele pode assumir caráter sistêmico quando incentivos institucionais, dependências relacionais e assimetrias informacionais convergem para neutralizar mecanismos de controle.

A teoria da agência fornece base analítica para compreender essa dinâmica ao demonstrar que a separação entre propriedade e gestão cria potencial desalinhamento entre interesses dos administradores e dos acionistas. Em ambientes de capital concentrado ou estruturas decisórias influenciadas por determinados grupos, o conflito pode assumir forma ampliada, dificultando o contraditório interno. O estudo publicado na *GVcasos* ressalta que, embora a Americanas possuísse estruturas formais de governança, a efetividade dessas estruturas mostrou-se limitada diante da magnitude das inconsistências identificadas.

Os Princípios G20 da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico estabelecem que o conselho de administração deve exercer supervisão independente e diligente, assegurando integridade das demonstrações financeiras e eficácia dos controles internos. De modo semelhante, o Código das Melhores Práticas do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa enfatiza que transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa são pilares essenciais da boa governança.

No entanto, a existência formal desses parâmetros normativos não garante sua efetividade prática. A distinção entre governança estrutural e governança efetiva torna-se fundamental. Governança estrutural refere-se à presença de órgãos e políticas formalmente instituídos. Governança efetiva refere-se à capacidade desses órgãos exercerem controle real, com autonomia, independência e disposição para questionar decisões estratégicas.

No caso Americanas, o Relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito registrou que, apesar da existência de conselho de administração, comitê de auditoria e auditoria independente, inconsistências contábeis de elevada magnitude persistiram ao longo do tempo. Essa coexistência entre estrutura formal robusta e falha substancial revela dissociação entre desenho institucional e funcionamento real.

A análise dos depoimentos consolidados no Relatório Final demonstra que diferentes atores organizacionais apresentaram versões divergentes quanto ao conhecimento e à natureza das operações investigadas. Ex-executivos afirmaram que determinadas práticas eram usuais no mercado. Representantes da auditoria sustentaram que cumpriram

procedimentos técnicos e que não identificaram indícios suficientes para caracterizar erro material. Conselheiros relataram reuniões periódicas e acesso a informações regulares.

A maturidade organizacional em gestão de riscos constitui elemento central nessa discussão. O modelo das três linhas, proposto pelo Institute of Internal Auditors, estabelece separação entre gestão operacional, funções de risco e *compliance* e auditoria interna. O COSO ERM enfatiza que risco deve ser integrado à formulação estratégica e ao desempenho organizacional. A persistência de inconsistências relevantes indica que as linhas de defesa não operaram de forma coordenada ou suficientemente independente.

Conflito de interesses estrutural manifesta-se quando decisões estratégicas são tomadas em ambiente que desencoraja questionamento ou quando incentivos econômicos favorecem manutenção de determinado resultado informacional. Nesse cenário, a organização pode passar a priorizar preservação de métricas financeiras ou manutenção de expectativas de mercado em detrimento da substância econômica.

Essa dinâmica produz fenômeno que pode ser descrito como captura decisória interna. Não se trata necessariamente de conluio explícito, mas de ambiente organizacional no qual mecanismos formais deixam de produzir ruptura institucional diante de distorções relevantes.

A relevância do caso Americanas decorre do fato de que a organização atuava em mercado regulado, sujeita à supervisão da Comissão de Valores Mobiliários e às normas da Lei das Sociedades por Ações. A existência de arcabouço regulatório consolidado reforça a necessidade de examinar não apenas regras formais, mas sua efetividade prática.

O Relatório Final da CPI registra preocupação com a credibilidade do mercado de capitais brasileiro e com a necessidade de aprimoramento dos mecanismos de responsabilização e transparência.⁴ Ao reconhecer o impacto sistêmico do evento, o Poder Legislativo sinalizou que o problema ultrapassa a esfera privada da companhia.

O conflito de interesses, quando institucionalizado, produz externalidades que atingem não apenas acionistas diretos, mas credores, investidores pessoa física e o próprio sistema financeiro. A confiança coletiva constitui ativo institucional fundamental. Sua erosão implica aumento de percepção de risco e potencial retração de investimentos.

2. Análise institucional do caso à luz do relatório da CPI

A análise do caso Americanas exige leitura sistemática do Relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito instaurada para investigar as inconsistências contábeis associadas à companhia. O documento consolida diligências, documentos internos, oitivas e análises técnicas, oferecendo narrativa institucional abrangente sobre os fatos investigados.

O relatório descreve a existência de conselho de administração, comitê de auditoria e auditoria independente regularmente contratada. Todavia, também registra que inconsistências contábeis de elevada magnitude persistiram ao longo do tempo, indicando falhas sistêmicas nos mecanismos de prevenção e controle.⁸ Essa constatação desloca a análise do plano individual para o plano estrutural.

Os depoimentos colhidos revelam fragmentação informacional. Ex-executivos relataram que determinadas práticas eram compatíveis com dinâmicas de mercado. Representantes

da auditoria sustentaram ter adotado procedimentos técnicos adequados às normas vigentes. Conselheiros afirmaram que recebiam relatórios periódicos e mantinham interlocução regular com a administração e auditores. A convergência dessas narrativas aponta para fenômeno institucional mais complexo do que simples omissão individual.

A persistência das inconsistências indica que o fluxo informacional não produziu escalonamento crítico suficiente para interromper a dinâmica decisória. Quando múltiplas instâncias afirmam ter cumprido suas atribuições formais, mas o sistema como um todo falha, evidencia-se dissociação entre estrutura e efetividade.

O Relatório Final também destaca a preocupação com os impactos sistêmicos do episódio sobre a confiança no mercado de capitais brasileiro. O reconhecimento legislativo de que a crise afetou investidores e a credibilidade institucional reforça a necessidade de interpretação estrutural.

A partir dessa base empírica, torna-se possível avançar para a distinção entre governança formal e governança substantiva, elemento central para compreender como conflitos de interesse podem se institucionalizar em ambientes aparentemente estruturados.

3. Governança formal e governança substantiva: o problema da efetividade

A distinção entre governança formal e governança substantiva constitui eixo interpretativo central para compreender o caso Americanas. A governança formal refere-se à existência institucional de estruturas previstas em lei ou em códigos de melhores práticas, como conselho de administração, comitê de auditoria, auditoria independente e políticas internas de controle. A governança substantiva, por sua vez, refere-se à capacidade efetiva dessas estruturas de exercer fiscalização crítica, impor limites e interromper decisões que possam comprometer a integridade informacional da organização.

O estudo publicado na GVcasos ressalta que a Americanas apresentava arquitetura formal compatível com padrões contemporâneos de governança corporativa. Havia conselho estruturado, comitê de auditoria instituído e auditoria independente regularmente contratada. Essa constatação impede a adoção de leitura simplista segundo a qual a crise decorreu da ausência de mecanismos formais.

O problema desloca-se, portanto, da inexistência para a insuficiência. A questão passa a ser por que estruturas formalmente instituídas não produziram ruptura institucional diante de inconsistências relevantes. A CPI registrou que as inconsistências não foram identificadas ou interrompidas pelas instâncias internas de controle. Essa constatação indica que a governança operava predominantemente no plano estrutural, mas não alcançava efetividade substantiva.

Governança substantiva pressupõe independência real, qualidade informacional e cultura organizacional favorável ao contraditório. Estruturas formais podem existir, mas se não houver autonomia decisória e disposição institucional para questionamento crítico, o controle torna-se simbólico.

Os Princípios G20 da OCDE estabelecem que o conselho deve supervisionar a integridade das demonstrações financeiras e os sistemas de controle interno. Quando essa supervisão não se materializa em ação corretiva diante de sinais relevantes, ocorre dissociação entre norma e prática.

O caso evidencia que governança não pode ser mensurada apenas pela presença de órgãos formais. Sua efetividade depende da capacidade concreta de produzir consequência institucional. A inexistência de ruptura diante de inconsistências relevantes revela limitação prática da supervisão.

Essa distinção é essencial para compreender por que organizações aparentemente estruturadas podem ser vulneráveis a conflitos de interesse estrutural e neutralização de mecanismos de controle.

4. Linhas de defesa e maturidade organizacional em gestão de riscos

A compreensão da insuficiência da governança substantiva no caso Americanas exige examinar a estrutura de gestão de riscos e a interação entre as chamadas linhas de defesa. O modelo das três linhas estabelece separação funcional entre gestão operacional, funções de risco e *compliance* e auditoria interna. Essa separação não tem natureza meramente organizacional; ela representa arquitetura de contenção institucional destinada a impedir que decisões estratégicas escapem ao escrutínio técnico.

Quando inconsistências relevantes persistem ao longo do tempo, a hipótese estrutural mais plausível é que as linhas de defesa não operaram com independência ou coordenação suficientes. A primeira linha, composta pela gestão operacional, é responsável pela execução das atividades e pela identificação inicial de riscos. A segunda linha, formada por funções de risco e *compliance*, deve monitorar e orientar a gestão. A terceira linha, auditoria interna, atua como instância independente de avaliação e reporte ao conselho.

No caso analisado, a existência de auditoria independente externa não substitui a necessidade de funcionamento efetivo dessas linhas internas. A auditoria externa exerce papel de assecuração sobre demonstrações financeiras, mas depende, em larga medida, da qualidade dos controles internos e da integridade das informações fornecidas.

A maturidade organizacional em gestão de riscos pode ser compreendida como o grau de integração entre risco e estratégia. Organizações com baixa maturidade tendem a tratar risco como evento episódico. Organizações com maturidade intermediária adotam políticas formais, mas nem sempre garantem monitoramento contínuo e escalonamento eficaz. Organizações maduras incorporam risco ao processo decisório estratégico, com indicadores claros e mecanismos de resposta institucional.

A análise do Relatório Final da CPI indica que, embora existissem estruturas formais de controle, a dinâmica institucional não produziu resposta proporcional à materialidade das inconsistências. Essa constatação sugere nível de maturidade insuficiente para lidar com operações financeiras de elevada complexidade e impacto sistêmico.

Maturidade não se resume à existência de documentos, códigos ou relatórios periódicos. Ela exige cultura de monitoramento permanente, autonomia das funções de controle e disposição institucional para interromper práticas potencialmente distorcivas, mesmo quando estas favorecem métricas de desempenho no curto prazo.

Quando a gestão de riscos não está plenamente integrada à estratégia, decisões financeiras podem ser avaliadas prioritariamente sob a ótica de resultado imediato, relegando a segundo plano efeitos estruturais sobre endividamento e transparência. Esse desalinhamento constitui terreno fértil para conflito de interesses estrutural.

O caso Americanas evidencia que a presença de múltiplas camadas formais de controle não garante sua eficácia. A interação entre elas deve produzir consequência institucional. Caso contrário, as linhas de defesa convertem-se em instâncias simbólicas.

Essa reflexão conduz ao próximo eixo analítico, que envolve a cultura organizacional e a forma como ambientes corporativos podem neutralizar o contraditório interno.

5. Cultura organizacional, incentivos e neutralização do contraditório

A análise estrutural do caso Americanas não pode se limitar à arquitetura formal de governança ou à modelagem das linhas de defesa. A maturidade organizacional em gestão de riscos demonstra que cultura institucional constitui variável determinante na efetividade dos mecanismos de controle. Estruturas podem existir e ainda assim serem neutralizadas por ambiente decisório que privilegia metas de desempenho de curto prazo ou que desestimula questionamento técnico.

O ambiente organizacional descrito no conjunto de documentos analisados revela coexistência entre metas agressivas, pressão por resultados e complexidade financeira. Em contextos dessa natureza, conflitos de interesse podem se manifestar não apenas como desvio deliberado, mas como racionalização progressiva de práticas que favorecem métricas específicas de desempenho. O risco deixa de ser percebido como ameaça e passa a ser internalizado como instrumento estratégico.

A neutralização do contraditório ocorre quando sinais de alerta não são escalonados ou quando questionamentos técnicos são absorvidos sem produzir consequência institucional. A literatura sobre cultura organizacional identifica fenômenos como normalização do desvio e acomodação gradual de práticas que, isoladamente, parecem justificáveis, mas cumulativamente produzem distorção relevante.

Os depoimentos registrados na CPI reforçam essa dimensão cultural. Ao longo das oitavas, observa-se tendência à justificativa procedimental das decisões e à fragmentação da responsabilidade. Esse padrão é compatível com ambientes nos quais o cumprimento formal de rotinas substitui a reflexão crítica sobre substância econômica.

O material didático desenvolvido sobre maturidade em gestão de riscos enfatiza que organizações maduras promovem canais efetivos de escalonamento, asseguram proteção ao dissenso técnico e estabelecem indicadores de risco que geram ação concreta. Quando tais elementos são frágeis, a governança torna-se reativa e não preventiva.

A cultura organizacional também se relaciona com desenho de incentivos. Estruturas de remuneração e avaliação de desempenho influenciam decisões estratégicas. Quando incentivos estão fortemente vinculados a métricas financeiras específicas, há risco de priorização dessas métricas em detrimento de análise estrutural de sustentabilidade.

No caso Americanas, a conjugação entre complexidade financeira, metas de desempenho e fragmentação decisória produziu ambiente no qual inconsistências relevantes não foram interrompidas tempestivamente. A crise evidencia que governança eficaz depende de integração entre cultura, incentivos e estrutura formal.

Essa constatação conduz ao próximo eixo analítico, que examina como conflitos de interesse podem se institucionalizar em organizações empresariais e não empresariais, desvirtuando sua função social e econômica.

6. Conflito de interesses, captura institucional e desvio da função organizacional

O caso Americanas permite sustentar uma tese de alcance mais amplo do que a controvérsia contábil em si. O ponto central não está apenas no erro, na fraude ou na classificação técnica de operações, mas na forma como conflitos de interesses podem se institucionalizar a ponto de reconfigurar a própria racionalidade interna da organização. Nessa configuração, a empresa deixa de operar como instituição orientada à produção de valor sustentável, integridade informacional e responsabilidade perante investidores e credores, e passa a funcionar, em alguma medida, como instrumento de benefício privado, inclusive quando esse benefício se expressa como preservação reputacional, manutenção de métricas de desempenho ou proteção de decisões estratégicas previamente assumidas.

A literatura sobre governança corporativa e teoria da agência oferece um quadro interpretativo consistente para esse fenômeno. O conflito de interesses emerge quando há assimetria informacional e incentivos desalinhados entre quem decide e quem suporta o risco. O que o caso evidencia é que esse conflito pode deixar de ser um desvio periférico e passar a compor o próprio modo de funcionamento institucional, sobretudo quando as estruturas de supervisão não dispõem de independência substantiva para operar como instâncias de contraditório. O estudo de caso publicado pela FGV, ao examinar o colapso de governança, reforça a ideia de que a presença de estruturas formais não impede, por si só, a deterioração da efetividade do controle quando a organização opera sob lógica de desempenho e validação interna de práticas que deveriam ser permanentemente escrutinadas.

Essa leitura é reforçada por pesquisa acadêmica recente que analisa o episódio sob a ótica da teoria da agência, associando o risco sacado e a fraude a fragilidades de governança, controles internos e incentivos. A relevância dessa contribuição não é apenas descritiva, mas conceitual: ela sugere que, quando incentivos são mal calibrados e mecanismos de supervisão são capturados por rotinas de conformidade formal, abre-se espaço para distorções persistentes e para a normalização do risco como ferramenta de gestão. Em outras palavras, o conflito de interesses torna-se estrutural quando a organização passa a recompensar resultados sem exigir, com igual intensidade, a qualidade institucional do processo que produziu esses resultados.

No plano institucional brasileiro, o caso também revela como a resposta regulatória tende a se ativar após a crise, e não antes dela. A CVM, ainda em janeiro de 2023, divulgou publicamente a instauração e o desdobramento de procedimentos e inquéritos administrativos voltados à apuração de eventuais irregularidades relacionadas às inconsistências informadas pela companhia, evidenciando que a supervisão regulatória se move por gatilhos informacionais e que a qualidade do disclosure é condição para o acionamento tempestivo do controle externo. Isso reforça um ponto essencial para o argumento do artigo: em mercados baseados em disclosure, a integridade informacional não é consequência automática da existência de regras, mas produto de governança substantiva que assegure que a informação divulgada seja fiel à substância econômica.

A partir dessa chave interpretativa, o caso Americanas torna-se exemplar para além do universo das companhias abertas. Organizações empresariais e não empresariais podem sofrer desvio de função institucional quando conflitos de interesse são tolerados como prática, quando o contraditório interno é neutralizado e quando estruturas de controle

operam como validação simbólica, não como fiscalização efetiva. O risco sistêmico, nesse cenário, não se limita ao contágio financeiro, mas se expressa como erosão da confiança institucional, que é o insumo invisível de todo ambiente de mercado e, em sentido mais amplo, da legitimidade organizacional.

Esse item prepara a transição para o próximo, no qual será aprofundado como a auditoria independente, o ceticismo profissional e a cultura de controles se inserem nessa arquitetura e por que, em determinados contextos, a auditoria pode falhar em atuar como barreira efetiva quando a governança interna já se encontra fragilizada.

7. Auditoria independente, ceticismo profissional e limites do assurance

A auditoria independente ocupa posição central na arquitetura de governança das companhias abertas. Seu papel é fornecer asseguração razoável de que as demonstrações financeiras, consideradas como um todo, refletem adequadamente a posição patrimonial e o desempenho da entidade, sem substituir a administração nem os órgãos de governança. No caso Americanas, a auditoria externa foi chamada a prestar esclarecimentos no âmbito institucional, inclusive sobre procedimentos adotados e interlocução com as instâncias de governança, o que revela que o episódio ultrapassou a dimensão empresarial e assumiu estatura pública e sistêmica.

O ponto crítico, entretanto, não se limita a saber se houve conformidade formal com padrões técnicos, mas a compreender o alcance do ceticismo profissional quando a organização já opera sob racionalidade interna que tende a normalizar determinadas práticas. Em ambientes desse tipo, a auditoria pode se ver condicionada pela qualidade dos controles internos e pela integridade do fluxo informacional, o que torna a governança substantiva um pré-requisito silencioso da própria asseguração.

O debate acadêmico e normativo internacional reforça essa conclusão ao atribuir ao conselho papel indelegável de supervisão da integridade dos relatórios financeiros e dos sistemas de controle interno. A auditoria externa integra o sistema, mas não substitui a responsabilidade institucional do conselho na vigilância crítica sobre risco, controles e transparência.

No debate público brasileiro, veículos jurídicos especializados registraram que o caso reacendeu discussões sobre responsabilidade de auditores, limites da responsabilização e necessidade de reforço regulatório, inclusive distinguindo responsabilidade penal, civil e administrativa e destacando que a imputação de responsabilidade exige demonstração de dolo ou culpa, além de nexos com o dano. Esse ponto é importante porque impede simplificações e orienta a análise para o plano estrutural: o foco não é apenas punir, mas reduzir vulnerabilidades de governança que permitem persistência de distorções.

Além disso, estudos acadêmicos sobre relatórios de auditoria da própria Americanas no período pré-crise identificaram ausência de sinais explícitos, nas opiniões emitidas, que antecipassem o evento, reforçando a discussão sobre limites informacionais do relatório de auditoria e sobre a necessidade de governança interna efetiva para que o assurance cumpra seu papel institucional.

Em síntese, o caso evidencia que auditoria independente não deve ser tratada como barreira autônoma capaz de compensar fragilidades sistêmicas de governança e cultura. Quando a governança substantiva é insuficiente, a auditoria tende a operar com menor

capacidade de ruptura, sobretudo em operações complexas cuja substância econômica pode ser obscurecida por rotinas organizacionais, interpretações técnicas e dependência informacional.

8. Risco sistêmico, confiança institucional e mercado de capitais

O caso Americanas ultrapassou os limites de uma crise corporativa isolada e assumiu dimensão sistêmica no mercado de capitais brasileiro. A divulgação das inconsistências contábeis produziu impacto imediato sobre investidores, credores e demais participantes do mercado, afetando não apenas o valor das ações da companhia, mas a percepção geral sobre a integridade informacional de companhias abertas.

Risco sistêmico, nesse contexto, não se restringe ao contágio financeiro direto. Ele se manifesta como erosão da confiança institucional. Mercados de capitais operam com base em presunção de confiabilidade das demonstrações financeiras e na expectativa de que estruturas de governança funcionem como mecanismos efetivos de supervisão. Quando essa presunção é abalada, o efeito difuso é aumento do prêmio de risco e retração da confiança coletiva.

A Comissão de Valores Mobiliários, em manifestações públicas realizadas após o anúncio das inconsistências, reconheceu a relevância do caso e instaurou procedimentos para apuração dos fatos. A atuação do regulador demonstra que a crise não foi tratada como evento ordinário, mas como ocorrência capaz de afetar a credibilidade do mercado brasileiro.

A literatura econômica sustenta que confiança é ativo institucional invisível. Ela reduz custos de transação, facilita acesso a crédito e sustenta decisões de investimento de longo prazo. Quando a confiança é comprometida, o custo sistêmico ultrapassa a companhia envolvida e atinge o ambiente regulatório como um todo.

A imprensa econômica especializada registrou que o episódio gerou questionamentos sobre governança de grandes grupos empresariais e reacendeu discussões sobre transparência, disclosure e responsabilidade dos administradores. Essa reação pública confirma que o impacto não foi meramente patrimonial, mas institucional.

É importante destacar que o Brasil vivenciava, no período imediatamente anterior à crise, aumento significativo do número de investidores pessoa física no mercado de capitais. A democratização do acesso amplia a responsabilidade institucional das companhias abertas. Quanto maior o número de participantes, maior a necessidade de integridade informacional.

O risco sistêmico, portanto, não se limita à eventual insolvência de uma companhia relevante. Ele se manifesta na deterioração da confiança coletiva e na percepção de que estruturas formais de governança podem não ser suficientes para impedir distorções relevantes.

Essa constatação reforça a tese central deste artigo: conflitos de interesse, quando institucionalizados e não mitigados por governança substantiva, transcendem o plano organizacional e produzem externalidades que afetam o próprio funcionamento do mercado.

A partir desse ponto, o artigo avança para examinar as implicações normativas e institucionais do caso, considerando propostas de aprimoramento regulatório e fortalecimento da cultura de *compliance*.

9. Implicações normativas e aperfeiçoamento institucional

A crise da Americanas não apenas provocou perdas financeiras relevantes, mas também desencadeou debate institucional sobre a suficiência do arcabouço regulatório brasileiro em matéria de governança corporativa, auditoria e responsabilidade de administradores. A resposta normativa posterior ao evento revela tentativa de reforçar mecanismos preventivos e de responsabilização, deslocando o debate da mera punição para o fortalecimento estrutural.

O Relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito apresentou recomendações voltadas ao aprimoramento da supervisão, ao fortalecimento da transparência e à discussão sobre responsabilização de administradores e auditores. Ainda que o relatório não produza efeitos legislativos automáticos, ele representa marco político-institucional relevante, ao reconhecer que falhas de governança em companhias abertas podem produzir impactos sistêmicos.

No plano regulatório, a Comissão de Valores Mobiliários reforçou a importância da qualidade do disclosure e da observância das normas contábeis e de auditoria. Esse movimento demonstra que a resposta institucional não se limita ao caso concreto, mas busca preservar a credibilidade do mercado como ambiente de confiança regulada.

A literatura sobre *compliance* corporativo enfatiza que programas eficazes dependem de três pilares: comprometimento da alta administração, independência das funções de controle e cultura organizacional orientada à integridade. Quando esses elementos são frágeis, a conformidade tende a se tornar formal, não transformadora.

O caso Americanas reforça a necessidade de integração entre governança, risco e *compliance*. Conflitos de interesse devem ser identificados como risco estratégico, e não apenas como infração ética eventual. Isso implica mapeamento contínuo de incentivos, revisão periódica de controles internos e fortalecimento de canais de denúncia com proteção efetiva ao informante.

Do ponto de vista normativo, o desafio não está exclusivamente na criação de novas regras, mas na consolidação da efetividade das existentes. O Brasil dispõe de legislação robusta para sociedades por ações e de regulamentação consolidada para companhias abertas. A fragilidade identificada no caso analisado revela que o problema pode residir mais na cultura institucional e na supervisão prática do que na ausência de previsão normativa.

O aperfeiçoamento institucional, portanto, exige articulação entre legislador, regulador, conselhos de administração, auditores e investidores. A governança corporativa do século XXI não pode ser compreendida como mera formalidade documental. Ela deve operar como mecanismo vivo de fiscalização crítica.

Esse conjunto de reflexões prepara a conclusão do artigo, na qual será retomada a tese central sobre conflito de interesses estrutural, desvio da função institucional das organizações e risco sistêmico.

10. Conclusão

O caso Americanas não pode ser compreendido como evento isolado de irregularidade contábil. A análise desenvolvida ao longo deste artigo demonstra que o episódio revelou fragilidades estruturais na governança corporativa brasileira, especialmente no que se refere à distinção entre governança formal e governança substantiva. A existência de conselho de administração, comitê de auditoria, auditoria independente e políticas de *compliance* mostrou-se insuficiente para impedir a persistência de distorções relevantes.

O núcleo do problema não reside exclusivamente na técnica contábil, mas na institucionalização de conflitos de interesse em ambiente organizacional que neutralizou o contraditório e fragmentou a responsabilidade. Quando estruturas formais operam sem autonomia crítica e sem cultura de questionamento, o controle tende a se tornar simbólico. A governança passa a existir como arquitetura normativa, mas não como mecanismo efetivo de limitação do poder decisório.

A maturidade organizacional em gestão de riscos emerge como variável decisiva. Organizações que tratam risco como componente estratégico, com indicadores claros e escalonamento institucional robusto, tendem a interromper distorções antes que se tornem sistêmicas. No caso analisado, a coexistência entre complexidade financeira, metas de desempenho e fragmentação informacional produziu ambiente propício à normalização do risco.

O impacto sistêmico da crise reforça a dimensão pública da governança corporativa. Companhias abertas desempenham função institucional que ultrapassa o interesse privado de seus administradores e acionistas controladores. Elas operam como emissoras de informação que sustenta decisões de investimento e alocação de capital. Quando a integridade dessa informação é comprometida, a confiança coletiva é afetada.

A resposta institucional, manifestada por meio da atuação regulatória e das recomendações da Comissão Parlamentar de Inquérito, indica reconhecimento de que a prevenção depende de fortalecimento estrutural. Contudo, o aperfeiçoamento normativo não será suficiente se não houver transformação cultural e fortalecimento da autonomia dos órgãos de supervisão.

A principal lição do caso Americanas é que conflitos de interesse, quando não mitigados por governança substantiva e cultura institucional orientada à integridade, podem desvirtuar a função organizacional e produzir externalidades sistêmicas. Organizações empresariais e não empresariais existem para cumprir função econômica e social. Quando são capturadas por racionalidades de benefício próprio, perdem legitimidade e comprometem a confiança que sustenta o sistema.

O aprendizado institucional, portanto, não se limita à revisão de procedimentos contábeis. Ele exige reflexão profunda sobre incentivos, independência decisória, maturidade em gestão de riscos e efetividade real das estruturas de governança. A preservação da integridade do mercado de capitais brasileiro depende dessa transformação.

Sob a perspectiva das melhores práticas preconizadas pelo Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, o caso Americanas expõe uma tensão estrutural entre adesão formal a princípios e internalização substantiva de seus valores. O Código das Melhores Práticas enfatiza transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa como fundamentos da boa governança. Entretanto, a experiência analisada

demonstra que a simples incorporação formal desses princípios não assegura sua efetividade quando incentivos organizacionais e estruturas decisórias não favorecem autonomia crítica e cultura de integridade.

Essa constatação revela limite relevante do modelo brasileiro de governança, fortemente ancorado em autorregulação e em códigos de boas práticas. A crise indica que a confiança no mercado não pode repousar exclusivamente na adesão formal a padrões normativos, mas exige mecanismos institucionais capazes de produzir consequência diante de desvios relevantes. O desafio contemporâneo não é apenas normativo, mas cultural e estrutural: transformar princípios declaratórios em prática organizacional verificável.

O caso Americanas, nesse sentido, não representa apenas falha corporativa isolada, mas oportunidade de reflexão crítica sobre a maturidade do sistema brasileiro de governança e sobre a necessidade de fortalecer mecanismos de accountability substantiva.

Referências

CÂMARA DOS DEPUTADOS. *Relatório Final da Comissão Parlamentar de Inquérito destinada a investigar inconsistências contábeis da Americanas S.A.* Brasília: Câmara dos Deputados, 2023. Disponível em: <https://static.poder360.com.br/2023/09/Relatorio-Final-CPI-da-Americanas-4set2023.pdf>. Acesso em: 18 fev. 2026.

CARVALHO, Ana Lídia Rodrigues Alves. Auditoria independente das Lojas Americanas: culpada ou inocente? *Revista Científica do Centro Universitário Uniceplac (RECISO)*, 2022. Disponível em: <https://ojs.uniceplac.edu.br/index.php/reciso/article/view/49/38>. Acesso em: 18 fev. 2026.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Informações adicionais relativas à companhia aberta Americanas S.A. Brasília: CVM, 27 jan. 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/2023/informacoes-adicionais-relativas-a-companhia-aberta-americanas-s-a>. Acesso em: 18 fev. 2026.

COSTA, José Alexandre Machado; YOSHINAGA, Claudia Emiko; MARTINS, Henrique Castro. Americanas S.A.: The Hidden Dangers of Bad Corporate Governance. *GVcasos*, v. 13, n. 2, 2023. Disponível em: <https://periodicos.fgv.br/gvcasos/article/view/90261>. Acesso em: 18 fev. 2026.

IBGC – INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. *Código das melhores práticas de governança corporativa*. 6. ed. São Paulo: IBGC, 2023. Disponível em: <https://ibgc.org.br/conhecimento/publicacoes/codigo-das-melhores-praticas>. Acesso em: 18 fev. 2026.

MIGALHAS. Americanas: um overview, até o momento. *Migalhas*, 29 mar. 2023. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/depeso/383869/americanas-um-overview-ate-o-momento>. Acesso em: 18 fev. 2026.

OECD. *G20/OECD. Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing, 2023. Disponível em: <https://www.oecd.org/corporate/g20-oecd-principles-of-corporate-governance.htm>. Acesso em: 18 fev. 2026.

VALOR ECONÔMICO. Crise da Americanas reacende debate sobre governança corporativa no Brasil. *Valor Econômico*, 2023. Disponível em: <https://valor.globo.com>. Acesso em: 18 fev. 2026.