

4

Apresentação e Discussão dos Resultados da Pesquisa de Campo

Este capítulo visa apresentar e analisar cada um dos pressupostos apresentados no Capítulo 3. Para tanto, os pressupostos foram associados às categorias (Quadro 7), sendo que cada uma delas compõe uma seção deste capítulo.

Além disso, em cada seção foi realizada a transcrição de trechos de entrevistas, selecionadas com o objetivo de reforçar o aspecto analisado, sem, contudo, tornar cansativa a leitura.

O presente Capítulo se desdobra em onze seções:

- i) Perfil da Empresa Pesquisada;
- ii) Origem das Participações societárias;
- iii) Essência, Princípios, Pilares e Práticas da Governança de Participações Societárias;
- iv) Compartilhamento de Papéis entre *Holding* e Participação Societária;
- v) A Alta Administração da *Holding* como Patrocinador, Orientador e Estruturador da Relação com as Participações;
- vi) Coordenação e Supervisão dos Negócios das Participações pela *Holding* por Meio de Pessoas, Processos e Controles;
- vii) A Assembleia como Instrumento de Governança nas Participações;
- viii) O Conselho de Administração como Instrumento de Governança nas Participações;
- ix) Tamanho e Composição dos Conselhos de Administração nas Participações;
- x) A Diretoria Executiva como Instrumento de Governança nas Participações;
- xi) Remuneração como Fator de Alinhamento.

| Categoria | Descrição | Pressuposto |
|---|--|--|
| Origem das participações societárias | Apresenta o motivo da constituição de sociedades por uma <i>holding</i> . | A <i>holding</i> , para realizar o objeto social para o qual foi constituída, pode participar ou constituir outras empresas em virtude de fatores estratégicos, legais, fiscais e de riscos. |
| Essência, princípios, pilares e práticas da Governança de Participações societárias | Verifica a aplicabilidade da essência, princípios, pilares e práticas da Governança Corporativa na Governança de Participação Societária. | A Governança de Participação societária possui: i) a ética como essência da relação; ii) a transparência, equidade, prestação de contas, responsabilidade corporativa, alinhamento e conformidade legalidade como princípios básicos; iii) o acionista, o Conselho de Administração, a gestão, a Auditoria e o Conselho Fiscal como pilares; iv) a sustentabilidade como melhor prática. |
| Compartilhamento de papéis entre <i>holding</i> e participação societária | Analisa o compartilhamento de papéis entre <i>holding</i> e participações, bem como os fatores que influenciam nesse compartilhamento e os impactos para a governança de participação. | As participações societárias possuem diferentes papéis e responsabilidades, sendo que sua governança deve refletir as características internas e externas de cada organização, visando maximizar o desempenho do grupo. Características, estas, que derivam do ambiente local, da estratégia do grupo e do ambiente interno da participação |

Quadro 7 - Categorias, descrições e pressupostos

| Categoria | Descrição | Pressuposto |
|--|--|--|
| A Alta Administração da <i>holding</i> como patrocinador, orientador e estruturador da relação com as participações | Verifica o papel da alta administração da <i>holding</i> como patrocinador e orientador da relação com as participações, bem como o definidor das estruturas de coordenação e controle do negócios. Além disso, verifica os limites dessa relação de forma a preservar autonomia jurídica de cada sociedade. | A Governança de Participação Societária deveria ser patrocinada pela alta administração da <i>holding</i> , a qual é responsável por definir políticas, diretrizes e orientações para as participações, bem como definir estrutura de coordenação e supervisão dos negócios, sem, contudo, interferir na autonomia jurídica de cada sociedade. |
| Coordenação e supervisão dos negócios das participações pela <i>holding</i> por meio de pessoas, processos e controles | Analisa os três fatores de alinhamento utilizado pela <i>holding</i> : pessoas, processos e controle | A <i>holding</i> busca coordenar e supervisionar os negócios de suas participações societárias por meio de: i) pessoas (nomeação, remuneração, avaliação e desenvolvimento de administradores); ii) processos (coordenação de aspectos estratégicos, operacionais e de gestão); iii) controle (coordenação e supervisão da atuação da Auditoria Interna e Externa, de forma a monitorar a conformidade das orientações da <i>holding</i>). |
| A Assembleia como instrumento de governança nas participações | Analisa o papel da Assembleia nas participações societárias, bem como o uso do poder de voto. | O uso do poder de voto numa Assembleia Geral não é utilizado no caso de participações societárias que possuam um único acionista, tendo em vista o forte poder de penetração da <i>holding</i> por meio dos administradores. Contudo, no caso de controladas, que apresentem mais de um sócio, o poder de voto pode ser utilizado, apesar do poder minoritário dos demais acionistas. |

Quadro 7 - Categorias, descrições e pressupostos (continuação)

| Categoria | Descrição | Pressuposto |
|--|---|--|
| O Conselho de Administração como instrumento de governança nas participações | Analisa o papel do Conselho de Administração nas participações societárias, bem como os fatores que influenciam em sua atuação. | O Conselho de Administração é responsável por dirigir e monitorar as participações, contudo, em função da divisão de papéis e responsabilidade entre <i>holding</i> e participações, bem como do controle da matriz, o Conselho poderá ser mais ou menos atuante. |
| Tamanho e composição dos Conselhos de Administração nas participações | Analisa tamanho e composição do Conselho de Administração nas participações | Conselhos maiores, com a presença de membros externos, são característicos de Conselhos de participações atuantes. |
| A Diretoria Executiva como instrumento de governança nas participações | Analisa o papel da Diretoria Executiva nas participações societárias, bem como o relacionamento com os demais <i>stakeholders</i> | A Diretoria da participação é o órgão executivo da sociedade devendo atuar de forma harmônica com o Conselho, bem como garantir o relacionamento transparente e de longo prazo com as demais partes interessadas. |
| Remuneração como fator de alinhamento | Analisa a aplicação da remuneração financeira e não financeira, bem como as dificuldades de aplicação dos modelos financeiros. | A remuneração dos administradores das participações societárias pode ser de origem financeira e não financeira. Contudo, verifica-se uma dificuldade de aplicação em virtude: i) as participações não apresentam ações comercializadas; ii) a performance de uma participação pode estar atrelada ao desempenho do grupo como um todo. |

Quadro 7 - Categorias, descrições e pressupostos (continuação)

Fonte: Autor

4.1 Perfil da Empresa Pesquisada

A sociedade estudada é uma grande empresa brasileira com atuação nacional e internacional. Sua *holding* é uma sociedade de capital aberto, ou seja, possui ações negociadas em bolsa de valores. Além disso, possui parcela significativa dos seus negócios realizados pela *holding*.

Caracteriza-se por ser uma *holding* mista, pois executa atividades operacionais e detém participações em outras sociedades.

Apresenta participação acionária em diversas sociedades fechadas, ou seja, sem capital negociado em bolsa. Das suas participações, grande parte são subsidiárias integrais e controladas, estando localizadas no Brasil e exterior.

4.2 Origem das Participações Societárias

Segundo Brasil (1976), a sociedade empresarial pode participar ou constituir outras companhias, visando realizar o objeto social para o qual foi constituída. A análise dos discursos dos entrevistados permitiu identificar o fato da *holding* constituir sociedades de forma a viabilizar um negócio definido no seu objeto social:

[...] Uma linha que podemos observar é a do cumprimento de seus objetivos estatutários. Isso tem sido realizado ao longo do tempo.

Entrevistado 1

[...] Na realidade, a outra empresa existe por conta de uma decisão na *holding*. Na realidade, a decisão é estratégica, de negócio. A empresa criada é uma consequência para que você possa realizar o melhor resultado com o menor risco para a controladora. Então, ela, obrigatoriamente, tem que estar dentro da visão estratégica da controladora.

Entrevistado 2

[...] As sociedades de que eu participei da criação, e que vejo que foram criadas, surgiram em função de uma razão comercial... empresas onde o objeto social da companhia irá se realizar.

Entrevistado 9

Para tanto, observa-se um alinhamento entre objetos sociais, de forma a proporcionar limites, sinergias e ganhos ao sistema.

[...] Se é uma *holding* e há uma empresa atrelada, ela tem que estar atrelada, obrigatoriamente, ao seu objetivo social.

Entrevistado 2

[...] Acerca do vínculo do objeto social da *holding* com outras sociedades, de

alguma forma as outras empresas vão ter um vínculo. O objeto social da *holding* é um objeto macro, você vai determinar se entra ou não em um negócio, se cria ou não uma empresa.

Entrevistado 9

[...] Em princípio, elas devem ter um objeto social que seja a extensão, o complemento do objeto social da sua *holding*.

Entrevistado 5

O Entrevistado 7 destaca que os objetos sociais devem ser diferentes, de forma a não gerar concorrência direta entre *holding* e participações. Além disso, o Entrevistado 10 destaca a sinergia existente entre os negócios.

[...] O objeto social de cada uma (*holding* e participações) tende a ser distinto, obviamente tem alguma sobreposição em função do negócio... Cada caso é um caso. Você tem que negociar. Não faz sentido você criar uma empresa para ser sua competidora. Isso é bom senso. Nenhuma sociedade de que somos sócios vem competir diretamente, pode haver uma competição marginal, que isso não tem jeito. Talvez um subproduto concorrente, mas tem que se administrar isso.

Entrevistado 7

[...] Assim, em termos gerais, essa empresa foi criada fortemente integrada à *holding*... Nos fomos criados com a idéia de sinergia com o sistema. Não é uma coisa isolada, é uma coisa sinérgica.

Entrevistado 10

Os Entrevistados 1 e 6 ressaltam o caráter dinâmico dos negócios, fazendo com que, em alguns momentos, o objeto social da *holding* necessite ser expandido em virtude de decisões estratégicas e atuações em novos negócios.

[...] você foi criando empresas para cumprir parte do objeto social e, em alguns casos, você ampliava o objeto social da *holding* para entrar em determinado segmento... Por vezes, você adquire uma empresa que já vem com um objeto social...

Entrevistado 1

[...] É interessante avaliar que não existe um cenário de cláusula pétrea, ou seja, o dinamismo do negócio pode gerar a necessidade de alterações no objeto social. Dessa forma, certamente isso subirá ao fórum adequado, onde será deliberado sobre uma possível adequação em seu objeto social, de forma a acompanhar possíveis modificações ou adequações na indústria.

Entrevistado 6

Quando analisamos os motivadores para constituição de sociedades, Strikwerda (2009) e Brasil (1976) destacam os fatores estratégicos, legais, fiscais e de riscos. Esses fatores foram evidenciados nos discursos dos entrevistados, contudo alguns outros podem ser observados.

[...] As sociedades deveriam existir por três motivos, apesar de, no nosso grupo empresarial, isto não ser verdade. Eu acho que as sociedades deveriam existir porque a lei exige, ou seja, é um determinado negócio em que eu tenho que ter

uma sociedade separada... Segundo, porque você quer segregar um determinado negócio... Terceiro motivo, é quando você interpõe alguma empresa dentro de uma estrutura societária para você ter algum ganho financeiro ou fiscal... Há quem diga que você pode interpor empresas para minimizar riscos, principalmente jurídicos... No entanto, nós aqui temos empresas muito mais que por essas necessidades, porque muitas vezes compramos conglomerados que já tinham empresas...

Entrevistado 5

[...] A decisão de criação, desta empresa em específico, tem um componente técnico e político.

Entrevistado 10

[...] Algumas surgem, por exemplo, por aquisição...

Outras são frutos de sociedades antigas...

Também tem o caso da "Sociedade X", em que a *holding* julgou estratégico buscar um sócio estrangeiro que detinha tecnologia. Então, decidiu-se montar uma empresa para fornecer matéria-prima para a *holding*. Foi outra lógica, você não tinha tecnologia e buscou...

Entrevistado 7

Contudo, o único fator em comum observado em todas as entrevistas foi o componente estratégico. Segundo os Entrevistados 1, 2, 4, 6 e 9, o fator estratégico, ou seja, a necessidade de se realizar um negócio, é indutor do início do processo de um estudo de constituição de uma sociedade.

[...] Volto a dizer: fechar, desinvestir ou investir em empresas é uma orientação estratégica...

Entrevistado 1

[...] Eu vejo como uma pirâmide, a estratégia de fato está lá em cima e aí você vai descendo e vai aumentando a base, porque você vai precisando analisar os demais aspectos, de forma a dar sustentabilidade ao negócio que você quer realizar.

Entrevistado 2

[...] Eu acredito que as criações de todas essas empresas tenham partido de uma definição estratégica para ajudar a *holding* a executar a sua estratégia.

Entrevistado 4

[...] Tudo parte de um direcionador estratégico.... dado esse *drive*, nos começamos a vir com as necessidades societárias...

Entrevistado 6

[...] Pra mim, as sociedades de que eu participei da criação, as sociedades que eu vejo serem criadas, são sociedades que surgem em função de uma razão negocial....

Entrevistado 9

O Entrevistado 1 destaca que esse orientador estratégico pode estar diretamente relacionado à decisão do acionista ou a fatores internos da organização.

[...] Volto a dizer: fechar, desinvestir ou investir em empresas é uma orientação

estratégica que, por vezes, tem relação com a orientação do acionista. Por vezes, tem outros aspectos que são decisões estratégicas internas, sem muita interferência direta do acionista.

Entrevistado 1

Além disso, os Entrevistados 2 e 4 observam a existência de um estudo técnico que visa analisar a constituição de um negócio por meio de uma sociedade.

[...] Surge sempre em função de um negócio e aí se inicia um estudo de viabilidade do negócio...

Entrevistado 2

[...] Eu acho que todos esses aspectos devem ser considerados. Acho que o primeiro momento de avaliação deve ser em um estudo prévio, em que a *holding* avalia o negócio. Deve ser feita uma avaliação ampla que verifica os aspectos estratégicos, tributários, de risco e, se o negócio está sendo feito em outro país, risco político... Passando por esse crivo, deve ser feita uma análise da escolha do sócio... Depois desses elementos determinados, eu tenho que fazer um bom acordo de acionistas... É claro que esse acordo se materializa no Estatuto Social. Então esses três momentos são cruciais para você avaliar todos os riscos envolvidos no negócio.

Entrevistado 4

O Entrevistado 5 complementa a visão acima ressaltando que, em virtude do contexto, os fatores presentes no estudo técnico podem ter pesos diferenciados em determinados momentos.

[...] Alguns elementos dessa análise técnica são relevados em função de outras prioridades. Quando você faz uma análise desse tipo, os fatores são ponderados. São elementos que você pondera e, em determinado momento, um pesa mais que o outro.

Entrevistado 5

O Entrevistado 2 ressalta que os fatores tributários, por diversas vezes, são decisivos nesse processo.

[...] Em função do planejamento tributário e em função do resultado que você tem da sua companhia, você avalia se estabelece esse novo negócio dentro da sua empresa ou se abre uma nova empresa. Mas, basicamente, é em função de questões tributárias, pois, dependendo do local você tem impostos consideráveis e acabando perdendo no resultado do negócio em si.

Entrevistado 2

Além disso, dois entrevistados indicaram a necessidade de se avaliar constantemente se os fatores estratégicos que justificaram a criação da sociedade perduram. Caso contrário, faz-se necessário a readequação do quadro societário por meio de desinvestimentos.

[...] Tem um outro aspecto que é interessante nós trabalharmos nisso nós temos que aprender a trabalhar isso. Que é de desinvestir. Tem que aprender a desinvestir quando não é mais necessário. Se eu crio uma empresa para atingir determinados objetivos, a partir do momento que eu não preciso mais atingir esses objetivos, que já atingi ou porque tenho outros objetivos, eu tenho que desinvestir.....investimento e desinvestimento são uma coisa dinâmica..... Nem sempre desinvestir é fracasso, pode ser motivo de sucesso.

Entrevistado 1

[...] a grande questão agora é analisar se toda essa arquitetura societária está cumprindo a sua função estratégica.... verificar se a estratégia para o qual foram destinadas está sendo cumprida e se vale a pena continuar com elas.

Entrevistado 4

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) a *holding* constitui uma sociedade para viabilizar um negócio definido no seu objeto social;
- ii) o objeto social da *holding* e de suas participações devem estar alinhados de forma a proporcionar sinergias e ganhos ao sistema;
- iii) as sociedades surgem por meio de um orientador estratégico, a partir do qual se analisam os fatores legais, fiscais, de riscos, políticos, entre outros;
- iv) a análise da viabilidade da constituição de um negócio por meio de uma sociedade é realizada com a ajuda de um estudo técnico;
- v) recomenda-se avaliar constantemente se os fatores estratégicos que justificaram a criação da sociedade perduram. Caso contrário, recomenda-se a readequação do quadro societário por meio de desinvestimentos.

Diante do exposto, pode-se constatar que, conforme Brasil (1976) e Strikwerda (2009), a *holding* pode participar ou constituir sociedades de forma a realizar o objeto social para qual foi criada. Contudo, ao analisarmos os motivadores da constituição de novas sociedades, as entrevistas revelaram que as sociedades surgem por meio de um orientador estratégico, a partir do qual analisam-se os fatores negociais, legais, de riscos, políticos, entre outros. Além disso, foi possível constatar que a análise desses fatores encontra-se reunida em um estudo técnico.

4.3 Essência, Princípios, Pilares e Práticas da Governança de Participações Societárias

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009), a Governança Corporativa possui:

- i) a ética como essência;
- ii) a transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa como princípios básicos;
- iii) o acionista, o Conselho de Administração, a gestão, a Auditoria e o Conselho Fiscal como pilares;
- iv) a sustentabilidade como melhor prática.

Todos os entrevistados concordaram que o modelo acima, em essência, se aplica na Governança de Participação. Destacam-se, abaixo, os principais comentários acerca do modelo:

4.3.1 Ética como Essência

Segundo Andrade & Rosseti (2010), Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) e Silva (2010), as práticas e o exercício das funções e responsabilidades dos órgãos da governança das companhias devem estar fundamentados na conduta ética.

A Ética foi identificada pelos entrevistados como um fator de suma importância também na governança de participações societárias, sendo que as participações controladas, de uma forma geral, utilizam as práticas estabelecidas no código de ética da *holding*.

[...] A Ética é importante. Ela está presente nessas relações e sempre estará, porque, se não, por mais instrumentos e formas de relacionamento que você crie, a pessoa irá burlar, agindo de forma mais pro forma e com menos substância... se você quer uma governança em substância, a ética tem que estar presente na gestão dessas relações.

Entrevistado 9

[...] Nas participações que a *holding* detém, sim. A *holding* deve estar sempre cobrando isso, essa questão ética... a grande maioria (das empresas geridas pelo entrevistado) possui código de ética... Quando a gente controla, a empresa deve, no mínimo, ter uma postura seguindo o código de ética da *holding*.

Entrevistado 7

[...] Se a empresa estabelece um modelo de governança societária para dominar uma empresa que está subordinada a ela para fazer o que ela quer e fazer o que ela quer, pressupõe esquecer o código de ética que ela aplica dentro da *holding*, ela está sendo esquizofrênica. Ou seja, a empresa na relação com as outras empresas, o código de ética ou o código de boas práticas, como quero chamar, tem que ser o pano de fundo dessa relação.

Entrevistado 4

Contudo, os Entrevistados 7 e 10 destacam a subjetividade da ética em sociedades que compartilham o mesmo código de ética e em sociedades em que há a presença de sócios.

[...] A ética é subjetiva... porque, às vezes não é muito claro. Tem coisas que são muito claras e outras não...

Agora, nas parcerias, você passa a ter o entendimento do sócio. Às vezes, a ética do outro é diferente da sua. Às vezes, o parceiro não é antiético, mas ele trabalha num limite mais "ousado" do que o seu.

A *holding* tem a tendência de ser mais conservadora e, então, cria um conceito mais rígido de ética.

Entrevistado 7

[...] O conceito de ética é muito complexo, não é absoluto. Ele é muito relativo. Certamente meu conceito de ética é diferente do de alguns colegas, mesmo tendo o código de ética da *holding*...

Entrevistado 10

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) a Governança de Participação Societária possui a ética como essência;
- ii) as participações societárias, em geral, utilizam as práticas estabelecidas no código de ética da *holding*.

4.3.2

A Transparência, Equidade, Prestação de Contas e Responsabilidade Corporativa como Princípios Básicos

As concepções, práticas e processos da Governança Corporativa são sustentados pelos valores transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa (Andrade; Rosseti, 2010; IBGC, 2009; Silva, 2010).

Esses fatores continuam presentes nas relações da *holding* com suas participações societárias, contudo a análise dos discursos permitiu identificar dois fatores adicionais que interferem na relação *holding* e participações.

O primeiro é o alinhamento entre a *holding* e suas participações, sem, contudo, desconsiderar os demais *stakeholders* existentes no processo e as personalidades jurídicas de cada sociedade. Alinhamento realizado através dos órgãos e instrumentos societários.

[...] Essa discussão sobre a Governança Societária não pode partir do princípio de que a empresa investida é independente... pois uma empresa que é independente, faz o que quer e segue a vida dela... então, se eu invisto numa empresa, é porque eu tenho, ali, um interesse e eu quero fazer valer o meu objeto social... Porque se não, não tem sentido eu investir ali... então, eu tenho que forçar para que essa empresa cumpra com a parte que lhe cabe do meu objeto social. Aí, eu tenho que usar os mecanismos óbvios, existentes para poder fazer isso.

Entrevistado 1

[...] Eu acho que sim, obrigatoriamente... você precisa de um alinhamento. Porque, na realidade, a outra empresa existe por conta de uma decisão da *holding*... Então, ela tem que estar dentro da visão estratégica da controladora. E aí, você precisa ter um alinhamento total. Você precisa manter a independência da administração por questões legais. Aí, você faz esse alinhamento por meio das pessoas que você indicou para administrar aquela empresa. As pessoas que você indicou para administrar aquela empresa devem ter o total conhecimento das orientações estratégicas da controladora para que, num momento de decisão naquela empresa, elas possam se pautar nas decisões estratégicas da controladora. ...

Entrevistado 2

[...] A gente tem uma equipe que estuda as proposições e fazemos algumas recomendações que são passadas para os conselheiros. A gente sempre orienta e identifica questões ou dúvidas que os conselheiros tenham. Aí ele vai embasado para dar o voto dele. Ele pode ser favorável a nossa orientação, geralmente é, mas ele é independente. O Conselheiro é que controla o negócio. Quando a gente controla, conversamos com o Diretor... Dependendo da situação, o próprio diretor vem conversar com a gente...

Entrevistado 7

[...] O representante da companhia tem que saber o que se espera dele. Ele tem que saber o que a *holding* quer em relação a estratégia.

Entrevistado 4

O segundo fator, decorrente do alinhamento, é a conformidade legal, ou seja, o respeito aos atos, órgãos e instrumentos societários de forma a respeitar a segregação das personalidades jurídicas de cada sociedade.

[...] Todos esses fatores continuam importantes... a gente poderia encaixar, também, a observância aos trâmites legais... lembre-se de que, agora, você tem uma série de considerações legais que você tem que considerar sempre, se não você estará tratando as suas empresas como departamento e dará problema alguma hora.

Entrevistado 9

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar o seguinte ponto crítico:

i) a Governança de Participação Societária possui a transparência, equidade, prestação de contas, responsabilidade corporativa, alinhamento e conformidade jurídica como princípios básicos.

4.3.3

O Acionista, o Conselho de Administração, a Gestão, a Auditoria e o Conselho Fiscal como Pilares

Todos os órgãos se manifestam nas participações societárias, com exceção das sociedades limitadas e das localizadas fora do Brasil. A manifestação de cada órgão possui particularidades em função de estarmos lidando com sociedades controladas de um grupo empresarial, cujo alinhamento é um fator característico.

Assembleia de Acionistas da Participação Societária

A Assembleia Geral é o órgão soberano da sociedade, possui poder de deliberar sobre todos os assuntos relativos ao negócio, bem como tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento (Brasil, 1976). Segundo Andrade & Rosseti (2010), é da Assembleia, composta pelos acionistas (proprietários) da sociedade, que emana o poder exercido pelos demais órgãos da companhia, ou seja, ela é o agente outorgante do poder.

Conforme apresentado na Seção 4.7 deste Capítulo, a Assembleia está presente nas participações societárias e continua sendo o órgão soberano onde há a manifestação direta dos sócios.

De uma forma geral, a propriedade está concentrada na mão de um acionista. Dessa forma, o acionista controlador elege a maioria dos administradores e possui um forte poder de penetração por meio dos mesmos.

Nesse contexto, o Conselho de Administração e a reunião de acionistas possuem um importante papel de alinhamento entre os sócios e a organização a fim de mitigar possíveis divergências entre os sócios e, conseqüentemente, uso do poder de controle por meio do voto.

As manifestações dos representantes dos acionistas em Assembleia estão, geralmente, suportadas por instruções de voto.

Além disso, verifica-se, que, tanto em subsidiárias integrais, quanto nas demais controladas, o acionista não pode incorrer no abuso de poder de controle, ou seja, o controlador não pode utilizar esse poder para tomar decisões

que venham a prejudicar, deliberadamente, demais acionistas e partes relacionadas.

Conselho de Administração da Participação Societária

O Conselho de Administração atua como órgão guardião dos interesses dos proprietários, sendo responsável por zelar pelos valores e propósitos da organização, traçar suas diretrizes estratégicas e apoiar e supervisionar, continuamente, a gestão da organização com relação aos negócios, aos riscos e às pessoas (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009).

Conforme analisado na Seção 4.8 deste Capítulo, o Conselho da participação possui papel estratégico, sendo importante interface entre Conselho/Diretoria e Conselho/acionista. A *holding*, por controlar essas sociedades, possui a prerrogativa de eleger a maioria de seus membros.

Além disso, o Conselho da participação possui uma natureza mais operacional, quando comparado ao Conselho da *holding*, por apresentar um maior número de matérias relativas ao negócio em questão.

O Conselho da participação possui um natural alinhamento com a *holding*, sendo as orientações estratégicas da *holding* desdobradas por meio da figura do conselheiro.

Os conselheiros, para que executem esse alinhamento com a *holding*, devem estar cientes das orientações estratégicas da *holding* e esta utiliza sua estrutura interna para auxiliar os conselheiros em suas atividades.

Os conselheiros devem atuar de forma alinhada às orientações da *holding*, contudo devem observar seus deveres e responsabilidades perante a empresa e os demais *stakeholder*.

Diretoria Executiva da Participação Societária

A Diretoria é o órgão executivo da sociedade anônima, competindo-lhe a representação da companhia, a gestão das áreas funcionais e de negócio, bem como a prática dos atos necessários a seu funcionamento regular (Almeida, 2011). Além disso, Andrade & Rosseti (2010) destaca o relacionamento harmônico entre o Conselho e a Diretoria.

Conforme analisado na Seção 4.10 deste Capítulo, a Diretoria de uma participação possui um caráter mais “operacional”, quando comparada a Diretoria da *holding*. Em outras palavras, possui um maior número de assuntos

relacionados ao negócio daquela participação.

Além disso, a Diretoria constitui um importante veículo de alinhamento de assuntos operacionais entre a *holding* e a participação. Contudo, esse alinhamento deve procurar ser feito, na maioria dos casos, via Conselho de Administração e, quando feito, observar as personalidades jurídicas de cada sociedade e os deveres e responsabilidades dos administradores.

Em sociedades controladas, a *holding* indica os diretores das participações, em sua maioria empregados da *holding*, porém existindo casos em que há a presença de diretores contratados.

O relacionamento com os *stakeholders* muitas vezes se concentra na Diretoria Executiva da participação, verificou-se, entretanto, que em alguns casos há o compartilhamento desse papel com o Conselho de Administração e com a *holding*.

Auditoria Independente da Participação Societária

A Auditoria Independente se manifesta nas participações. De uma forma geral, a Auditoria Independente é única, realizando seus trabalhos na *holding* e suas controladas. Já a Auditoria Interna, quando não presente na sociedade, é executada pela *holding*.

[...] Têm algumas que, em função do porte, não têm estrutura própria de Auditoria. Nesse caso, a *holding* realiza e inclui no nosso plano (de Auditoria Interna). Se tiverem, há duas situações: i) eles têm estrutura, mas, uma pessoa só. Então a gente cede auditores nossos para compor a equipe deles e eles executam a Auditoria, mas os resultados são para eles (empresa). ii) tem estrutura própria...

A Auditoria Externa, por lei, tem que ser contratada e atuar. Então, normalmente, quando se faz o processo de contratação na *holding*, já tem um dispositivo em que a mesma que ganhar aqui no Brasil vai atender a todas subsidiárias controladas no Brasil e Exterior...

O Comitê de Auditoria só existe na *holding* por conta da SOX, já que o consolidado da *holding* será objeto de arquivo na SEC...

Entrevistado 8

O mesmo entrevistado esclareceu que todas as empresas brasileiras que têm Auditoria própria possuem planos aprovados pelos respectivos Conselhos de administração e suas Auditorias são realizadas pelos seus órgãos internos. A *holding* não interfere nos planos de Auditorias das participações, mas repassa diretrizes e orientações processuais, por meio de procedimentos e padrões, para as sociedades.

Conselho Fiscal da Participação Societária

O Conselho Fiscal visa garantir o exercício do direito dos proprietários de fiscalizar a gestão dos negócios, os resultados apresentados pela administração e as variações patrimoniais (Andrade; Rosseti, 2010).

O Conselho Fiscal está presente nas participações constituídas no Brasil, sendo a indicação de seus membros realizada pela *holding*, mais precisamente pela área financeira. Além disso, o Entrevistado 2 destaca que a *holding* também pode se alinhar com esses conselheiros por meio de orientações.

[...] Cada empresa tem o seu Conselho Fiscal que interage com seus próprios órgãos de administração.

Entrevistado 8

[...] Você pode através deles, que são indicados pela controladora, de modo geral, pela área financeira da controladora, que tem a obrigação de ver o resultado consolidado. Você pode, também, passar as orientações para que eles tenham subsídio para manifestação em um momento de um voto. Você mantém a independência deles, mas você precisa subsidiá-los com informações para que possam realizar uma boa gestão dos livros fiscais [...]

Entrevistado 2

O Entrevistado 5 chama a atenção para a necessidade de treinamento desses membros e o papel relevante que apresentam, sendo, na essência, um desdobramento do Conselho Fiscal da *holding*.

[...] A gente tem se preocupado muito em treinar esses conselheiros fiscais... para que eles exerçam o papel que lhes cabem. Por quê ? Porque, na realidade, esses Conselhos fiscais são o desdobramento do Conselho Fiscal da *holding*. Como o conselheiro fiscal da *holding* não consegue olhar todo o conglomerado, ele precisa de instrumentos que garantam que aquelas políticas, diretrizes e normas estão sendo cumprida naquelas empresas....

Entrevistado 5

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos para a Assembleia, o Conselho, a Diretoria, a Auditoria Interna e Externa e o Conselho Fiscal:

- i) as Assembleias devem ser realizadas nas participações societárias, estando a elas reservadas matérias de exclusiva deliberação dos sócios;
- ii) os Conselhos das participações possuem papel estratégico, sendo importante interface entre Conselho/Diretoria e Conselho/acionista;
- iii) a Diretoria é o órgão executivo da participação, competindo-lhe a representação da companhia, a gestão das áreas funcionais e de negócio,

bem como praticar os atos necessários a seu funcionamento regular e desenvolver um relacionamento harmônico com o Conselho;

iv) a Auditoria Externa e Interna e o Conselho Fiscal se manifestam nas participações. De uma forma, geral a Auditoria Independente é única, realizando seus trabalhos na *holding* e suas controladas. Já a Auditoria Interna, quando não presente na sociedade, é executada pela *holding*. Além disso, as sociedades apresentam Conselhos Fiscais, cujos membros são indicados pela *holding*, mais precisamente pela Área Financeira;

v) a Assembleia Geral, o Conselho, a Diretoria, a Auditoria Independente e o Conselho Fiscal são importantes órgãos de governança para alinhamento e controle das participações societárias.

4.3.4 A Sustentabilidade como Melhor Prática

Para os entrevistados, a sustentabilidade é uma prática que perpassa o grupo como um todo, pois, na essência, é a imagem da *holding* que está em jogo.

[...] Sim, porque está atrelada à imagem. O mercado vê a imagem da controladora e nunca uma imagem independente. Qualquer coisa que uma das suas sociedades faça, respinga sempre na controladora.

Entrevistado 2

[...] Quando a *holding* é controladora, tudo que ela pratica, coloca dentro da empresa. Reflete código de ética, reflete práticas de sustentabilidade, reflete tudo... até porque é a imagem da *holding* que vem ali por trás daquela empresa.

Entrevistado 7

[...] Não tem sentido você criar essas estruturas (sociedades), se você não visar a esses pilares... você cria uma empresa para chegar a alguns lugar e de forma saudável, sustentável...

Entrevistado 9

Assim, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar o seguinte ponto crítico para o quesito sustentabilidade:

i) a sustentabilidade está presente na Governança de Participação Societária, uma vez que é a imagem da *holding* que está em jogo.

Diante do exposto, pode-se constatar que, conforme o Instituto Brasileiro

de Governança Corporativa (2009), a Governança de Participação Societária possui:

- i) a ética como essência da relação;
- ii) a transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa como princípios básicos;
- iii) o acionista, o Conselho de Administração, a gestão, a Auditoria e o Conselho Fiscal como pilares;
- iv) a sustentabilidade como melhor prática.

Contudo, as entrevistas adicionaram mais dois princípios: o alinhamento e a conformidade legal.

4.4 Compartilhamento de Papéis entre *Holding* e Participação Societária

Strikwerda (2003), em seus estudos, identificou uma divisão de papéis e responsabilidades entre os Conselhos da *holding* e de suas participações.

Segundo os entrevistados, esse compartilhamento de papéis e responsabilidades é verificado na prática, principalmente pelo fato das participações executarem uma parte do negócio da *holding* e representarem, muitas vezes, a imagem de sua controladora.

[...] Há uma divisão clara! O que eu defendo é que a vontade da empresa não pode prevalecer por si só. A empresa existe para um propósito com que aquele acionista concordou que ela fosse constituída. Ela tem que estar alinhada com aquele propósito e o acionista tem que garantir que ela está naquele propósito.

Entrevistado 5

[...] Essa divisão de papéis é tudo! É tudo no sentido do seguinte: você pensa na *holding* o plano estratégico que você quer para os segmentos onde atua, independente das sociedades... Agora, na hora de você levar isso ao mundo dos fatos, você não criou empresa. Então, você vai ter que desdobrar isso por meio de trâmites societários, para você chegar às empresas.

Entrevistado 9

[...] Ocorre, no nosso caso ocorre. Aí fora, não sei como ocorre, mas no nosso caso ocorre via estrutura espelho, por telefone, via unidades, gerentes de participações [...]

Entrevistado 4

[...] Bastante! Um aspecto é a autonomia que você dá pra um ou outro. Isso muda com o tempo. Em uma determinada empresa, hoje você tem autonomia, amanhã você não tem mais [...]

Ela (*holding*) tem que se resguardar disso. À medida que ela abre seu objeto social e atua através de outras empresas investidas, ela tem que cuidar disso. Ela tem que cuidar que aquela investida não atinja ou não faça com que ela perca valor. A marca é um exemplo mais claro! Então, eu tenho que assegurar que as investidas agreguem valor e não o contrário. Porque, de algum modo, a minha investida é a *holding* que está atuando... Se eu não tiver, dentro da controladora,

aspectos que eu deixe muito claro, que eu não vou transigir, de que eu não abro mão, eu vou perdendo o controle das minhas ações.

Entrevistado 1

O Entrevistado 5, porém,, destaca a necessidade de se equilibrar esse compartilhamento de papéis e responsabilidades, uma vez que esse fluxo de informação entre *holding* e sociedade não deve sobrecarregar o processo decisório da controladora, nem muito menos paralisar as operações da controlada.

[...] Outra coisa que a gente não pode, é delegar tudo para cima. Se não, você congestiona a *holding* e atrapalha o andamento da sociedade. Então, buscar um equilíbrio disso é um fator importante.

Entrevistado 5

Os Entrevistados 7 e 10, entretanto, ressaltam a necessidade de se observar, nessa divisão de papéis e responsabilidades, os deveres e responsabilidades dos administradores das sociedades. Segundo a legislação brasileira, os administradores possuem o dever de diligência, lealdade e informar (Brasil, 1976).

[...] Cria um mal estar. A questão básica é que se você cria uma empresa e coloca administradores. Há uma questão legal, que é muito forte. Eu tenho responsabilidades societárias. A responsabilidade é pessoal. Isso faz com que eu pense, antes de seguir uma ordem cegamente, porque eu serei responsabilizado. Então, este é um grande conflito...

Entrevistado 10

[...] No nosso caso, a gente tem equipe que estuda as proposições e fazem algumas recomendações que são repassadas aos conselheiros. A gente sempre orienta, ouve e tira as dúvidas dos conselheiros. Aí, ele vai embasado para dar o voto dele. Ele pode ser favorável a nossa orientação, geralmente é, mas ele é independente. A gente não controla o conselheiro, o conselheiro é que controla o negócio.

Entrevistado 7

Strikwerda (2003), ao analisar a divisão de papéis e responsabilidades, salienta que essa divisão pode variar de sociedade para sociedade. As entrevistas confirmam esse ponto.

[...] Há diferença no compartilhamento de papéis de empresa pra empresa. Por exemplo, na participação X e Y, a sistemática de relacionamento é similar. Tanto que é uma gerência geral (na *holding*). Já no caso da empresa Z, é uma relação cujo alinhamento é feito muito mais pelo plano de negócio, só.

Entrevistado 4

[...] Eu acho que hoje, dentro do sistema, nós não temos uma uniformidade...

Entrevistado 5

[...] Um aspecto é a autonomia que você dá pra um ou outro. Isso muda com o tempo. Em uma determinada empresa, hoje você tem autonomia, amanhã você não tem mais... e essa autonomia é que muda essa relação corporativa: de orientação corporativa ou interferência em algumas práticas.

Entrevistado 1

[...] Certamente vai variar de empresa para empresa, em função das peculiaridades desde o negócio até a estratégia que você quer implementar naquela empresa... Eu acho que você não vai ter um tratamento único e inodoro pra tudo não...

Entrevistado 9

[...] Sem dúvida. Depende muito do ser humano. Depende muito do perfil e da experiência de cada um...

Entrevistado 10

Em relação aos fatores que influenciam na divisão de papéis e responsabilidades, Brellochs (2008) destaca, como principais, o ambiente local da participação, a estratégia do grupo e o ambiente interno da participação. Contudo, os Entrevistados 10 e 5 ressaltam o fator pessoas como mais um, ou seja, quanto melhor o relacionamento e a confiança entre os administradores da *holding* e os das sociedades, menor é a tendência de centralização. Além disso, o Entrevistado 4 adicionou o fator político, oriundo da disputa de poder entre pessoas ou sociedades de um mesmo grupo empresarial ou por outros, como motivos que geram disputas de poder.

[...] Sem dúvida. Depende muito do ser humano. Depende muito do perfil e da experiência de cada um...

Entrevistado 10

[...] É muito complexo, depende de quem está sentado na Diretoria da empresa, de quem está sentado na *holding*.

Entrevistado 5

[...] Tem o político também.

Entrevistado 4

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) a *holding* e suas participações compartilham papéis e responsabilidades, sendo que esta divisão pode variar de sociedade para sociedade;
- ii) o compartilhamento de papéis e responsabilidades deve ser feito de forma equilibrada, uma vez que o fluxo de informação entre *holding* e sociedade não deve sobrecarregar o processo decisório da controladora, nem muito menos paralisar as operações da controlada.

iii) ao compartilhar papéis e responsabilidades, a *holding* e suas participações devem atentar para os deveres e responsabilidades dos administradores das sociedades (dever de diligência, de lealdade e de informar).

iv) o compartilhamento de papéis e responsabilidades resulta, principalmente, da interação entre o ambiente local da participação, a estratégia do grupo, o ambiente interno da participação, das pessoas envolvidas (*holding* e participação) e de fatores políticos.

Diante do exposto, pode-se constatar que, conforme Brellochs (2008), Kim et al. (2005) e Strikwerda (2003), as participações societárias compartilham papéis e responsabilidades com a *holding* e este compartilhamento pode variar de sociedade para sociedade. A relação entre *holding* e participação deve refletir as características internas e externas de cada sociedade, visando maximizar o desempenho do grupo. As entrevistas revelaram que, além do ambiente local, da estratégia do grupo e do ambiente local, fatores políticos e as relações pessoais influenciam na divisão de papéis e responsabilidades.

4.5

A Alta Administração da *Holding* como Patrocinador, Orientador e Estruturador da Relação com as Participações

Segundo Oliveira (2009) e Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009), a alta administração da *holding* seria responsável, dentre outras coisas, por promover o objeto social da companhia e suas controladas, por formular diretrizes para a gestão da companhia e suas controladas e por cuidar que as estratégias e diretrizes sejam efetivamente implementadas.

Em linha com a visão de Oliveira (2009) e Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009), os entrevistados apontaram que a alta administração da *holding* deveria ser o grande patrocinador da relação com as sociedades do sistema, sendo responsável por definir políticas, diretrizes e orientações estratégicas para as sociedade.

[...] Sim, sempre. Cabe a ela orientar e monitorar. Coisa do pai e do filho. É essa a relação: é o pai que tem que orientar e monitorar...

Entrevistado 2

[...] A participação do Conselho de Administração e da Diretoria é fundamental. Estamos falando de políticas globais e regras corporativas que são aplicáveis a

todo o sistema.

Entrevistado 4

[...] Se a alta administração não tiver uma presença forte e clara nesse processo, o conjunto irá se perder. Então, você tem que ter alguma orientação estratégica, consolidada em documentos. Por exemplo, você tem que ter uma política do Conselho de Administração da *holding*, porque, ali, você vai ter a orientação máxima. Você tem que ter uma orientação da Diretoria, atenta ao que o Conselho fala ou desdobrando algum aspecto no nível dela. Todo o resto irá olhar para cima. Aí, amanhã ou depois, se o resto todo não recebeu nenhuma orientação, como você irá cobrar alguma conduta ou alinhamento?

Entrevistado 9

Os Entrevistados 1 e 2 destacaram o nível estratégico dessa comunicação, tendo em vista facilitar sua aplicabilidade nas diversas sociedades. O Entrevistado 2 esclareceu que os desdobramentos operacionais devem ser feitos, geralmente, internamente a cada companhia.

[...] Acompanhamento no nível estratégico. Se fosse para acompanhar no nível operacional, você não criava a empresa, você faria aqui (*holding*)... De um modo geral, você centraliza a inteligência... As orientações estratégicas dificilmente não poderão ser aplicadas, a não ser por alguma questão legal, mas não será para o documento inteiro, será para um ou outro ponto. Quando eu começo a desdobrar essa orientação estratégica, aí, sim, ela (sociedade) vai elaborar um documento daquela companhia. Porque você não tem como pegar a norma de uma empresa e fazer valer em outra. A norma define o que eu tenho que fazer, de cara vai existir uma estrutura organizacional que vai ser diferente...

Mas a orientação estratégica, que você vê em políticas, diretrizes e outras, de um modo geral, é muito filosófica. É o princípio que norteia aonde vai chegar...

O administrador precisa analisar se as políticas são aderentes à realidade daquela companhia e têm que dar o retorno.

O mais importante está em definir o que você tem que gerenciar. Acho que é obrigação da *holding* definir o que ela quer saber.

Entrevistado 2

[...] A *holding* trabalha na orientação estratégica... A operação pode ser feita pela empresa, mas a orientação estratégica é da *holding* (das linhas de desenvolvimento, dos modelos, etc)..

Entrevistado 1

A *holding*, entretanto, pode, excepcionalmente, necessitar orientar processos táticos e operacionais, conforme relatam os Entrevistados 1 e 7.

[...] O papel que deveria ser adotado pela *holding* é o estratégico, mas eu não tenho como assegurar alguns aspectos, sem entrar em aspectos táticos e, às vezes, operacionais...um exemplo é o aspecto contábil. Ele é quase operacional. Tem que ter uma linguagem só, pois, se não, não vou conseguir consolidar...

Entrevistado 1

[...] A *holding* deve se comunicar em alto nível para facilitar as adequações nas sociedades. Excepcionalmente, ela deve se comunicar em nível operacional.

Entrevistado 7

Além da “integração filosófica” realizada por meio de políticas, diretrizes e orientações estratégicas, a *holding* utiliza-se de “integrações físicas” por meio da composição dos órgãos de governança das participações com membros da Diretoria da *holding*.

[...] Sem sombra de dúvida. Mas o que a *holding* faz é colocar os Diretores nos Conselhos de administração das empresas. Então, você faz a ligação, não só filosófica, mas física.

Entrevistado 1

O Entrevistado 7, contudo, expõe que há dificuldades em se aplicar todas as orientações e regras da *holding* em todos os tipos de sociedades.

[...] A gente tem várias empresas que são relativamente pequenas, quando você coloca isso, é um fardo para eles. É um custo! Esse é um ponto de conflito! As controladas tem que cumprir o que tem na *holding* ou buscar convergir, mas é difícil! Porque a gente também cobra resultado.

A *holding* cobra coisas que, por seu tamanho, ela consegue impor com facilidade. Mas uma empresa pequena, quando vai fazer isso, o fornecedor não consegue cumprir.

Às vezes, você tem problema com o sócio, apesar de você ser controlador. Você não vai ficar brigando com seu sócio o tempo inteiro. Não dá pra ficar empurrando uma série de coisas.

Entrevistado 7

Além de políticas, diretrizes e orientações estratégicas, a *holding* estabelece estruturas de coordenação e supervisão dos negócios, sem, contudo, interferir na autonomia jurídica de cada sociedade (Oliveira, 2009; Strikwerda, 2009).

A coordenação e a supervisão das participações foram identificadas pelos entrevistados, contudo não está associada a uma única área da *holding* e nem apresenta toda essa clareza de papéis. O principal ponto de contato das participações com a *holding* encontra-se no Diretor de cada área.

[...] Sim. Isso mesmo! A alta administração é quem patrocina. A nossa estrutura não tem uma clareza desse papel de controlar e gerir o negócio, mas existem as áreas que cuidam disso.

Entrevistado 1

[...] Aí fora não sei como ocorre, mas no nosso caso, via estrutura espelho, por telefone, via unidades, gerentes de participações...

Entrevistado 4

[...] No nosso caso... você pendurou as empresas nos negócios. Então, o Diretor de contato faz essa ligação entre as empresas e a *holding*.

Entrevistado 10

Quanto à segregação de personalidades, a Legislação Brasileira (Brasil, 1976) estabelece os deveres e as responsabilidades dos administradores. O Entrevistado 9 chama a atenção para esse ponto como fator relevante no reconhecimento da independência jurídica das sociedades. Sobre o mesmo assunto, os Entrevistados 2 e 6 destacam a necessidade de se dar materialidade às sociedades por meios de atos societários distintos e o respeito aos órgãos de governança internos de cada uma.

[...] Isso a lei das SA's tem e sempre teve a resposta. As empresas são independentes e devem obedecer a seus órgãos internos, mas devem olhar para cima (*holding*).

Entrevistado 9

[...] Você precisa ter todos os processos separados. Você não pode fazer uma carta com o timbre da controladora, onde o responsável pela participação assina... Você não pode esquecer a segregação.

Entrevistado 2

[...] Uma das formas de você demonstrar que existe substância é, justamente, você demonstrar que os gestores estão se informando adequadamente sobre as matérias, estão deliberando sobre os principais temas, estão acompanhando o desempenho daquela empresa, estão contribuindo para melhorar a gestão da sociedade...

Entrevistado 6

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) a alta administração da *holding* é a grande patrocinadora da governança de participação societária, sendo responsável por emitir políticas, diretrizes e orientações estratégicas para as sociedades do sistema;
- ii) a comunicação deve ser, preferencialmente, estratégica e, excepcionalmente, tática ou operacional, de forma a facilitar a aplicabilidade nas sociedades;
- iii) os desdobramentos das orientações estratégicas em aspectos táticos e operacionais devem ser feitos, geralmente, internamente a cada companhia;
- iv) além da integração “filosófica”, realizada por meio de políticas, diretrizes e orientações estratégicas, a *holding* utiliza-se de integrações “físicas”, por meio da composição dos órgãos de governança das participações com membros da Diretoria da *holding*;
- v) a *holding* deve definir estruturas para a coordenação e supervisão dos

negócios, sem, contudo, interferir na autonomia jurídica de cada sociedade;

vi) a *holding*, ao se relacionar com suas participações, deve observar os deveres e responsabilidades dos administradores, bem como respeitar os atos societários e os órgãos de governança das participações, de forma a preservar a segregação de identidade das sociedades.

Diante do exposto, pode-se constatar que as entrevistas realizadas confirmaram o pressuposto formulado a partir da visão de Oliveira (2008). Dessa forma, a Governança de Participação Societária deve ser patrocinada pela alta administração da *holding*, a qual é responsável por definir políticas, diretrizes e orientações para as participações, bem como definir estrutura de coordenação e supervisão dos negócios, sem, contudo, interferir na autonomia jurídica de cada sociedade.

4.6 Coordenação e Supervisão dos Negócios das Participações pela Holding por Meio de Pessoas, Processos e Controles

Segundo Oliveira (2009) e Strikwerda (2009), a *holding* busca coordenar e supervisionar os negócios de suas participações societárias por meio de:

- i) pessoas (nomeação, remuneração, avaliação e desenvolvimento de administradores);
- ii) processos (coordenação de aspectos estratégicos, operacionais e de gestão);
- iii) controle (coordenação e supervisão da atuação da Auditoria Interna e Externa, de forma a monitorar a conformidade das orientações da *holding*).

A coordenação e a supervisão dos negócios das participações por meio das pessoas, processos e controle não sofreram nenhum acréscimo pelos entrevistados. O Entrevistado 5, entretanto, ressalta a complexidade do modelo na prática:

[...] Acho que sim, mas essas coisas não são tão claras assim. A orientação não é tão clara, o controle não é tão claro. Não é tão matemático, como você está falando. Na prática, é muito complexo.

Entrevistado 5

4.6.1 Pessoas

Quanto às pessoas, Oliveira (2009) e Strikwerda (2009) destacam esse fator como extremamente relevante na Governança de Participação Societária. As entrevistas confirmaram a importância desses fatores.

[...] Ele é o elemento de alinhamento. Ele deveria ter um perfil para esse trabalho, deveria ser preparado para esse trabalho... Esse é um grande desafio, como formar seus dirigentes estatutários... Além de perfil, eu tenho que definir os critérios de indicação...

Entrevistado 4

[...] Primeiro, não se faz nada sem as pessoas. As pessoas que você vai colocar naquela empresa devem estar alinhadas aos negócios corporativos.

Entrevistado 5

[...] Pessoas são essenciais para a gente aproximar (*holding* e participações). Acho que a chave para a gente resolver essa situação está justamente na composição que se vai fazer nos *boards* (Conselhos)...

Entrevistado 6

[...] O alinhamento por meio de pessoas é essencial. A indicação é feita pela *holding*, a avaliação, de certa forma, é difícil de ser feita, sendo realizada pelo resultado dos negócios.

Entrevistado 7

[...] Pessoas são tudo! Tenha certeza de que, quando você optar por fazer gestão por sociedades, será necessário existirem pessoas capacitadas para ocupar esses órgãos societários. Porque eles vão ter que fazer o negócio acontecer, saber segregar as identidades e buscar alinhar os interesses.

Entrevistado 9

Oliveira (2009) e Strikwerda (2009) ressaltam que a *holding* é responsável por propor as designações de administradores e as regras de retribuição. Além disso, Strikwerda (2009) propõe que a “sociedade mãe” seja responsável pelo processo de avaliação e pelo programa de treinamento e desenvolvimento dos administradores dessas participações.

As entrevistas permitiram observar que as indicações dos administradores são realizadas pela Diretoria Executiva da *holding*, sendo a indicação dos Diretores Financeiros e Conselheiros Fiscais das participações responsabilidade da Área Financeira.

[...] No nosso caso, a indicação é feita pela *holding*. Essa indicação possui um procedimento para isso e o nome é aprovado pela Diretoria.

Entrevistado 1

[...] Nas controladas, todos (conselheiros e diretores) são indicados pela *holding*...

Entrevistado 3

[...] A *holding* deve ter a palavra final no caso das indicações.

Entrevistado 9

[...] A indicação tem aspectos políticos e técnicos... quem aprova as indicações é a Diretoria Executiva da *holding*, sendo que, para diretor financeiro e conselheiro fiscal, é a área financeira da *holding* que indica...

Entrevistado 10

Complementando o aspecto acima, os Entrevistados 2 e 4 salientam a necessidade da *holding* definir o perfil e as competências necessárias para a indicação de administradores para as sociedades.

[...] Você precisa de uma informação clara, definida na *holding* e aprovada por quem de direito na *holding*, conforme o estatuto social, estabelecendo, de modo claro qual o perfil, as competências e as habilidades necessárias para que você possa escolher o indicado... você precisa definir claramente uma política de indicação de administradores para as empresas.

Entrevistado 2

[...] Ele é o elemento de alinhamento. Ele deveria ter um perfil para esse trabalho, deveria ser preparado para esse trabalho... Esse é um grande desafio: como formar dirigentes estatutários... Além de perfil, eu tenho que definir os critérios de indicação...

Entrevistado 4

Como regra geral, a avaliação da remuneração é realizada na *holding*.

[...] Em teoria, o que foi aprovado foi fazer a aprovação da indicação, inclusive da remuneração.

Entrevistado 1

[...] (remuneração) desde 2000, foi estabelecido que a mesma avaliação do RH (da *holding*), tende a avaliar as empresas também....

Entrevistado 10

A avaliação dos administradores das participações não possui um processo estruturado, porém, na visão dos especialistas, deve ocorrer em função dos resultados do negócio. Recentemente, entretanto, vem sendo desenvolvido um trabalho de forma a estruturar a avaliação nas companhias.

[...] Este é um problema que a gente não tem estruturado. Até faz a avaliação do negócio e acaba envolvendo a avaliação do administrador, de modo mais amplo. É um falha que temos, trata-se de um aspecto que temos que melhorar.

Entrevistado 1

[...] (avaliação) é o dia a dia mesmo, mas a gente não faz nada com muita formalidade não.

Entrevistado 10

[...] Quando você leva uma orientação, isso vai refletir em decisões e aprovações... se, eventualmente, surgir um problema, a gente vai descobrir e responsabilizar... Em demanda pontual, você não consegue ter um monitoramento... você

consegue, na realidade, alguma coisa mais global. A cada trimestre, você vê como a empresa está performando, indicadores de SMS, etc. São coisas assim...

Entrevistado 7

[...] Hoje, na prática, não tem uma avaliação formal. Tem um projeto, que está no início, para implantar isso... Há questões que tornam a avaliação complicada, principalmente quando você tem diretores da *holding* na administração das empresas...

Entrevistado 3

[...] Ele vai ser avaliado pelo desempenho daquela empresa.

Entrevistado 4

O Entrevistado 9 ressalta que, para se avaliar, é necessário orientar

[...] Tem um ponto na avaliação, que é orientar. Não adianta você querer cobrar, acompanhar e avaliar se você não orientou...

Entrevistado 9

O treinamento e desenvolvimento dos administradores não possuem um processo estruturado. Os Entrevistados 4 e 9 destacam que esse papel deve ser fomentado pela *holding*, contudo, o Especialista 1 ressalta que o treinamento e desenvolvimento são responsabilidade compartilhada da *holding* e das participações. A *holding* deve orientar estrategicamente e executar o treinamento e desenvolvimento de seus administradores. Já as participações devem executar o treinamento e desenvolvimento de seus administradores de forma alinhada às orientações estratégicas da *holding*, já que muitas possuem corpo técnico próprio.

[...] Eu tenho que usar os espaços que eu tenho nas empresas para desenvolvimento das pessoas. Esse é um mecanismo que não está estruturado... E cabe à *holding* acompanhar o desenvolvimento dessas pessoas, pois está ali garantindo o interesse da controladora. No entanto, na participação, não terá somente administradores indicados pela *holding*. Vai ter administrador que é empregado da própria investida ou membro externo. Nesse caso, caberia à *holding* orientar o desenvolvimento dos administradores. A *holding* trabalha na orientação estratégica... até para ter uma unidade de atuação. Mas a empresa investida, também, deve ter isso. A operação pode ser feita pela empresa, mas a orientação estratégica é da *holding* (das linhas de desenvolvimento, dos modelos, etc).

Entrevistado 1

Os Entrevistados 7 e 5 destacam que, atualmente, a *holding* busca indicar profissionais já prontos, de modo a reduzir a necessidade de treinamento e desenvolvimento para a execução da função.

[...] Os dirigentes indicados, a maioria deles, têm um currículo bom. Dentro das próprias companhias, eles fazem seu desenvolvimento... a *holding* busca desenvolver alguns treinamentos, mas vai depender da disponibilidade de cada conselheiro... Já se indica uma pessoa pronta para trabalhar, não se vai indicar

alguém para ser formado ali dentro.

Entrevistado 7

[...] (desenvolvimento) a gente tem pegado o pessoal mais sênior.

Entrevistado 10

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos para o quesito pessoas:

- i) os administradores são elementos extremamente importantes para o alinhamento entre *holding* e suas participações;
- ii) a *holding* é responsável por indicar os administradores das participações, bem como por definir o perfil e as competências necessárias para a indicação e as regras de remuneração;
- iii) a *holding* deve ser responsável pelo processo de avaliação dos administradores, sendo esta realizada em função dos resultados do negócio;
- iv) o treinamento e desenvolvimento dos administradores são uma responsabilidade compartilhada da *holding* e das participações. A *holding* deve orientar estrategicamente e executar o treinamento e desenvolvimento de seus administradores. Já as participações devem executar o treinamento e desenvolvimento de seus administradores de forma alinhada às orientações estratégicas da *holding*, já que muitas possuem corpo técnico próprio.

4.6.2 Processos

Quanto aos processos, Oliveira (2009) destaca que a *holding* deve coordenar os processos estratégicos, táticos e operacionais. Strikwerda (2009) complementa, salientando que a sociedade líder deve estruturar-se de forma a permitir o planejamento e controle das funções compartilhadas com as participações.

O Entrevistado 2 ressalta esse importante papel de coordenação da *holding*.

[...] O mais importante é você manter a informação sendo trocada. A mão dupla da orientação, seguindo para a empresa e você monitorar através de informação

recebida. Você, assim, consegue fazer uma gestão que dificilmente vai fugir da rota da sua decisão estratégica inicial. Quanto mais próximo estiver, mais fácil de atingir esse objetivo. Quanto mais descolado, a possibilidade de ruído é maior e, conseqüentemente, você tem perdas financeiras...

O mais importante está em definir o que você tem que gerenciar. Acho que é obrigação da *holding* definir o que ela quer saber.

Entrevistado 2

Conforme descrito na Seção 4.5 deste Capítulo, a alta administração da *holding* deveria ser o grande patrocinador da relação com as sociedades do sistema, sendo responsável por definir políticas, diretrizes e orientações estratégicas para as sociedade.

Essas orientações devem privilegiar o nível estratégico, tendo em vista facilitar sua aplicabilidade nas diversas sociedades, sendo os desdobramentos operacionais feitos, geralmente, internamente a cada companhia. A *holding*, entretanto, pode, excepcionalmente, necessitar orientar processos táticos e operacionais.

Além da “integração filosófica” realizada por meio de políticas, diretrizes e orientações estratégicas, a *holding* utiliza-se de “integrações físicas” por meio da composição dos órgãos de governança das participações com membros da Diretoria da *holding*. Destaca-se, contudo, que há dificuldades em se aplicar todas as orientações e regras da *holding* em todos os tipos de sociedades.

Além de políticas, diretrizes e orientações estratégicas, a *holding* estabelece estruturas de coordenação e supervisão dos negócios, sem, contudo, interferir na autonomia jurídica de cada sociedade.

Os Entrevistados 5 e 7 ressaltam que, sempre que possível, as sociedades utilizam sistemas de informação semelhantes, considerando a visão de custo da participação.

[...] Os processos deveriam ser iguais? Os sistemas deveriam ser iguais? Eu diria, sempre que possível, facilita, mas a gente sabe que nem sempre isso é possível e o custo para se manter isso pode não compensar. Então, essa questão dos processos pode ser simplificada em função do porte da empresa.

Entrevistado 5

[...] Alguns são mais ou menos integrados (sistemas), você tenta compatibilizar o máximo possível dentro da visão de custo da empresa...

Entrevistado 7

O Entrevistado 5, entretanto, chama a atenção para a necessidade de se definir o ponto de equilíbrio nessa relação entre *holding* e suas participações que, em casos extremos, pode chegar à centralização dos serviços na *holding*, visando ganhos de escala.

[...] Onde é o ponto ideal de você fazer essa centralização? Eu diria que em algumas coisas é no estratégico e, em algumas coisas, você deve centralizar, inclusive, a operação...

Entrevistado 5

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos para o quesito processos:

- i) a alta administração da *holding* é a grande patrocinadora da governança de participação societária, sendo responsável por emitir políticas, diretrizes e orientações estratégicas para as sociedades do sistema;
- ii) a comunicação deve ser, preferencialmente, estratégica e, excepcionalmente, tática ou operacional, de forma a facilitar a aplicabilidade nas sociedades;
- iii) os desdobramentos das orientações estratégicas em aspectos táticos e operacionais devem ser feitos, geralmente, internamente a cada companhia;
- iv) além da “integração filosófica”, realizada por meio de políticas, diretrizes e orientações estratégicas, a *holding* utiliza-se de “integrações físicas”, por meio da composição dos órgãos de governança das participações com membros da Diretoria da *holding*;
- v) a *holding* deve definir estruturas para a coordenação e supervisão dos negócios, sem, contudo, interferir na autonomia jurídica de cada sociedade;
- vi) a *holding*, ao se relacionar com suas participações, deve observar os deveres e as responsabilidades dos administradores, bem como respeitar os atos societários e os órgãos de governança das participações, de forma a preservar a segregação de identidade das sociedades;
- viii) sempre que possível as sociedades utilizam sistemas de informação semelhantes, considerando a visão de custo da participação.

4.6.3 Controles

Além do controle inerente ao Conselho de Administração (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009; Silva, 2010), Oliveira (2009) propõe

que a *holding* controle suas participações por meio da coordenação da atuação da Auditoria Interna e Externa e verifique a adoção das políticas e orientações, presentes em seu código de governança corporativa.

Conforme descrito na Seção 4.2 deste Capítulo, a Auditoria Interna e Externa e o Conselho Fiscal estão presentes nas participações. De uma forma geral, a Auditoria Independente é única, realizando seus trabalhos na *holding* e suas controladas. Já a Auditoria Interna, quando não presente na sociedade, é executada pela *holding*. Além disso, as sociedades apresentam Conselhos Fiscais que interagem com seus órgãos de administração, sendo seus membros indicados pela *holding*, mais precisamente pela área financeira.

Além do monitoramento por meio da Auditoria Interna e Externa e do Conselho Fiscal, o Entrevistado 2 destaca a necessidade de realização periódica de reuniões com os administradores das participações, bem como da verificação do resultado do negócio. Este último fator também foi destacado pelo Entrevistado 7. Adicionalmente ao monitoramento, o Entrevistado 2 ressalta a necessidade de se agir, no caso da identificação de um distanciamento em relação aos objetivos propostos para a organização.

[...] O monitoramento acontece, normalmente, através do trabalho da Auditoria Interna, por meio de reuniões periódicas do administrador da *holding* com os administradores das participações e por meio do próprio resultado do negócio. São três vertentes que, de cara você pode utilizar para monitorar... mas não adianta somente monitorar, você tem que agir quando algo não está alinhado... muitas das vezes, pode acontecer da *holding* ter que rever uma política. Isso não é errado, pois pode ser que não esteja sendo cumprida, porque não tem como ser cumprida mesmo.

Entrevistado 2

[...] Quando você leva uma orientação, isso vai refletir em decisões e aprovações... se, eventualmente, surgir um problema, a gente vai descobrir e responsabilizar...em demanda pontual você não consegue ter um monitoramento... você consegue, na realidade alguma coisa mais global, a cada trimestre você vê como a empresa está performando...

Entrevistado 7

Apesar de não ser o foco da presente dissertação, o Entrevistado 9 ressalta a importância dos controles internos e do *compliance* na garantia dos interesses e na defesa da alta administração.

[...] Quanto maior a empresa, mais importante os controles realizados, controles internos e *compliance* é a linha de defesa da alta administração no dia a dia.

Entrevistado 9

Quanto à visão de controles internos, o Entrevistado 8 destaca a ligação natural entre controles internos e riscos e a necessidade da construção de uma

visão integrada, sendo esta coordenada e centralizada pela *holding*.

[...] Cada uma das empresas, em função das suas características, estabelece seus controles internos. Contudo, o controle de risco deveria ser *Lato Sensu*. Eu deveria ter uma gestão de riscos centralizada e esta gestão de riscos deveria estabelecer o que seria controlado, qual o nível de preocupação que cada empresa deveria ter com cada risco e, conseqüentemente, controles internos entrariam para mitigar esses riscos.

Entrevistado 8

O Entrevistado 5 destaca a importância do *compliance* como forma de garantir a conformidade das orientações da *holding*.

[...] A gente precisa ter alguma coisa para verificar se aquilo está, realmente, acontecendo de acordo com que foi determinado, que é o *compliance*. Por exemplo, a área financeira emite políticas, normas e procedimentos. Tem que ter alguém que verifica se aquilo está sendo executado.

Entrevistado 5

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas foi possível identificar o seguinte ponto crítico para o quesito controle:

i) a *holding* busca controlar suas participações por meio, principalmente: i) do Conselho de Administração; ii) da Auditoria Interna e Externa; iii) do Conselho Fiscal; iv) por meio de reuniões periódicas com os administradores; v) por meio do resultado dos negócios, vi) por controles internos e *compliance*

Diante do exposto pode-se constatar que as entrevistas realizadas confirmaram o pressuposto formulado a partir da visão de Oliveira (2008). Dessa forma, a *holding* busca coordenar e supervisionar os negócios de suas participações societárias por meio de:

- i) pessoas (nomeação, remuneração, avaliação e desenvolvimento de administradores);
- ii) processos (coordenação de aspectos estratégicos, operacionais e de gestão); e
- iii) controle (coordenação e supervisão da atuação da Auditoria Interna e Externa, de forma a monitorar a conformidade das orientações da *holding*).

4.7

A Assembleia como Instrumento de Governança nas Participações

A Assembleia Geral é o órgão soberano da sociedade, possuindo poder de deliberar sobre todos os assuntos relativos ao negócio, bem como tomar as resoluções que julgar convenientes à sua defesa e desenvolvimento (Brasil, 1976). Segundo Andrade & Rosseti (2010), é da Assembleia, composta pelos acionistas (proprietários) da sociedade, que emana o poder exercido pelos demais órgãos da companhia, ou seja, ela é o agente outorgante do poder.

A Assembleia está presente nas participações societárias e continua sendo o órgão soberano onde há a manifestação direta dos sócios. O Entrevistado 9 ressalta a importância das Assembleias, inclusive em subsidiárias integrais, destacando o fato dos sócios reservarem algumas matérias para sua exclusiva deliberação.

[...] Mesmo em uma subsidiária integral, a Assembleia tem importância. É o fórum máximo onde você segura algumas matérias para a deliberação do sócio. Matérias de que você realmente não quer abrir mão, não quer dar chance de ter ruído, quando você monta a sua gestão por empresas... Mas, seja numa subsidiária integral, seja numa controlada, são aquelas matérias de que você não quer abrir mão de ter a palavra final.

Entrevistado 9

Dessa forma, as Assembleias são realizadas, conforme estabelecido nos Estatutos Sociais das sociedades.

Segundo Brellochs (2008), a atuação dos acionistas por meio de Assembleia é um poderoso mecanismo de governança. O autor ressalta que, nas participações societárias de um grupo, na maioria dos casos, a propriedade está concentrada na mão de um acionista. Assim, verifica-se um forte poder de penetração da *holding* por meio dos administradores. Com isso, o poder de voto existe, contudo não é utilizado.

Os entrevistados ressaltam que o poder de voto existe, mas a tendência das Assembleias em participações societárias é de apresentarem um caráter pro-forma. Para tanto, ressaltam a importância do Conselho de Administração no alinhamento de interesses entre os sócios e a organização.

[...] Se a gente é controlador, nós temos a maioria do Conselho e a Assembleia tende a virar pro forma... As sociedades que administramos têm 2 ou 3 sócios, no máximo. Então, você não vai discutir na Assembleia. Quando se vai para Assembleia, já foi tudo negociado... só vão passar do Conselho para Assembleia determinados assuntos, quando tiverem "redondos" dentro do Conselho.

Entrevistado 7

[...] Em geral, nas nossas empresas, o órgão que discute e define a estratégia acaba sendo o Conselho... o que vai para Assembleia, em geral, já está acordado.
Entrevistado 3

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) destaca o papel do Conselho de Administração como guardião dos interesses dos proprietários, possuindo um importante papel no alinhamento entre os sócios e a organização.

Os Entrevistados 1 e 10, entretanto, verificam, na prática, casos de divergência entre acionistas. Neste caso, reuniões entre sócios são realizadas, de forma a obter o alinhamento, evitando uso do poder de controle por meio do voto.

[...] Nas controladas, temos maioria sempre. Há casos complicados, em que você tem que convencer o acionista minoritário. Há casos em que há dificuldade de aprovar várias coisas... mas, por vezes, isso é contornável por conversa entre acionistas. Mas têm acontecido alguns casos em que há imposição por voto...
Entrevistado 1

[...] Nos sempre somos sócios estratégicos. Então, temos um poder diferenciado. Não temos tido problema, mas, às vezes, a gente tem freado algumas iniciativas.
Entrevistado 10

Quanto ao uso do poder de voto, o Entrevistado 7 complementa que deve ser utilizado de forma criteriosa.

[...] Você não vai ficar brigando com o seu sócio o tempo inteiro. Não vai ficar empurrando goela abaixo essas decisões todas. Senão fica insustentável a relação.
Entrevistado 7

Além disso, os Entrevistados 2 e 6 ressaltam o fato das manifestações dos representantes dos acionistas em Assembleia estarem suportados por uma instrução de voto, sendo recomendado, ao final do referido ato societário, que o representante reporte o resultado da Assembleia.

[...] A Assembleia sempre existe. Ocorre no caso de eleição de membros do *board* e aprovação de contas. Até porque são obrigados por estatuto... O poder de voto é utilizado. Nós temos as instruções de voto que vêm dos acionistas da empresa.
Entrevistado 6

[...] Você sempre tem que votar de acordo com a orientação estratégica que você tem e apresentar à controladora porque você foi voto vencido.
Entrevistado 2

No caso específico de controladas, Brellocks (2008) verifica a existência de Assembleias, contudo observa que o poder do acionista minoritário é

minimizado, em virtude de não possuir preponderância nas deliberações sociais e poder de eleger a maioria dos administradores.

O Entrevistado 9 amplia a visão acima, na medida em que destaca que, tanto em subsidiárias integrais, quanto nas demais controladas, o acionista não pode incorrer no abuso de poder de controle, ou seja, o controlador não pode se utilizar desse poder para tomar decisões que venham a prejudicar, deliberadamente, demais acionistas e partes relacionadas.

A legislação brasileira (Brasil, 1976) é explícita nesse ponto, na medida em que estabelece que o proprietário deve usar o poder com o fim de fazer a sociedade realizar seu objeto social e cumprir sua função social e tem deveres e responsabilidades com os demais acionistas da empresa, com os que nela trabalham e com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve, lealmente, respeitar e atender.

[...] Os acionista são importantes, porque você terá que respeitar o direito deles nessas sociedades. Senão é violação de lei e todo aquele objetivo de contingenciar riscos, de maximizar resultado e de focar a gestão, tudo isso irá se perder. Se você desrespeitar esses direitos desses acionistas, você irá ter problema. No caso de uma subsidiária integral, facilita um pouco. Os outros acionistas perdem relevância, mas não significa que você pode fazer o que quiser. Porque, independente de qual seja a empresa, você não pode abusar do seu poder de controle. Você tem atores que devem ser levados em consideração, mesmo em uma subsidiária integral. Você vai ter os trabalhadores, os credores, a comunidade onde essa empresa está inserida... Então, mesmo em uma subsidiária integral, você terá limites.

Entrevistado 9

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) as Assembleias devem ser realizadas nas participações societárias, estando a elas reservadas matérias de exclusiva deliberação dos sócios;
- ii) o Conselho de Administração e a reunião de acionistas possuem um importante papel de alinhamento entre os sócios e a organização, de forma a mitigar possíveis divergências de sócios e, conseqüentemente, do uso do poder de controle por meio do voto;
- iii) o uso do poder de controle por meio do voto deve ser empregado de forma criteriosa;
- iv) O acionista controlador, tanto em subsidiárias integrais, quanto nas demais controladas, não deve incorrer no abuso do poder de controle;
- v) Os representantes dos acionistas nas Assembleias devem se posicionar

conforme sua instrução de voto e reportar o resultado obtido nas Assembleias.

Diante do exposto pode-se constatar que, conforme Brellochs (2008), o uso do poder de voto numa Assembleia Geral, apesar de existir, não é utilizado no caso de participações societárias que possuam um único acionista, tendo em vista o forte poder de penetração da *holding* por meio dos administradores. Contudo, no caso de controladas, que apresentem mais de um sócio, o poder de voto pode ser utilizado.

As entrevistas complementaram a visão acima, na medida em que destacaram que o uso do poder de controle por meio do voto deve ser realizado de forma criteriosa. Além disso, ressaltam que o posicionamento do acionista em Assembleia de subsidiária integral ou controlada deve observar as obrigações incorridas com o poder de controle.

4.8 O Conselho de Administração como Instrumento de Governança nas Participações

O Conselho de Administração atua como órgão guardião dos interesses dos proprietários, sendo responsável por zelar pelos valores e propósitos da organização, traçar suas diretrizes estratégicas, apoiar e supervisionar, continuamente, a gestão da organização com relação aos negócios, aos riscos e às pessoas (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009).

As entrevistas permitiram verificar o papel estratégico do Conselho e a importante interface entre Conselho/Diretoria e Conselho/acionista. Os Entrevistados 9 e 10, entretanto, destacam a natureza mais operacional do Conselho das participações, ou seja, apresentam um maior número de matérias relativas ao negócio em questão.

[...] O Conselho macro vai ser o da *holding*, onde se vão decidir as grandes estratégias e, aí, eles vão encaminhar para as sociedades. Os conselheiros das participações vão ter o papel de também serem estratégicos, porém eles já têm muito mais matérias do dia a dia dessa sociedade... Então, eu diria que o Conselho das participações é um pouco mais operacional, porém ainda é o órgão estratégico, que captura as estratégias e desdobra para os demais órgãos da sua empresa.

Entrevistado 9

[...] São níveis diferentes. A *holding* define grandes questões... Quando você vai para o Conselho das participações, as discussões são mais focadas no nosso

negócio...

Mas o Conselho tem o papel mais específico do negócio, enquanto que a *holding* fala em grandes volumes. Aqui a gente está trazendo mais para o nível tático e operacional.

Entrevistado 10

Além disso, o alinhamento com a *holding* foi um fator fortemente destacado pela maioria dos entrevistados, pois é por meio da figura do conselheiro que as orientações da *holding* irão ser desdobradas internamente à sociedade.

[...] Nessas relações, Conselho é importante... é através dele que a controladora irá alinhar a gestão, onde vão se definir as estratégias e são essas pessoas, sentadas nesse Conselhos que irão capturar as orientações da *holding* e irão desdobrar isso lá dentro. Sempre respeitando os trâmites legais, os deveres e responsabilidades dos conselheiros com a sociedade...

Entrevistado 9

[...] Esse órgão estratégico é essencial para a gente garantir o alinhamento entre o acionista, que é a DE ou CA da *holding*, que está dando recomendação aos executivos dos órgãos estratégicos das participações.

Entrevistado 6

[...] O Conselho ainda tem a função de orientar e monitorar a empresa... Ele não pode perder de vista que aquela participação é a extensão de um negócio maior. Então, ele não pode estar desvinculado...

Entrevistado 5

[...] O Conselho tem uma responsabilidade grande com a governança da empresa.. é onde acontecem as grandes discussões... É onde se decidem, realmente, as coisas... O Conselheiro é a chave da nossa governança, sendo ele quem vai fazer o papel de cobrar, que vai fazer o leva e trás com a *holding*...

Entrevistado 3

[...] Então, ela, obrigatoriamente, tem que estar dentro da visão estratégica da controladora. E aí, obrigatoriamente, você precisa ter um alinhamento total. Você precisa manter a independência da administração por questões legais. Aí, você faz esse alinhamento por meio das pessoas que você indicou para gerir aquela empresa. Estas pessoas devem ter o total conhecimento das orientações estratégicas da controladora para que, num momento de decisão deles naquela empresa, eles possam se pautar nas decisões estratégicas da controladora.

Entrevistado 2

Para que execute esse alinhamento, o conselheiro deve estar ciente da orientações estratégicas da *holding* e esta utiliza sua estrutura interna para auxiliar o conselheiro em suas atividades.

[...] Você faz esse alinhamento por meio das pessoas que você indicou para gerir aquela empresa. Estas pessoas devem ter o total conhecimento das orientações estratégicas da controladora para que, num momento de decisão deles naquela empresa, eles possam se pautar nas decisões estratégicas da controladora. Ele vai defender o interesse da empresa, mas ele precisa de subsídios... por isso é importante uma avaliação na *holding*... porque não necessariamente, o conselheiro possui todas as qualidades técnicas para avaliar todos os assuntos.

Entrevistado 2

[...] As decisões mais estratégicas acabam no Conselho. No nosso caso, a gente tem equipe que estuda as proposições e faz algumas recomendações que são repassadas aos conselheiros. A gente sempre orienta, ouve e tira as dúvidas dos conselheiros. Aí, ele vai embasado para dar o voto dele. Ele pode ser favorável a nossa orientação, geralmente é, mas ele é independente. A gente não controla o conselheiro, o conselheiro é que controla o negócio.

Entrevistado 7

O conselheiro deve atuar de forma alinhada às orientações da *holding*, contudo os entrevistados destacam os deveres e responsabilidades dos administradores perante a empresa e os demais *stakeholder*. Aspecto este discutido na Seção 4.5 deste Capítulo, enfatizados na legislação brasileira em seus Artigos 153 a 159 (Brasil, 1976).

Hilb (2009) considera que, em função do controle da matriz e do grau de liberdade das participações, o Conselho pode apresentar uma natureza mais autônoma ou mais alinhada. A pesquisa não chegou a uma conclusão acerca desta questão, em função dos múltiplos fatores envolvidos.

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) os Conselhos das participações possuem papel estratégico, sendo importante interface entre Conselho/Diretoria e Conselho/acionista;
- ii) os Conselhos das participações possuem uma natureza mais operacional, quando comparados ao Conselho da *holding*, por apresentarem um maior número de matérias relativas ao negócio em questão;
- iii) os Conselhos das participações possuem um natural alinhamento com a *holding*, sendo as orientações desdobradas por meio da figura do conselheiro;
- iv) os conselheiros, para que executem esse alinhamento com a *holding*, devem estar cientes das orientações estratégicas da *holding* e esta se utiliza de sua estrutura interna para auxiliar os conselheiros em suas atividades;
- v) os conselheiros devem atuar de forma alinhada às orientações da *holding*, contudo devem observar seus deveres e responsabilidades perante a empresa e os demais *stakeholder*.

Diante do exposto, pode-se constatar que, conforme Kiel et al. (2006) e

Hilb (2008), o Conselho de Administração da participação é responsável por dirigir e monitorar as participações de forma alinhada às orientações estratégicas da *holding*, sem contudo desconsiderar os demais stakeholders e os deveres e responsabilidades dos administradores.

Contudo, as entrevistas não permitiram uma análise conclusiva acerca da influência do controle da matriz e do grau de liberdade das participações na definição do papel do Conselho (mais ou menos atuante).

4.9 Tamanho e Composição dos Conselhos de Administração nas Participações

Segundo Hilb (2009), o Conselho de Administração deve ser composto por membros com experiência, qualificações e estilos de comportamento diversos e, ao mesmo tempo, complementares, com base na natureza da sociedade e seu contexto.

O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) recomenda a presença de membros externos e até independentes nos Conselhos das sociedades.

Kim et al. (2005) complementam que conselheiros internos, vindos da *holding*, geralmente possuem maior alinhamento com o grupo controlador, diminuindo a possibilidade de divergências. Já conselheiros externos não estão associados à *holding* e, dessa forma, são menos controlados pelo presidente do Conselho e pela *holding*, podendo realizando análises mais exaustivas e profundas de ações estratégicas e das ações dos gestores.

Andrade & Rosseti (2010) consideram que a constituição mista, ou seja, com a presença de membros internos, externos e independentes, reúne maior potencial para produzir melhores resultados.

As entrevistas permitiram identificar a riqueza de um Conselho com experiências, qualificações e estilos diversos e complementares, contudo a presença de membros externos não foi verificada na prática. De uma forma geral, os Conselhos são compostos por pessoas que possuem vínculos, direta ou indiretamente, com a *holding* ou com seu acionista. Essa composição é um instrumento utilizado para o alinhamento entre as sociedades, conforme podemos verificar nos discursos abaixo.

[...] De um modo geral, você só utiliza um conselheiro externo por exigência legal.

Fora isso, você utiliza indicações da sua própria empresa para assumir uma posição no Conselho. E quanto mais diversificado em experiência, tanto melhor.

Entrevistado 2

[...] A gente usa o conceito de membros independentes para membros da *holding* que não estão diretamente ligados àquela atividade...

Entrevistado 6

[...] Não vejo a presença de membros externos.

Entrevistado 7

[...] Eu conheço membros externos, mas são pessoas que têm ligação com o acionista da *holding*. Então, eu não diria que seriam membros externos, como se você recrutasse um economista no mercado... Na verdade, isso não faz parte da nossa realidade. A *holding*, há muito tempo, optou por fazer uma gestão por duplo chapéu, de pegar as pessoas que temos aqui dentro para colocar nesses Conselhos... Eu acho que naturalmente teremos pessoas de fora, quando a gente tem relação com os sócios.

Entrevistado 9

Membros externos são raros. Cada sócio acaba indicando o seu. Raras vezes um sócio indica alguém não ligado a ele. A gente tem muito dirigente externo, mas conselheiro não.

Entrevistado 3

Apesar de não haver membros externos, o Entrevistado 4 salienta que, em algum momento, pode ser necessário utilizar um membro externo.

[...] Se eu vejo como carreira, não... Se eu prefiro não ter carreira, eu não veria nenhum problema... Mas eu não deixaria fechado, pois pode haver momento em que seja necessário utilizar essa prática.

Entrevistado 4

Em relação ao tamanho do Conselho, Andrade & Rosseti (2010) ressaltam que não há uma regra definida para o tamanho do Conselho de Administração. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) recomenda que o Conselho possua entre 5 (cinco) e 11 (onze) conselheiros.

As entrevistas permitiram identificar que a legislação local, a complexidade do negócio e a presença de sócios são os fatores que influenciam no tamanho do Conselho. Além disso, os entrevistados apontam que um Conselho com 5 ou 6 membros é adequado.

[...] O tamanho do Conselho é proporcional à complexidade do negócio... tanto maior, quanto mais complexo o negócio... e a presença de sócios. Quando possui sócios, você começa a trabalhar com o número de conselheiros...

Entrevistado 9

[...] Complexidade, sem dúvida, e se tem sócio ou não.

Entrevistado 7

[...] No meu ponto de vista, é você que permite que os acionistas se vejam representados. Existe o bom senso. Você não vai fazer um Conselho com 20

peessoas. Acho que 4, 5 ou 6 membros é um bom número. Negócios mais complexos possuem Conselhos maiores, mas isso custa.

Entrevistado 10

[...] Composição e tamanho nos remetem ao Estatuto, que delimita a composição e o tamanho. O estatuto é um limitante. Outro limitante é a legislação local que pode me obrigar a ter membros independentes naquele Conselho. Passadas essas duas referências, aí vem o desejo do acionista de compor aquele *board*...

Entrevistado 6

[...] Algo a mais que 8, eu acho ruim. Um número bom ficaria em 5 ou 6.... Cada um com uma especialidade. Acho que o grande lance é um Conselho com complementaridade de conhecimentos...

Entrevistado 4

[...] O Conselho deveria ser definido pela pluralidade. Ele deveria ter o cara do negócio, tem que ter um cara financeiro, tem que ter um contraponto de fora do negócio. Então, o Conselho deveria ter, no mínimo, três.

Entrevistado 5

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) os Conselhos das participações devem apresentar pluralidade de experiências, qualificações e estilos em sua composição;
- ii) os Conselhos de participações são compostos por membros internos da *holding*, de forma a facilitar o alinhamento de objetivos e estratégias;
- iii) o tamanho dos Conselhos em uma participação é definido pela legislação local, pela complexidade do negócio e pela existência de acionistas, sendo apontado como um tamanho adequado Conselhos com 5 ou 6 membros.

Diante do exposto, pode-se constatar que as entrevistas realizadas não confirmaram o pressuposto formulado a partir das visões de Kim et al. (2005):

- i) da falta de evidência da presença de membros externos nos Conselhos das participações; e
- ii) de o tamanho ser definido pelos fatores legislação local, complexidade do negócio e exigência dos sócios.

4.10

A Diretoria Executiva como Instrumento de Governança nas Participações

A Diretoria é o órgão executivo da sociedade anônima, competindo-lhe a representação da companhia, a gestão das áreas funcionais e de negócio, bem como a prática dos atos necessários a seu funcionamento regular (Almeida, 2011). Além disso, Andrade & Rosseti (2010) destacam o relacionamento harmônico entre o Conselho e a Diretoria.

As entrevistas revelaram a natureza executiva da Diretoria da participação e o relacionamento com o Conselho. A Diretoria de uma participação possui um caráter mais “operacional”, quando comparado à Diretoria da *holding*, conforme destaca o Entrevistado 9. Em outras palavras, possui um maior número de assuntos relacionados ao negócio daquela participação.

[...] A Diretoria tende a ser mais operacional que a Diretoria da *holding*. Novamente você vai ter uma gradação...

Entrevistado 9

Além disso, os Entrevistados 5, 7, 9 e 10 destacam a Diretoria como um importante veículo de alinhamento de assuntos operacionais.

[...] Na Diretoria há influência da *holding*. O Conselho não desce na operação, é na gestão que se faz isso... e há uma interação... Mas faz parte da função do gerente de participação atuar junto ao conselheiro e diretor... Esses processos necessitam de orientação. Esse gestor tem que ter uma visão estratégica do que a *holding* pensa e em vários processos, sem ser só no negócio, como é o caso das funções corporativas...

Entrevistado 7

[...] A Diretoria Executiva executa. Ela tem que fazer aquilo para qual foi constituída. Ela tem que fazer o negócio acontecer da melhor forma possível. Algumas funções têm que ser feitas de forma alinhada, por exemplo, a área financeira é típica. O administrador não pode ir ao mercado captar recursos, pois o risco financeiro é um só e há limite de crédito para a *holding*... A contabilidade deve ser feita de forma alinhada...

A *holding* acaba se relacionando com os dois níveis (CA e DE). Níveis diferentes, DE no nível operacional e CA no nível estratégico.

Entrevistado 5

[...] Como têm atos que não chegam ao Conselho, os diretores são canais de fluxos de informações entre a *holding* e a participação.

Entrevistado 9

[...] O alinhamento já é feito pela Diretoria, já no próprio dia a dia. Nós somos empregados da *holding*, nós fazemos esse trabalho de alinhamento o máximo possível...

Entrevistado 10

Contudo, os Entrevistados 4 e 6 destacam que o alinhamento deve procurar ser feito, na maioria dos casos, via Conselho de Administração. Além disso, esse alinhamento deve ser realizado respeitando as personalidades jurídicas de cada sociedade e reconhecendo os deveres e responsabilidades dos

administradores, conforme destacado na Seção 4.5 deste Capítulo.

O Entrevistado 7 chama a atenção que, em sociedades controladas, a *holding* indica os diretores das participações, sendo, em sua maioria, empregados da *holding*. Existe, contudo, casos em que há a presença de diretores contratados, conforme relataram os Entrevistados 2, 3 e 7.

[...] Quando somos controladores, a Diretoria é indicada pela *holding*. De certa forma nós já temos um alinhamento, porque controlamos e colocamos nossos diretores.

Entrevistado 7

Ao analisar o relacionamento com os *stakeholders*, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) destaca que o diretor-presidente e os demais diretores devem garantir um relacionamento de longo prazo com as partes interessadas e definir a estratégia de comunicação com esses públicos.

As entrevistas permitiram observar que o relacionamento com os *stakeholders* muitas vezes se concentra na Diretoria Executiva da participação, contudo verificou-se que, em alguns casos, há o compartilhamento desse papel com o Conselho de Administração e com a *holding*.

[...] Você tem que escutar, mas não necessariamente ao nível de Conselho. Você pode tratar isso ao nível da Diretoria. Você pode ter um diretor ou Diretoria responsável por isso.

Entrevistado 2

[...] É dentro do negócio que isso é analisado. A *Holding* encaminha uma orientação em linha com seus princípios.... Na definição do como, é que tem que ser analisada essa questão dos *stakeholders*.

Entrevistado 4

[...] Os diretores e conselheiros nas empresas do sistema têm que estar atentos a esses *stakeholders*. Têm que identificar e capturar essas necessidades e fazer essa informação circular, chegando, inclusive, aos órgãos da *holding* responsáveis por pensar as estratégias... isso tem que chegar em cima, para ser pensado na hora de formular a estratégia para o todo...

Entrevistado 9

[...] Cabe à *holding* cobrar... A sociedade está muito ativa. O próprio ambiente já exige o tratamento desses stakeholders. Muitas vezes é tratado internamente, em outros casos, de forma conjunta com a *holding que* dá alguma orientação, no mínimo estratégica, porque é a imagem dela que está associada àquela empresa... mas quem está na linha de frente, vendo os problemas e identificando o que pode ser feito são os administradores.

Entrevistado 7

[...] Geralmente a Diretoria Executiva tem isso na mão. O Conselho fica um pouco mais isolado, ele tem menos influência. O Diretor, que está ligado à execução, tem o envoltório maior... A Diretoria sofre mais pressão desses *stakeholders*. O acionista tem as pressões dele. A idéia é repassar as orientações da melhor maneira possível.

Entrevistado 10

[...] O próprio *board* pode delegar esse poder para o presidente da empresa. Ele pode dar uma procuração legal para que o presidente represente a empresa em assuntos desse tipo. Ou delegar essa decisão para a Diretoria completa... Isso varia de estatuto para estatuto...

Entrevistado 6

[...] É a Diretoria Executiva que se relaciona com os *stakeholder*, mas, em alguns assuntos, ela precisa consultar a *holding*

Entrevistado 5

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) a Diretoria é o órgão executivo da participação, competindo-lhe a representação da companhia, a gestão das áreas funcionais e de negócio, bem como praticar os atos necessários a seu funcionamento regular e desenvolver um relacionamento harmônico com o Conselho;
- ii) a Diretoria de uma participação possui um caráter mais “operacional” quando comparado à Diretoria da *holding*, ou seja, possui um maior número de assuntos relacionados ao negócio daquela participação;
- iii) a Diretoria da participação é um importante veículo de alinhamento de assuntos operacionais. Contudo, esse alinhamento deve procurar ser feito, na maioria dos casos, via Conselho de Administração;
- iv) o alinhamento entre *holding* e Diretoria Executiva da participação, quando feito, deve observar as personalidades jurídicas de cada sociedade e os deveres e responsabilidades dos administradores;
- v) em sociedades controladas, a *holding* indica os diretores das participações, sendo, em sua maioria, empregados da *holding*, contudo existem casos em que há a presença de diretores contratados;
- vi) o relacionamento com os *stakeholders* muitas vezes se concentra na Diretoria Executiva da participação, contudo verificou-se que, em alguns casos, há o compartilhamento desse papel com o Conselho de Administração e com a *holding*.

Diante do exposto, pode-se constatar que as entrevistas realizadas confirmaram o pressuposto formulado a partir da visão de Andrade & Rosseti (2010) e Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009). Dessa forma, a Diretoria Executiva da participação é o órgão executivo da sociedade, devendo

atuar de forma harmônica com o Conselho, bem como garantir o relacionamento transparente e de longo prazo com as demais partes interessadas.

4.11 Remuneração como Fator de Alinhamento

Brellochs (2008), ao analisar a remuneração de administradores de participações societárias, destaca a existência de dois tipos de modelos de remuneração: financeiros e não financeiros.

Os entrevistados apontaram que os modelos mais praticados são os de origem financeira, apesar da existência de propostas para implantação de métodos não financeiros. Além disso, as entrevistas permitiram observar que, de uma forma geral, a indicação é de profissionais mais experientes e que o desenvolvimento dos administradores ocorre de uma forma “natural”, não planejada.

[...] Não vejo dicotomia entre as formas e acho que as duas têm que ocorrer. No caso do desenvolvimento, acho que temos que melhorar muito... mas isso tem que acontecer e deve acontecer.

Entrevistado 1

[...] Aqui nós mandamos pessoas que já ocuparam posições de destaque dentro da própria empresa. A grande maioria já foi Gerente ou Gerente Geral.

Entrevistado 7

[...] Acho que a gente faz isso dentro dos departamentos. Então, o profissional entra, ele começa mais no operacional, começa a trabalhar mais, começa a trocar informações com as áreas e, naturalmente, vai crescendo e chegando a cargos de gestão... eventualmente você vai colocando essas pessoas em empresas menores para ir testando, dando experiência, até você chegar a uma empresa maior. Eu diria que a gente pratica isso, dentro do crescimento natural dentro da *holding*.

Entrevistado 9

A respeito da remuneração financeira, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) destaca que a remuneração total dos diretores deve estar vinculada a resultados, com metas de curto e longo prazo, relacionadas, de forma clara e objetiva, à geração de valor econômico para a organização. O objetivo é que a remuneração seja um ferramenta efetiva de alinhamento dos interesses dos diretores com os da organização.

Brellochs (2008), contudo, ressalta dois aspectos que dificultam a aplicação dos modelos de remuneração financeiros em participações societárias:

i) o modelo de *stock options* não é utilizado, em virtude das participações societárias não apresentarem ações comercializadas em bolsa;

ii) a performance de uma participação pode estar atrelada ao desempenho do grupo como um todo. Dessa forma, fica difícil a segregação entre o desempenho gerado pelo gestor e pelo grupo.

Nem todos os entrevistados responderam essa questão, contudo, confirmaram a existência desses dois fatores como influenciadores no processo de remuneração.

Além disso, os Entrevistados que exploraram a questão não veem dificuldades em aplicar os modelos financeiros. Eles chamaram a atenção que a remuneração deve estar atrelada ao objetivo estratégico da participação, sendo que este deve estar em linha com o objetivo do sistema como um todo.

[...] No fundo, eu tenho que remunerar pela competência do administrador em implementar a estratégia.

Entrevistado 4

[...] Eu não consigo ver dificuldade em se fazer na *holding* e não fazer nas participações, pois você pode fazer de forma consolidada. Porque aquele administrador tem interesse no todo, então ele tem que trabalhar para o resultado do todo. Porque, no extremo, o resultado de uma empresa pode ser ruim, mas não para o todo... eu tenho que pensar no todo, então, eu não posso pensar só naquela empresa. Ela pode estar tendo um resultado espetacular, mas no final da história pode estar causando prejuízo no todo.

Entrevistado 1

[...] Teríamos que ter uma métrica distinta para avaliar o gestor... o que, efetivamente, ele trouxe de benefício para o sistema... a estrutura da *holding* acaba intervindo nas empresas de várias maneiras... Então, essas vantagens e desvantagens que a sistema impõe deveriam ser omitidas para se remunerar...

Entrevistado 9

Dessa forma, considerando a revisão de literatura realizada e as entrevistas com os especialistas, foi possível identificar os seguintes pontos críticos:

- i) a remuneração não financeira, composta principalmente por oportunidades de desenvolvimento ou promoções internas ao grupo, deve ser trabalhada conjuntamente com a remuneração financeira;
- ii) a remuneração financeira deve estar atrelada ao objetivo estratégico da participação, sendo que este deve estar em linha com o objetivo do sistema como um todo.

Diante do exposto pode-se constatar que, conforme Andrade & Rosseti (2010), Brasil (1976), Brellochs (2005), Instituto Brasileiro de Governança

Corporativa (2009) e Kim et. Al. (2005), a remuneração dos administradores das participações societárias pode ser de origem financeira e não financeira. No caso de remuneração financeira, verifica-se que: i) as participações não apresentam ações comercializadas e; ii) a performance de uma participação pode estar atrelada ao desempenho do grupo como um todo.

Contudo, as entrevistas revelaram que esses não inviabilizam a aplicação dos modelos de remuneração financeira, uma vez que os objetivos estratégicos das participações devem estar em linha com o objetivo estratégico do todo.