Governança de participação societária: Fatores críticos para a redução do conflito de agência entre *holding* e controladas

Subsidiary governance: Critical factors to reduce agency conflict between holding and subsidiary

Luiz Fernando Passaglia

Petróleo Brasileiro S.A. - Brasil
lfpassaglia@yahoo.com.br

Sandra Regina da Rocha-Pinto

PUC Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro - Brasil
sanpin@iag.puc-rio.br

Recebido em 06 de dezembro de 2012. Alterado em 2 de junho de 2013. Aprovado em 13 de junho de 2013.

Editor Responsável: Edson Roberto Scharf, Dr.

Processo de avaliação por *double blind review*

Resumo

Os grupos empresariais possuem diversas participações societárias. Essas sociedades constituem pessoas jurídicas próprias, contudo, coletivamente, são coordenadas e controladas por uma *holding*. A Governança de Participação Societária é o sistema pelo qual as participações são dirigidas e monitoradas. Esse sistema monitora, também, o relacionamento, a legitimidade e a interação entre a *holding* e demais partes envolvidas. Seu objetivo principal é garantir o compliance dos administradores das sociedades com os interesses do acionista, assim como mitigar o desalinhamento de interesses entre ambos. Diante disso, este trabalho compreende como ocorre a relação entre *holding* e suas controladas e quais são os fatores críticos dessa relação visando propor um modelo relacional que permita mitigar o conflito de agência entre *holding* e suas participações societárias controladas. Para tanto, foi realizada uma pesquisa qualitativa, com base em estudo de caso em empresa brasileira de grande porte, com atuação nacional e internacional. Foram realizadas, em Novembro e Dezembro de 2011, no Rio de Janeiro, 10 entrevistas com especialistas (gestores da *holding* e administradores

das participações), com objetivo de levantar os fatores críticos. Assim, o trabalho ressalta que: i) na prática, de um lado a *holding* busca monitorar e alinhar suas participações e, do outro, os administradores das participações busca observar não somente as orientações da controladora, mas também os seus deveres e responsabilidades perante a própria sociedade e claramente definidos na lei; ii) a sociedade “mãe” utiliza uma série de mecanismos para o monitoramento e alinhamento das companhias. Além disso, observa-se que os conflitos surgem quando há: i) desalinhamento entre *holding* e os administradores das participações; ii) inobservância de aspectos relacionados a segregação de personalidades jurídicas; iii) extrapolação dos papéis da *holding*, das participações e dos órgãos de governança de ambas; e iv) inobservância dos papéis e responsabilidades dos administradores definidos em lei.

Palavras-chave: gestão, governança corporativa, governança de participação societária, conflito de agência, *holding*, controladas.

Abstract

The modern business groups have many subsidiary

companies. These companies are legal entities despite they are controlled and coordinated by a holding company. The subsidiary Governance is the management system by which these subsidiary companies are driven and monitored. This system also monitors the relationship, legitimacy and iteration between the holding and the others stakeholders involved in this system. Its main objectives are (i) to assure compliance of Board of Director and Executive Committee decisions with shareholder's concerns, and (ii) to mitigate the misalignment of interests between shareholder and subsidiary Board of Directors and Executive Committee. This study aims to understand the relationship between holding company and its subsidiaries and to identify the critical factors in order to propose a relational model to reduce agency conflict between this two actors. In order to analyze the assumptions formulated from the bibliographical review a qualitative research was developed based on a case study supported by ten executive interviews. These executives work at a large Brazilian group with national and international subsidiaries. Interviews were conducted in Rio de Janeiro during November and December of 2011. Thus, research results emphasizes that: (i) in on hand the holding tries to align and monitor their subsidiaries' goals, while on the other hand subsidiaries' directors and c-level observe not only the guidelines of the holding, but also their duties and responsibilities towards their own companies and (ii) the holding company uses several mechanisms to monitor and align the subsidiary performance. Furthermore, it is observed that conflicts arise when there is: (a) misalignment between the subsidiary board of directors or executive committee performance and the holding's will, (b) failure in observing segregation of legal personalities between holding and subsidiary; (c) confusion over the roles of holding, subsidiary and their own corporate governance agents; iv) non-observance of the law that defines the roles and responsibilities of the board of directors and executive committee.

Keywords: management, corporate governance, subsidiary governance, agency conflict, *holding* company, subsidiaries.

1. Introdução

As sociedades são constituídas para um fim específico, devidamente caracterizado e delimitado em seu instrumento de constituição por meio do objeto social. Para a execução de seu fim, as sociedades frequentemente constituem outras empresas. Do ponto de vista legal, cada umas dessas sociedades constitui uma pessoa

jurídica própria, com direitos e deveres regulados por legislação local e seu instrumento de constituição legal (ANDRADE; ROSSETI, 2010; BRASIL, 1976; STRIKWERDA, 2009). Contudo, do ponto de vista coletivo, essas sociedades são coordenadas e controladas por uma *holding*, formando grandes corporações que visam a: combinar recursos e esforços para realização dos respectivos objetos sociais; participar em atividades ou empreendimentos comuns (BRASIL, 1976; STRIKWERDA, 2009).

Tricker (1994) e Brellochs (2008), verificaram a existência de grupos empresariais com dezenas, até centenas de sociedades, fato evidenciado por balanços financeiros e contábeis de grandes grupos empresariais. Essas sociedades executam parte do negócio da *holding*, bem como representam a imagem do grupo perante a sociedade local. Nesse contexto, a *holding* busca alinhar suas participações visando a: (i) garantir os resultados estratégicos e financeiros almejados; (ii) facilitar a comunicação e acompanhamento de resultados; e (iii) mitigar os riscos (BRELLOCHS, 2008; KIM et al., 2005; OLIVEIRA, 2009; STRIKWERDA, 2009).

A Governança Corporativa busca endereçar a forma como as organizações são dirigidas, monitoradas e incentivadas, envolvendo os relacionamentos entre proprietários, Conselho de Administração, Diretoria Executiva e órgãos de controle. Logo, a Governança Corporativa busca reduzir o conflito de agência, ou seja, a assimetria de interesses e informação entre o principal (acionistas) e o agente (administradores), de forma a garantir aos acionistas o controle estratégico da sociedade e o efetivo acompanhamento das ações dos gestores (AGUILERA; JACKSON, 2010; ANDRADE; ROSSETI, 2010; Di MICELI, 2010; INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA, 2009; SILVA, 2010).

O aumento da complexidade das relações empresariais, por meio de estruturas societárias mais sofisticadas (*joint-venture*,

controle compartilhado e sociedades em outros países) tem causado mudanças estruturais nas temáticas de Governança Corporativa (Di MICELI, 2011). Diante disso, surge a Governança aplicada às participações societárias, que visa a reduzir o conflito de agência entre a *holding* e suas controladas, de forma a garantir o controle estratégico e o efetivo acompanhamento das ações dos administradores das participações (BRELLOCHS, 2008).

Verifica-se um volume considerável de literatura associada à Governança Corporativa, contudo, poucos estudos são encontrados, abordando a complexidade e natureza das relações entre *holding* e suas participações societárias (KIM et al., 2005; SINGH; GAUR, 2009; STRIKWERDA, 2003, 2009; OLIVEIRA, 2009; OLIVEIRA; 2010). Pesquisas realizadas no sistema *Scientific Periodicals Eletronic Library* (Speel) evidenciaram a carência de estudos que abordem o tema governança societária, governança aplicada a participações societárias ou governança de subsidiária.

Brellochs (2008) destaca a importância de se estudar a Governança de Participação Societária, uma vez que alguns escândalos tiveram sua origem em sociedades constituintes de grupos empresariais. São casos como: i) Allied Irish Bank, com perdas na ordem de USD 691 milhões em suas sociedades; ii) Enron, com fraudes de USD 500 milhões em carteiras de projetos de suas participações.

Diante do exposto, busca-se neste trabalho compreender como ocorre a relação entre *holding* e suas controladas e quais são os fatores críticos dessa relação visando propor um modelo relacional que permita mitigar possíveis conflitos de agência entre *holding* e suas participações societárias controladas. No intuito de atingir o objetivo proposto, realizou-se uma pesquisa de natureza qualitativa, com base em estudo de caso em empresa brasileira de grande porte, com atuação nacional e internacional. O estudo encontra-se organizado em seis capítulos, incluindo esta

introdução. O segundo aborda a fundamentação teórica; o terceiro indica a metodologia utilizada, o quarto expõe e discute os resultados encontrados, o quinto apresenta o modelo proposto para a relação entre *holding* e participações societárias controladas e, por fim, o sexto tece as considerações finais.

2. Fundamentação teórica

2.1. Governança Corporativa

Em função da pluralidade de questões relacionadas ao tema, diversos são os conceitos de Governança Corporativa encontrados na literatura técnica. O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, por exemplo, apresenta a seguinte definição:

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre acionistas/cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal. As boas práticas de governança corporativa têm a finalidade de aumentar o valor da sociedade, facilitar seu acesso ao capital e contribuir para sua perenidade (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009).

Os conflitos de agência são uma das razões fundamentais do despertar da Governança Corporativa. Silva (2010) ressalta que a discussão sobre a necessidade de aprimorar a Governança Corporativa surgiu em resposta à expropriação da riqueza dos acionistas por parte dos gestores, os quais tomam decisões no intuito de maximizar sua utilidade pessoal em detrimento da dos acionistas. Dessa forma, a Teoria da Agência busca explicar como ocorrem os problemas de desalinhamento de interesses entre proprietários e administradores nas sociedades e quais mecanismos podem ser empregados para mitigar seus custos (Di MICELI, 2010).

Os principais agentes de Governança Corporativa de uma participação societária são a Assembléia Geral, o Conselho de Administração e a Diretoria Executiva.

Verifica-se, também, a presença de órgãos, internos e externos, que atuam no ambiente de auditoria e fiscalização, sendo eles: o Conselho Fiscal, o Comitê de Auditoria, Auditoria Externa (também chamada de Auditoria Independente) e Auditoria Interna. Nem todos são obrigatórios, alguns, dependendo do país, são instituídos por força de lei. A Figura 1 identifica os principais agentes da Governança Corporativa (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009).

No que se refere às concepções, práticas e processos da Governança Corporativa nota-se que são sustentados por quatro valores (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009):

- i) Transparência: mais do que a obrigação de informar é o desejo de disponibilizar para as partes interessadas as informações que sejam de seu interesse e não apenas aquelas impostas por disposições de leis ou regulamentos.
- ii) Equidade: caracteriza-se pelo tratamento justo de todos os sócios e demais partes interessadas.
- iii) Prestação de Contas: os agentes de governança devem prestar contas de sua atuação, assumindo integralmente as consequências de seus atos e omissões.

- iv) Responsabilidade Corporativa: os agentes de governança devem zelar pela sustentabilidade das organizações, visando à sua longevidade, incorporando considerações de ordem social e ambiental na definição dos negócios e operações.

Esses valores estão expressos nos códigos de boas práticas de Governança Corporativa, que estabelecem critérios fundamentados na conduta ética e devem estar presentes no exercício das funções e responsabilidades dos órgãos que exercem a governança das companhias. Além disso, Andrade e Rosseti (2010) ressaltam que os sistemas de Governança tendem a buscar a conciliação dos interesses do proprietário (shareholder) com os interesses das demais partes interessadas (stakeholders). Dessa forma, a orientação consiste em maximizar o retorno total de longo prazo, tendo como critério o *trade-off* de interesses dos proprietários com os de outras partes com interesses nas sociedades, de forma a proporcionar sustentabilidade a empresa.

A Figura 2 demonstra a essência, os princípios, os pilares e as melhores práticas associadas à Governança Corporativa.

Figura 1 - Sistema de Governança Corporativa

Fonte: Adaptado de Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009).

Figura 2 - Essência, Princípios Básicos, Pilares e Práticas da Governança Corporativa

Fonte: Adaptado de IBGC/PricewaterCoopers (*apud* Silva, 2010).

2.2 A Origem das Participações Societárias

Para realizar o objeto social para a qual foi constituída, a sociedade empresarial pode participar ou constituir outras companhias (BRASIL, 1976). Dessa forma, segundo Strikwerda (2009) a participação ou constituição de outra sociedade surge em virtude de fatores:

- i) Legais (ex.: realização de negócios no exterior);
- ii) Estratégicos (ex.: aquisição de companhias ou incorporação de linhas de negócio dentro de sociedades constituídas para o devido fim); e
- iii) Risco (ex.: a divisão de negócios entre diferentes companhias permite a manutenção dos riscos operacionais, financeiros e legais dentro de cada sociedade).

Analisando a Lei das Sociedades Anônimas (Brasil, 1976), identifica-se um quarto motivo, relacionado ao aspecto tributário, pelo qual o grupo, por meio do devido planejamento fiscal e tributário, procura otimizar os gastos dessa natureza.

2.3 Governança de participação societária e teoria de agência

A Governança Corporativa lida com o processo decisório na alta gestão e com os relacionamentos entre os principais personagens das organizações empresariais, notadamente acionistas, conselheiros e executivos, representados, respectivamente, pelos seguintes órgãos de administração: Assembleia Geral, Conselho de Administração e Diretoria Executiva (Di MICELI, 2010). Entretanto, Kiel et al. (2006) ressaltam que a literatura de Governança Corporativa foca o relacionamento entre acionista e administradores da sociedade “mãe” (*holding*), enquanto que o relacionamento entre *holding* e suas participações societárias ainda é pouco explorado. Por sua vez Brellochs (2008) destaca que a Governança de Participação Societária é o

sistema pela qual as participações são dirigidas e monitoradas, bem como o relacionamento, legitimidade e interação com as partes envolvidas nesse sistema (Figura 3). A Governança dessas participações é definida em função da legislação do país em que estiverem localizadas, das características da própria sociedade e dos objetivos estratégicos da *holding* (BRELLOCHS, 2008; KIEL et al., 2006; STRIKWERDA, 2003). Contudo, sendo a sociedade parte integrante de um grupo, verifica-se que o acionista será outra sociedade do grupo ou a própria *holding*, sendo a outra sociedade ou *holding* responsável por indicar os administradores (BRASIL, 1976; BRELLOCHS, 2008; STRIKWERDA, 2003).

Strikwerda (2003, 2009), ao realizar estudos em multinacionais, observa que, apesar das participações societárias constituírem divisões na *holding* e de seus administradores serem representados em seus organogramas internos, a sociedade possui natureza jurídica própria e seus administradores têm poderes e responsabilidades para representação, direção e controle das companhias que administram. A esse respeito, a Legislação Brasileira (Brasil, 1976) ressalta, em seus Artigos 153 a 159, os deveres e responsabilidades dos administradores. Brellochs (2008) destaca que o objetivo principal da Governança de Participação Societária é garantir o *compliance* dos administradores das Sociedades com os interesses do acionista e/ou a mitigação de desalinhamento de interesses entre o acionistas (principal) e os administradores da participação (agente). No caso da relação da *holding* com suas participações societárias, a relação agente-principal aplica-se na medida em que a *holding* delega a autoridade e a responsabilidade de ações às suas participações.

Brellochs (2008) destaca, ainda, que a *holding*, representada por seus diretores, constitui o principal, enquanto que a participação societária, representada por seus diretores, constitui o agente (Figura 3). O problema de agência surge

no momento em que o agente passa a buscar maximizar os interesses próprios (da participação ou de seus administradores), em vez dos interesses do principal (da *Holding*). Dessa forma, a sociedade

“mãe” utiliza uma série de mecanismos para o monitoramento e alinhamento das companhias, acarretando custos de agência.

Figura 3 - Governança Corporativa e Governança de Participação Societária

Fonte: Traduzido e adaptado de Brellochs (2008).

2.4 Gerenciamento do Conflito de Agência entre *Holding* e Participações Societárias

Kim et al. (2005) destacam que as participações societárias possuem diferentes papéis e responsabilidades, sendo que sua governança deve refletir as características internas e externas de cada organização, com vistas a maximizar o desempenho do grupo. Dessa forma, há a necessidade de se desenvolver um modelo de governança para cada companhia, não as tratando de forma uniforme. Brellochs (2008) identificou três fatores contingenciais que influenciam na governança da participação:

- i) o ambiente local da participação: com o aumento das legislações locais e dos padrões de governança aplicados às corporações, tem

crescido a importância dos órgãos de governança locais;

- ii) a estratégia do grupo: o grau de controle sobre uma participação é função do papel estratégico que ela representa no grupo. Além disso, verifica-se que acionistas e legislações, como a SOX, têm aumentado a pressão sobre os administradores da *holding* para orientar e controlar os negócios realizados por suas participações.
- iii) o ambiente interno da participação: fatores como tamanho do negócio, tempo de funcionamento e cultura da participação compõem o ambiente interno da participação, influenciando no maior ou menor funcionamento dos órgãos de governança.

Por sua vez, Kim et al. (2005) segregam a governança de participação societária em dois níveis, da *holding* (principal) e da participação societária (agente).

2.4.1 Gerenciamento do Conflito de Agência – Visão *Holding*

Segundo Oliveira (2009), os conceitos, métodos e mecanismos de controle da

holding sobre suas participações deveriam ser patrocinados e fomentados pelo órgão de governo interno da *holding*. Oliveira (2009) destaca a necessidade da *holding* coordenar e supervisionar os negócios das participações societárias e propõe três comitês (Figura 4) ligados à alta administração, sendo eles:

Figura 4 - relacionamento entre os órgãos de administração e controle da *holding* com suas participações.
Fonte: Oliveira (2009).

- i) Comitê de Nomeação e Retribuição - responsável por propor as designações de administradores, as regras de retribuições. Strikwerda (2009), amplia essas funções, no sentido que a *holding* deve ser responsável pela avaliação, treinamento e desenvolvimento dos administradores das participações;
- ii) Comitê Diretor - responsável por coordenar o alinhamento de aspectos estratégicos, operacionais e de gestão entre *holding* e participações;
- iii) Comitê de Auditoria – responsável por coordenar e supervisionar a atuação das Auditorias

Interna e Externa e pela adoção de medidas necessárias para o cumprimento e aplicação das normas contidas no código de governança corporativa.

Além disso, Strikwerda (2009) identificou que, em grandes grupos empresariais, há um compartilhamento de papéis entre a *holding* e suas participações. Para tanto, a sociedade líder estrutura-se de forma a permitir o planejamento e o controle de funções compartilhadas, sendo as principais atribuições compartilhadas relativas a: aprovar a estratégia e do orçamento; monitorar a performance da participação em relação ao orçamento e compromissos assumidos; aprovar gastos

de capital; aprovar desinvestimento ou aquisição de negócios; aprovar a estrutura de capital da participação; aprovar política de dividendos; aprovar demonstrações financeiras; garantir a identificação e gestão dos riscos corporativos; apontar e avaliar o Presidente e Diretores da participação, assegurando plano de sucessão; aprovar a remuneração dos executivos.

2.4.2. Gerenciamento do Conflito de Agência – Visão *Holding*

A) Assembleia Geral

A Assembleia geral é o órgão soberano da sociedade, possui poder de deliberar sobre todos os assuntos relativos ao negócio. Os proprietários da organização possuem direito de voto nas Assembleias na proporção de sua participação e em virtude da espécie e da classe do título (Brasil, 1976). Segundo Brellochs (2008), a atuação dos acionistas por meio de Assembleia é um poderoso mecanismo de governança, contudo nas participações societárias de um grupo, na maioria dos casos, a propriedade está concentrada na mão de um acionista. Dessa forma, verifica-se um forte poder de penetração da *holding* por meio dos administradores. Com isso, o poder de voto existe, contudo não é utilizado. Já nos casos de sociedades controladas que possuam sócios, verifica-se a existência de Assembleias, contudo o poder do acionista minoritário é minimizado em virtude de não possuir prepoderância nas deliberações sociais nem poder de eleger a maioria dos administradores.

B) Conselho de Administração

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).

Strikwerda (2009) ressalta, entretanto, que inúmeras das atribuições do Conselho de Administração da Participação fazem parte do sistema de planejamento e controle da *holding* (Quadro 1). Enquanto isso, Andrade & Rosseti (2010) propõem que o Conselho de Administração seja 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. Por sua vez, o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) recomenda a presença de membros externos e até independentes nos Conselhos das sociedades e que o número de conselheiros deve variar conforme o setor de atuação, porte, complexidade das atividades, estágio do ciclo de vida da organização e necessidade de criação de comitês. O recomendado é de 5 (cinco) a 11 (onze) conselheiros.

C) Diretoria Executiva

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 praticar os atos necessários a seu funcionamento regular (Andrade & Rosseti, 2010). O Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2009) destaca que o diretor-presidente e os demais diretores devem garantir um relacionamento transparente e de longo prazo com as partes interessadas e definir a estratégia de comunicação com esses públicos.

Atribuição do Conselho da Participação	Instrumento para Controle	Papel do Conselho de uma participação
Aprovar a estratégia e orçamento.	Departamento de estratégia	Suportar o processo de planejamento

Governança de participação societária: Fatores críticos para a redução do conflito de agência entre holding e controladas

	corporativa por meio do processo de planejamento e orçamentação da Companhia.	to estratégico do grupo. Aprovar a estratégia definida e promover seu desdobramento.
Monitorar a performance da participação em relação ao orçamento e compromissos assumidos.	Compõe o ciclo periódico de controle gerencial de gestão da <i>holding</i> , inclusive a análise e proposição de ações para correção.	Acompanhar resultado do negócio e propor ações de correção.
Aprovar gastos de capital.	Compõe o processo de planejamento e orçamentação.	Pro forma.
Desinvestimento ou aquisição de negócios.	Parte do plano estratégico da companhia, supervisionado pelo departamento de finanças corporativas e matérias de responsabilidade dos diretores da <i>holding</i> .	Conselho de Administração deve considerar o impactos do desinvestimento ou da liquidação no ambiente local.
Aprovar a estrutura de capital da participação.	Usualmente a participação é financiada pela <i>holding</i>	Pro forma
Aprovar política de dividendos.	Em caso de subsidiária integral, esta é uma decisão da <i>holding</i> , considerando as restrições locais de transferência de capital	Pro forma, contudo a posição do Conselho deve ser considerada
Aprovar demonstrações financeiras.	A <i>holding</i> deve promover o compliance em suas sociedades.	A sociedade local observar a leis, políticas, princípios, e regras aplicáveis.
Garantir a identificação e gestão dos riscos corporativos	Compõe o sistema de gestão de risco da <i>holding</i>	O Conselho local deve identificar os riscos e propor ações para mitigá-los.
Apontar e avaliar o Presidente da participação, assegurando plano de sucessão.	Coberto pela política de desenvolvimento de gestores, sendo um processo da <i>holding</i> , sendo que a indicação é de responsabilidade da Diretoria Executiva da <i>holding</i> .	O Conselho local deve propor candidatos e especificar os requerimentos.
Aprovar a remuneração dos executivos.	Faz parte da política de remuneração da <i>holding</i> .	O Conselho local deve fornecer informações sobre os níveis locais de remuneração e os efeitos da remuneração na reputação local.
Estabelecer padrões éticos para a Companhia	A <i>holding</i> é responsável por criar uma política.	O Conselho local é responsável por solucionar conflitos ou discrepâncias entre a política da <i>holding</i> e os requerimentos locais.

Quadro 1 – Instrumentos utilizados para controle da *holding* de suas participações societárias Fonte: Traduzido e adaptado de Strikwerda (2009).

3. Metodologia de pesquisa

Trata-se de uma pesquisa de natureza qualitativa, na qual se buscou compreender o problema, explorando a situação com o intuito de estabelecer critérios e promover o melhor entendimento do fenômeno (Creswell, 2010). O método de pesquisa escolhido foi o estudo de caso, que é adequado para situações nas quais é necessário obter diferentes relatos (Yin, 2001). Para Creswell (2010), o estudo de caso é uma

estratégia de investigação em que o pesquisador explora profundamente um programa, um evento, uma atividade, um processo ou um ou mais indivíduos.

A seleção dos respondentes foi realizada por acessibilidade e especialidade. Assim, foi selecionado um conjunto de gestores que possuíam conhecimento e vivência no relacionamento com sociedades, bem como conhecimentos complementares, de forma a abordar as diferentes

disciplinas envolvidas no estudo. Além disso, a pesquisa procurou identificar gestores com participação nas duas partes do modelo, ou seja, na *holding* e nas participações. Dessa forma, buscou-se compreender a Governança de Participação Societária a partir da visão dos diversos atores envolvidos no processo.

Em resumo, os gestores entrevistados foram:

- um gestor com experiência em assuntos relacionados a recursos humanos, com o objetivo de analisar a vertente nomeação, remuneração, avaliação, treinamento e desenvolvimento;
- dois gestores com experiência em orientação estratégica e de gestão;
- três gestores responsáveis pelo desdobramento das orientações estratégicas, de gestão e operacionais para as participações, bem como pelo relacionamento da *holding* com os administradores dessas sociedades;
- um gestor responsável pela Auditoria da *holding* e das participações societárias;
- um advogado com experiência em relacionamento entre *holding* e participações;
- administradores de sociedades do grupo.

No total foram entrevistados 10 gestores da companhia, sendo que alguns dos entrevistados ocupavam posição de administrador das participações e gestores na *holding*. As entrevistas foram realizadas no período de Novembro a Dezembro de 2011 e a coleta de dados realizada por meio de entrevistas semi-estruturadas a partir de um roteiro de entrevista. Todas as entrevistas foram gravadas e armazenadas em meio digital, com o objetivo de viabilizar a completa análise das respostas.

O Apêndice I contém os pressupostos, separados por tipo de categorias, utili-

zadas na pesquisa de campo. Os pressupostos e as perguntas foram elaborados considerando os aspectos relevantes identificados na revisão de literatura, contida no capítulo 2, e que nortearam o roteiro de pesquisa.

4. Análise e Discussão dos resultados

A sociedade estudada é uma empresa brasileira com atuação nacional e internacional. Sua *holding* é uma sociedade de capital aberto. Além disso, possui parcela significativa dos seus negócios realizados pela *holding*. Caracteriza-se por ser uma *holding* mista, na medida em que executa atividades operacionais e detém participações em outras sociedades. Apresenta participação acionária em diversas sociedades fechadas. Das suas participações, grande parte são subsidiárias integrais e controladas, estando localizadas no Brasil e exterior.

As entrevistas demonstraram que a governança das participações societárias possui a ética como essência e, em geral, utilizam as práticas estabelecidas no código de ética da *holding*. As relações são pautadas pelos mesmos princípios básicos da Governança Corporativa (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009), ou seja, a transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa, adicionados de mais dois:

- i) Alinhamento: as sociedades controladas possuem personalidade jurídica própria e agentes de governança internos, contudo deve observar as orientações emanadas pelo seu acionista por meio da Assembléia Geral e pelo Conselho de Administração de forma a manter alinhamento estratégico com a *holding* ; e
- ii) Conformidade Jurídica: a relação *holding* controladas deve atentar para o respeito aos atos, órgãos e instrumentos societários de forma a respeitar a segregação

das personalidades jurídicas de cada sociedade.

Os pilares da governança das participações societárias são:

- i) Assembleia Geral: é o órgão soberano da sociedade, reservando as matérias para a exclusiva deliberação dos sócios. Nas sociedades controladas, de uma forma geral, observa-se que a realização da Assembleia Geral possui um caráter pro forma, tendo o Conselho de Administração e as reuniões de acionistas um importante papel de alinhar as visões dos acionistas com a da sociedade. O poder de voto, apesar de presente, é utilizado somente em casos extremos.
- ii) Conselho Fiscal: estão presentes nas empresas localizadas no Brasil, sendo seus membros indicados pela *holding*. É responsável por executar a fiscalização da gestão dos negócios, dos resultados apresentados pela administração e das variações patrimoniais.
- iii) Conselho de Administração: é o órgão responsável por dirigir e monitorar, estrategicamente a participação de forma alinhada às orientações estratégicas da *holding*, sem, contudo, desconsiderar as demais partes interessadas nessa relação e os deveres e responsabilidades dos administradores. 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. Os Conselheiros das participações são indicados pela *holding*, sendo em sua maioria administradores ou empregados da *holding*, fato que facilita o alinhamento de objetivos e estratégias.

iv) Diretoria Executiva: 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. 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. 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;

v) Auditoria Externa: encontra-se presente nas participações, de uma forma geral, é única, realizando seus trabalhos na *holding* e suas controladas. Este fato facilita o processo de consolidação das demonstrações financeiras, facilitando a atuação da auditoria nas sociedades;

vi) Auditoria Interna: quando não presente na sociedade, é executada pela *holding*. Nas sociedades que possuem auditoria própria, a *holding* não interfere nos planos da mesma, mas repassa diretrizes e orientações processuais, por meio de procedimentos e padrões para as sociedades.

A sustentabilidade está presente na Governança de Participação Societária, uma vez que este é um valor da *holding* e a imagem das participações encontra-se atrelada a da *holding*.

A análise dos depoimentos dos entrevistados permitiu demonstrar, ainda, que o problema de agência, surge no momento em que o agente passa a buscar

maximizar os interesses próprios (da participação), em vez dos interesses do principal (da *holding*). Observa-se, de um lado a *holding* buscando monitorar e alinhar suas participações e, do outro, os administradores das participações observando não somente as orientações da controladora, mas também os seus deveres e responsabilidades perante a própria sociedade e claramente definidos na lei. Na opinião dos entrevistados, o problema e os conflitos surgem no momento em que há:

- i) desalinhamento entre *holding* e os administradores das participações;
- ii) inobservância de aspectos relacionados a segregação de personalidades jurídicas;
- iii) extrapolação dos papéis da *holding*, das participações e dos órgãos de governança de ambas; e
- iv) inobservância dos papéis e responsabilidades dos administradores definidos em lei.

Dessa forma, a sociedade “mãe” utiliza uma série de mecanismos para o monitoramento e alinhamento das companhias. Mecanismos esses, que segundo os especialistas entrevistados, possuem os pontos críticos relatados a seguir:

4.1 Origem das participações

Os entrevistados confirmaram o pressuposto de que a *holding*, 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 (BRASIL, 1976; STRIKWERDA, 2009). Contudo, complementam que as sociedades surgem primeiramente em virtude de um orientador estratégico, a partir do qual se analisam os fatores legais, fiscais, de riscos, políticos, entre outros; Dessa forma, os especialistas apontaram os seguintes pontos críticos:

- i) o objeto social da *holding* e de suas participações devem estar alinhados de forma a proporcionar sinergias e ganhos ao sistema;

- ii) a análise da viabilidade da constituição de um negócio por meio de uma sociedade deve ser realizada com a ajuda de um estudo técnico, econômico e financeiro;
- iii) 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.

4.2. Compartilhamento de papéis entre *holding* e participação societária

Os entrevistados confirmam o pressuposto de que 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 (Brellochs, 2008; Kim et al., 2005; Strikwerda, 2003). Entretanto, consideram que o compartilhamento de papéis e responsabilidades surge em virtude: (a) do ambiente local da participação; (b) da estratégia do grupo; (c) do ambiente interno da participação; (d) das pessoas envolvidas (*holding* e participação); e (e) de fatores políticos. Dessa forma, os especialistas destacaram os seguintes pontos críticos:

- i) 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.
- ii) ao compartilhar papéis e responsabilidades, a *holding* e suas participações devem atentar para os deveres e responsabilidades dos administradores das sociedades.

4.3 Alta administração da *holding* como patrocinador, orientador e estruturador da relação com as participações

Os entrevistados confirmaram o pressuposto de que a alta administração da *holding*, além de ser o grande patrocinador da relação com as participações, passa a exercer o papel de orientador e controlador estratégico. Para tanto, estabelece estruturas para coordenação e controle dos negócios realizados pelas participações, de forma a garantir o alinhamento e a consecução dos objetivos traçados para cada sociedade do sistema (Oliveira, 2009). Dessa forma, os especialistas indicaram os seguintes pontos críticos:

- i) a alta administração da *holding* é 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) a *holding* deve definir estruturas para a coordenação e supervisão dos negócios, sem, contudo, interferir na autonomia jurídica de cada sociedade;
- v) 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.

4.4 Coordenação e supervisão dos negócios das participações pela holding por meio de pessoas, processos e controles

As entrevistas realizadas confirmam o pressuposto de que a *holding* coordena e controla os negócios das participações por meio dos administradores indicados (pes-

soas), bem como por meio do compartilhamento de processos e dos mecanismos de controle, de modo a mitigar a possibilidade de conflito de agência (Oliveira, 2009). Dessa forma, os especialistas relacionaram os seguintes pontos críticos:

Pessoas

- i) os administradores são elementos essenciais 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.

Processos

- i) A *holding* deve buscar alinhar suas participações, principalmente, por meio do compartilhamento de processos estratégicos e, excepcionalmente, por meio de processos táticos e operacionais.

Controle

A *holding* deve busca controlar suas participações por meio, principalmente: i) Assembleia Geral; ii) do Conselho de Administração; iii) da Auditoria Interna e Externa; iv) do Conselho Fiscal; v) por meio de reuniões periódicas com os

administradores; vi) por meio do resultado dos negócios, e vii) por controles internos e *compliance*.

4.5 Assembleia como instrumento de governança nas participações

A análise do discurso dos entrevistados confirmou o pressuposto de que 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 *holding* 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 (Brellochs, 2008). Dessa forma, os especialistas destacaram 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.

4.6 Conselho de Administração como instrumento de governança nas participações

Os entrevistados confirmaram que o Conselho de Administração é o órgão responsável por dirigir e monitorar, estrategicamente, a participação de forma alinhada às orientações estratégicas da *holding*, sem, contudo, desconsiderar as demais partes interessadas nessa relação e os deveres e responsabilidades dos administradores (KIEL et al., 2006). Dessa forma, os especialistas apontaram os seguintes pontos críticos:

- i) os Conselhos das participações possuem papel estratégico, sendo um importante elo de interface entre Conselho/Diretoria e Conselho/*holding*;
- ii) os conselheiros devem atuar de forma alinhada às orientações da *holding*, contudo devem observar seus deveres e responsabilidades perante a empresa e os demais *stakeholders*.
- iii) 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;
- iv) os Conselhos das participações devem apresentar pluralidade de experiências, qualificações e estilos em sua composição;
- v) 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.

4.7 Diretoria Executiva como instrumento de governança nas participações

As entrevistas confirmam que 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

(Andrade & Rosseti, 2010; Instituto Brasileiro de Governança Corporativa, 2009). Dessa forma, os especialistas indicaram os seguintes pontos críticos:

- i) a Diretoria da participação é um importante veículo de alinhamento de assuntos táticos e operacionais. Contudo, esse alinhamento deve procurar ser feito, na maioria dos casos, via Conselho de Administração;
- ii) 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;
- iii) 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*.

5. Modelo Proposto para a Relação entre *Holding* e Participações Societárias Controladas

A pesquisa bibliográfica e as entrevistas realizadas apontam que a relação entre a *holding* e as participações deve refletir as características internas e externas de cada organização de forma a maximizar o desempenho do grupo, podendo variar de participação para participação em virtude: (a) do ambiente local da participação; (b) da estratégia do grupo; (c) do ambiente interno da participação; (d) das pessoas envolvidas (*holding* e participação); e (e) de fatores políticos (Figura 5).

Contudo, observa-se que de uma forma geral, que a Governança das participações societárias possui essência, princípios básicos, pilares e práticas semelhantes às aplicadas a Governança Corporativa. Entretanto, devido ao fato dessas sociedades fazerem parte de um grupo empresarial e possuírem acionistas extremamente ativos, o alinhamento torna-se um princípio fortemente presente nessa relação. Em decorrência desse alinhamento, surge a necessidade de se atentar para a conformidade legal, ou seja, para a necessidade da segregação das personalidades jurídicas tendo em vista cada uma dessas empresas possuírem personalidades jurídicas próprias com direitos e deveres perante aos sócios e demais *stakeholders* (Figura 6).

Figura 5 - Fatores que influenciam na relação holding – Participações.

Fonte: Autores.

Figura 6 - Essência, Princípios Básicos, Pilares e Melhores Práticas da Governança de Participação Societária.

Fonte: Autores.

Figura 7 – Segregação de Identidade.
Fonte: Autores.

Essa segregação de identidade ocorre por meio do reconhecimento da personalidade jurídica, pela execução dos atos societários, pelo respeito aos órgãos de governança internos e pelo reconhecimento dos deveres e responsabilidades dos administradores de cada sociedade (Figura 7).

O alinhamento e a segregação de identidade influenciam diretamente a forma de funcionamento e organização da *holding*. A alta administração da *holding* passa a ter um importante papel de patrocinador do relacionamento com as sociedades, principalmente por meio da emissão de políticas, diretrizes e orientações estratégicas para o alinhamento e controle dessas participações. Adicionalmente, a Alta Administração busca estabelecer estruturas de coordenação e controle localizados na *holding* para orientar e acompanhar as participações (Figura 8).

A coordenação e controle podem estar sob a responsabilidade de um ou mais comitês ou unidades localizadas na *holding*, ocorrendo por meio de:

- i) Pessoas - os administradores das participações constitui um impor-

tante elo entre a controladora e a controlada, tanto do ponto de vista de alinhamento como de controle. Neste sentido, a *holding* busca: a) indicar os administradores das participações com base no perfil e competências necessárias; b) estabelecer políticas de remuneração para os administradores das participações; c) avaliar seus administradores com base nos resultados do negócio; e d) desenvolver os atuais e os potenciais administradores.

- ii) Processos - a *holding* busca alinhar suas participações por meio do compartilhamento de processos estratégicos, táticos e operacionais. Os principais processos estão relacionados: a elaboração e acompanhamento da estratégia e do orçamento; ao monitoramento da performance da participação; a aprovação de estrutura de capital, gastos de capital, desinvestimento ou aquisição de negócios, da política de dividendos e das demonstrações financeiras; a identificação e gestão dos riscos corporativos; e a indica-

ção e avaliação do Presidente e dos Diretores da participação, bem como da remuneração desses executivos.

- iii) Controle: o controle da participação deve ocorrer de forma constante, para tanto a sociedade dispõe de órgãos de controle (Assembleia, Conselho de Administração, Conselho Fiscal e Auditorias) que se instalado e funcionando adequadamente permite a execução do acompanhamento e controle das participações. Adicionalmente, a

holding busca controlar suas participações por meio, principalmente de reuniões periódicas com os administradores, por meio do resultado dos negócios e com o uso de controles internos e *compliance*.

O compartilhamento de processos, bem como mecanismos de controle, deve privilegiar os aspectos estratégicos e ser realizado de uma forma equilibrada, uma vez que o fluxo de informação não devem sobrecarregar o processo decisório da *holding*, nem muito menos paralisar as operações da controlada.

Figura 8 – A Alta Administração da *holding* e sua estrutura de coordenação e controle das participações
Fonte: Autores.

Naturalmente, os órgãos de governança das participações são influenciados pelo contexto no qual estão inseridos, ou seja, sofrem influência do alinhamento e controle realizado pela *holding*.

A Assembleia Geral da participação continua sendo o órgão soberano da sociedade, reservando matérias para a exclusiva deliberação dos sócios. Nas sociedades controladas, de uma forma geral, observa-se que sua realização possui um caráter pro forma, tendo em vista o forte poder de penetração dos acionistas por meio dos administradores. Entretanto, as Assembleias necessitam serem realizadas nas sociedades, conforme estabelecidos nos Estatutos Sociais e sempre atentando para

as responsabilidades inerentes ao poder de controle (Figura 9).

O Conselho de Administração é o órgão responsável por dirigir e monitorar, estrategicamente a participação de forma alinhada às orientações da *holding*, sem, contudo, desconsiderar as demais partes interessadas nessa relação e os deveres e responsabilidades dos administradores. O Conselho das participações possui um importante papel estratégico na relação *holding/participação*, pois é por meio de seus membros que é realizado o desdobramento das orientações estratégicas da matriz internamente à sociedade. O Conselho deve apresentar uma pluralidade de formação, sendo seus membros indicados

pela *holding* com base no perfil e competências necessárias para a função e para o negócio (Figura 9).

A Diretoria Executiva 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. A Diretoria da participação, excepcionalmente, pode ser utilizada para alinhamento de assuntos táticos e operacionais, observando as orientações do Conselho. Contudo, ressalta-se que o Conselho de Administração é o órgão responsável pelo alinhamento entre a

holding (acionista) e a participação (Figura 9).

Os órgãos de controle estão presentes nas controladas, sendo que: i) a Auditoria Independente, de uma forma geral, é única, realizando seus trabalhos na *holding* e suas controladas; ii) a Auditoria Interna, quando não presente na sociedade, é executada pela *holding*; iii) o Conselho Fiscal, cujos membros são indicados pela *holding*, estão presentes nas empresas localizadas no Brasil, sendo responsável por executar a fiscalização da gestão dos negócios, dos resultados apresentados pela administração e das variações patrimoniais (Figura 9).

Figura 9: Agentes de Governança das Participações.

Fonte: Autores.

A Figura 10 sintetiza os aspectos ressaltados anteriormente, neste capítulo. Coloca em destaque o relacionamento

entre os órgãos de governança da *holding* e suas participações, bem como a segregação de identidade inerente ao processo.

Figura 10 - Governança de Participação Societária – Sistema de Relação entre holding e controladas.
Fonte: Autores.

6. Considerações finais

O presente trabalho, de caráter exploratório, buscou compreender como ocorre a relação entre *holding* e suas controladas e quais são os fatores críticos desta relação visando propor um modelo relacional que permita mitigar possíveis conflitos de agência entre *holding* e suas participações societárias controladas.

A Governança de Participação Societária é o sistema por meio do qual as participações são dirigidas e monitoradas, sendo seu objetivo principal garantir o *compliance* dos administradores das Sociedades com os interesses do acionista e a mitigação do desalinhamento de interesses entre ambos. Para a consecução desse objetivo, a sociedade “mãe” utiliza uma série de mecanismos e instrumentos para o monitoramento e alinhamento das compa

as.

O estudo visa chamar a atenção para os instrumentos e práticas utilizados para o alinhamento e controle das participações societárias de um grupo. Participações, essas, que apesar de constituírem divisões na *holding* e seus administradores estarem representados nos seus organogramas internos, possuem personalidade jurídica própria e seus administradores deveres e responsabilidades estabelecidos em lei. Logo, os instrumentos e práticas devem respeitar os agentes de governança das participações, os deveres e responsabilidades de seus administradores, a segregação de identidade das sociedades e as boas práticas. A desconsideração dos limitadores dessa relação pode levar à descaracterização das personalidades jurídicas, fazendo com que os objetivos de segregação de

riscos, dívidas, entre outros, sejam ameaçados.

Adicionalmente, buscou-se contribuir para os estudos de Governança Corporativa uma vez que no decorrer do trabalho, poucos estudos foram encontrados abordando a natureza e complexidade da relação entre *holding* e participações. Além disso, observa-se que os principais escândalos corporativos (Enron, Allied Irish Bank, etc) ocorreram em participações societárias controladas por uma *holding*. Esta última, em tese, possui a maioria dos mecanismos e instrumentos de governança recomendados pelos órgãos reguladores e institutos de governança. Logo, o artigo busca trazer para a discussão da Governança Corporativa os instrumentos e práticas utilizados na Governança das participações societárias, tendo em vista a dificuldade de se estudar o tema, em virtude da falta de acesso à gestão interna dos grandes grupos e, conseqüentemente, a obtenção de informações.

A pesquisa realizada concentrou seus estudos em participações societárias operacionais, controladas, fechadas e com estrutura típica de Sociedade Anônima. Dessa forma, sugere-se o desenvolvimento de outros trabalhos no intuito de analisar: i) a Governança de Participação Societária de outros grupos empresariais; ii) a aplicação das Melhores Práticas de Governança Corporativa nas participações societárias; iii) a Governança de Participação Societária em sociedades coligadas; iv) a Governança de Participação Societária em participações não operacionais; v) a gestão de riscos, controles internos e *compliance* em grupos empresariais; vi) cada um dos órgãos de governança das participações.

Referências

- AGUILERA, R.; JACKSON, G. Comparative and International Corporate Governance. **The Academy of Management Annual**, v. 4, no. 1, p. 485-556, 2010.
- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança Corporativa: Fundamentos, Desenvolvimento e Tendências**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- BRASIL. Lei n. 6404, 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm> Acesso em: 30 jan. 2011.
- BRELLOCHS, J. **The Corporate Governance of Subsidiaries in Multinational Corporations: Theoretical Analysis and Empirical Evidence from Europe**. Berlin: VDM Verlag, 2008.
- COELHO, F. U. **Curso de Direito Comercial**. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2003.
- CRESWELL, J. W. **Projeto de Pesquisa: Métodos Qualitativo, Quantitativo e Misto**. 3. ed. Porto Alegre: Artmed, 2010.
- DI MICELI, A. **Governança Corporativa no Brasil e no Mundo**. São Paulo: Elsevier, 2010.
- DI MICELI, A. Governança Corporativa: práticas emergentes, questões comportamentais e panorama atual no Brasil. In: SEMINÁRIO GOVERNANÇA CORPORATIVA E SOCIETÁRIA: MELHORES PRÁTICAS E AS QUESTÕES ATUAIS DA LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA, 4., 2011, Rio de Janeiro. **Trabalho apresentado...** Rio de Janeiro: Universidade Petrobras, 2011.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4. ed. São Paulo, 2009.
- KIEL, C. G.; HENDRY, K.; NICHOLSON, G. J. Corporate governance options for the local subsidiaries of multinational enterprises. **Corporate Governance**, [S.l.], v. 14, no. 6, p. 568-576, 2006.
- KIM, B.; PRESCOTT, J. E.; KIM, S. M. Differentiated governance of foreign subsidiaries in transnational corporations: an agency theory perspective. **Journal of**

International Management, [S.l.], v. 11, p. 43-66, 2005.

OLIVEIRA, A. A. de. Controle de subsidiárias de uma multinacional. Separata de: INSTITUTO BRASILEIRO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA. **Governança Corporativa: Estrutura de Controle Societário**. São Paulo: Saint Paul, 2009. p. 109-124.

OLIVEIRA, D. P. R. **Holding, administração corporativa e unidade estratégica de negócio: uma abordagem prática**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, E. C. da. **Governança Corporativa nas Empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

SINGH, D. A.; GAUR, A. S. Business group affiliation, firm governance and firm performance: Evidence from China and India. **Corporate Governance: An International Review**, [S.l.], v. 17, no. 4, p. 411-425, 2009.

STRIKWERDA, J. An entrepreneurial model of corporate governance: devolving powers to subsidiary *boards*. **Corporate Governance**, [S.l.], v. 3, no. 2, p. 38-57, 2003.

_____. **How to combine a group strategy with subsidiary governance**. Amsterdam: Amsterdam Business School, 2009. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=1426806>>. Acesso em: 30 jan. 2011.

TRICKER, R. I. **International Corporate Governance**. New York: Prentice Hall, 1994.

YIN, R. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.

Apêndice I – Categorias, Pressupostos e Perguntas da Pesquisa

Categoria	Pressuposto Elaborado com Base na Bibliografia	Principais Perguntas
Essência, princípios, pilares e práticas	A Governança de Participação societária possui: i) a ética como essência; 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.	1.1. A Governança de Participações possui: (i) a ética como essência? (ii) a transparência, equidade, prestação de contas e responsabilidade corporativa como princípios? (iii) o acionista, o CA, a DE, a Auditoria e o CF como pilares? (iv) A sustentabilidade como a melhor prática?
Origem das participações societárias	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.	2.1. Por que a <i>holding</i> constitui sociedades? 2.2. Os principais fatores estão relacionados a aspectos estratégicos, legais, fiscais e de risco?
Compartilhamento de papéis entre <i>holding</i> e participação societária	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.	3.1) Verifica-se um divisão de papéis e responsabilidades entre a <i>holding</i> e as participações? 3.2) Essa divisão varia de sociedade para sociedade? 3.3) Os três principais fatores são o ambiente local, a estratégia do grupo e o ambiente interno?
A Alta Administração da <i>holding</i> como patrocinador, orientador e estruturador da relação com as participações	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.	4.1) A Governança de Participação Societária deveria ser patrocinada pela alta administração da <i>holding</i> ? 4.2) A <i>holding</i> deve definir estruturas de coordenação e supervisão dos negócios? 4.3) A <i>holding</i> deve orientar, coordenar e supervisionar suas participações, sem, contudo, interferir na autonomia jurídica de cada sociedade?
Coordenação e supervisão dos negócios das participações pela <i>holding</i>	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>).	5.1) A <i>holding</i> deve orientar, coordenar e supervisionar os negócios de suas participações por meio Pessoas, Processos e Controle? 5.2) Pessoas, processo e controle são os três principais processos de coordenação e supervisão dos negócios das participações pela <i>holding</i> ?
A Assembleia como instrumento de governança	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.	6.1) O uso do poder de voto numa AG é utilizado no caso de participações societárias que possuam um único acionista? Qual o papel da AG em uma subsidiária integral? 6.2) No caso de controladas, que apresentem mais de um sócio, o poder de voto é utilizado? Qual o papel da AG em uma controlada
O CA como instrumento de governança	O CA é o órgão responsável por dirigir e monitorar, estrategicamente, a participação de forma alinhada às orientações estratégicas da <i>holding</i> , sem, contudo, desconsiderar as demais partes interessadas nessa relação e os deveres e responsabilidades dos administradores.	7.1) Qual o papel de um Conselho de Administração em uma participação? 7.2) Como fica os deveres e responsabilidades dos administradores?
A DE como instrumento de governança	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.	8.1) Qual o papel da Diretoria Executiva em uma participação societária?

Quadro 2 - Categorias, perguntas e pressupostos.

Fonte: Autores.