

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS  
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

JÉSSICA MARIA DE OLIVEIRA

**CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO, BOARD INTERLOCKING E ANÁLISE DE  
REDES DAS EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA DA B3**

Sorocaba/SP  
2022

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS  
CENTRO DE CIÊNCIAS EM GESTÃO E TECNOLOGIA  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO

JÉSSICA MARIA DE OLIVEIRA

**CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO, BOARD INTERLOCKING E ANÁLISE DE  
REDES DAS EMPRESAS LISTADAS NO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA  
CORPORATIVA DA B3**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-  
Graduação em Engenharia de Produção –  
Campus Sorocaba, para obtenção do título de  
Mestre em Engenharia de Produção.

Orientação: Prof. Dra. Patrícia Saltorato.

Sorocaba/SP  
2022

Oliveira, Jéssica Maria de

Conselhos de Administração, Board Interlocking e  
Análise de Redes das empresas listadas no Nível 2 de  
Governança Corporativa da B3 / Jéssica Maria de  
Oliveira -- 2022.  
97f.

Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal de São  
Carlos, campus Sorocaba, Sorocaba  
Orientador (a): Patrícia Saltorato  
Banca Examinadora: Patrícia Saltorato, Elaine da  
Silveira Leite, Julio Cesar Donadone  
Bibliografia

1. Board Interlocking. 2. Conselhos de Administração. 3.  
Governança Corporativa. I. Oliveira, Jéssica Maria de. II.  
Título.

Ficha catalográfica desenvolvida pela Secretaria Geral de Informática  
(SIn)

DADOS FORNECIDOS PELO AUTOR



## UNIVERSIDADE FEDERAL DE SÃO CARLOS

Centro de Ciências em Gestão e Tecnologia  
Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção

---

### Folha de Aprovação

---

Defesa de Dissertação de Mestrado da candidata Jéssica Maria de Oliveira, realizada em 21/06/2022.

#### Comissão Julgadora:

Profa. Dra. Patrícia Saltorato (UFSCar)

Profa. Dra. Elaine da Silveira Leite (UFPEl)

Prof. Dr. Julio Cesar Donadone (UFSCar)

O Relatório de Defesa assinado pelos membros da Comissão Julgadora encontra-se arquivado junto ao Programa de Pós-Graduação em Engenharia de Produção.

*Dedico este trabalho aos meus pais Nilcéia e Eduardo,  
ao meu namorado Michel e à tia Vânia.  
A vocês, minha família, todo meu amor e gratidão.*

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a Deus e Nossa Senhora Aparecida. “Eis que Deus é o meu ajudador; o Senhor é quem sustenta a minha vida.”(SALMOS 54:4).

A minha família. Aos meus pais, Nilcéia e Eduardo, por tudo, por sempre incentivarem, investirem e priorizarem a minha Educação. Ao meu namorado, Michel, pelo apoio, incentivo, ajuda, companheirismo e paciência desde sempre. À tia Vânia, pelo exemplo de fé, força e coragem.

A minha orientadora, Prof.<sup>a</sup> Patrícia Saltorato, pela ajuda, por acreditar no meu trabalho desde a Graduação e por mostrar novos caminhos através da área acadêmica.

À Prof.<sup>a</sup> Elaine Leite e Prof. Júlio Donadone, por aceitarem compor a minha banca, pela leitura do meu trabalho, pelos comentários e colaborações.

Ao secretário da Pós, Felipe Marques, pela excelência e cordialidade em que desempenha seu trabalho.

Às amigas que fiz no mestrado. Daiane, Geraldo e Wesley, muito obrigada pela parceria e por tudo que compartilhamos.

À UFSCar Sorocaba, por contribuir com a minha formação desde a Graduação.

À CAPES, pela bolsa de estudo concedida.

*“I will take the Ring, though I do not know the way.”  
(Frodo Baggins, The Fellowship of the Ring).*

## RESUMO

OLIVEIRA, Jéssica Maria de. Conselhos de Administração, Board Interlocking e Análise de Redes das empresas listadas no nível 2 de Governança Corporativa da B3. 2022. 91 f. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de São Carlos, *campus* Sorocaba, Sorocaba, 2022.

Esta dissertação tem como objetivos explorar as características intrínsecas dos Conselhos de Administração, verificar a conformidade desses conselhos com as boas práticas de Governança Corporativa estabelecidas e explorar o Board Interlocking existente nos Conselhos de Administração, com o auxílio de Análise de Redes e também o levantamento da composição acionária das empresas estudadas, que constituem uma amostra composta pelo Nível 2 de Governança Corporativa da B3 no ano de 2017. Para tanto, foi realizada uma pesquisa de cunho teórico, em que a coleta de dados para o alcance dos objetivos foi concretizada por meio de uma Pesquisa Bibliográfica e Documental. Para a análise de redes do Board Interlocking, utilizou-se o software Gephi, para desenhar as redes de interesse e realizar o cálculo de medidas como Modularidade, Centralidade de Intermediação, Centralidade de Grau e Centralidade de Proximidade. Os resultados que tangem as características dos Conselhos de Administração mostraram conselheiros com vasta trajetória profissional e legitimidade acadêmica, pouca participação feminina, além de conselhos compostos prioritariamente por familiares. Já os resultados em relação à conformidade dos Conselhos de Administração com as boas de Governança Corporativa demonstraram tamanhos dos conselhos adequados com a legislação, CEOs/Vice-CEOs acumulando também a posição de Chairman/Vice-Chairman e mais uma vez a questão de familiar com domínio na composição do conselho. Por fim, para os resultados de Board Interlocking, um primeiro levantamento demonstrou que 80,9% dos conselheiros das empresas estudadas estavam em Board Interlocking, ou seja, participavam de ao menos dois conselhos, e proporcionaram à amostra conexões com 789 organizações. Das 20 empresas, apenas 2 (AES Tietê e da AES Eletropaulo) conectavam-se diretamente por meio do Board Interlocking. Um segundo levantamento avaliou o Board Interlocking Inter-Conselhos, em que 14 das 20 empresas estudadas possuíam dois ou mais conselheiros atuando juntos em outras 46 empresas não listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da B3. Um terceiro levantamento verificou que um subconjunto de 42 empresas não listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da B3 (do total de 789) que conectam 18 empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa (das 20), com exceção da Celesc e da Gol. Uma análise de redes por meio do Gephi foi feita para o terceiro levantamento, em que 5 clusters foram identificados; AES Eletropaulo, AES Tietê, Marcopolo e Renova possuíam maior centralidade de grau e intermediação; ABDIB, IBGC, AMEC, AES Tietê e AES Eletropaulo maior indicador de proximidade. Também foram levantados dados da posição acionária das 20 empresas, em que 7 dessas compartilham investidores em comum, e essa rede foi desenhada em conjunto com o terceiro levantamento, a fim de verificar fatores que podem complementar as relações corporativas. Com isso, o Board Interlocking mostrou-se um fator primordial para a análise de redes principalmente pelo Conselho de Administração contar com diversos membros que proporcionam as mais variadas conexões, e a exemplo da posição acionária, para trabalhos futuros, questões subjacentes podem ser somadas a fim de deixar mais claros os laços corporativos e a complexidade das redes formadas por eles.

Palavras-chave: Conselhos de Administração. Governança Corporativa. Board Interlocking. Análise de Redes. Posição Acionária.



## ABSTRACT

This dissertation aims at exploring the intrinsic characteristics of the Board of Directors, verifying the conformity of such boards with the established good practices of Corporate Governance while also exploring the Board Interlocking that exists in said boards with the help of Network Analysis. It also aims to map the shareholder composition of the studied companies composed by a sample of Level 2 of Corporate Governance of B3 from the year 2017. For that, we used a theory-based research in which the data collection in order to reach the objectives was achieved through a bibliographic and documental research. In order to analyze the networks of the Board Interlocking, we used the Gephi software to draw the networks of interest and make the measurements of Modularity, Intermediation Centrality, Degree Centrality and Proximity Centrality. The results regarding the characteristics of the Board of Directors shows board members with notable professional careers and academic legitimacy, little feminine participation and boards composed mostly by family members. The results regarding the conformity of the Board of Directors with the good practices of Corporate Governance show that the size of the boards to be in accord to the legislation, CEOs/Vice-CEOs holding also the positions of Chairman/Vice-Chairman and once more the issue of family members with control of the board composition. Last, the results for Board Interlocking, one research showed that 80,9% of the board members of the analyzed companies were interlocked, meaning that they participated in at least two different boards, connecting the sample to other 789 organizations. Of the 20 companies, only 2 (AES Tietê and AES Eletropaulo) connected directly through the Board Interlocking. Another analysis assessed the inter-board Board Interlocking in which 14 of the 20 assessed companies had two or more board members acting together in another 46 companies not listed At the Level 2 of the Corporate Governance of the B3. A third analysis showed that a subset of 42 companies not listed at the Level 2 of Corporate Governance of B3 (from the total of 789) which connect 18 companies listed at Level 2 of Corporate Governance (of the 20), with the exception of Celesc e and Gol. A network analysis was made using Gephi, identifying 5 clusters; AES Eletropaulo, AES Tietê, Marcopolo and Renova had a higher degree centrality and intermediation; ABDIB, IBGC, AMEC, AES Tietê and AES Eletropaulo had higher proximity indicator. We also gathered data for the shareholder position of the 20 companies, in which 7 of them share investors. This network was drawn in tandem with the third analysis to verify which factors could complement the corporate relations. The Board Interlocking proved to be, therefore, a primordial factor to the network analysis, specially by the fact that the Board of Directors has several members that provide a myriad of connections. For future works, taking the shareholders position, underlying questions could also be analyzed in order to make clarify the corporate ties and the complexity of the networks made by them.

**Keywords:** Board of Directors. Corporate Governance. Board Interlocking. Network Analysis. Shareholders Position.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Alinhamento e Entrincheiramento na Posição Acionária .....	30
Figura 2 – Parametrização da distribuição Fruchterman e Reingold no Gephi.....	54
Figura 3 – Esboço preliminar da rede pela Fruchterman e Reingold no Gephi .....	54
Figura 4– Parametrização da distribuição Force Atlas 2 no Gephi .....	55
Figura 5– Esboço preliminar da rede pela Force Atlas 2 no Gephi.....	56
Figura 6 – Modularidade da Rede .....	57
Figura 7– Centralidade de Grau da Rede.....	58
Figura 8 – Centralidade de Intermediação da Rede.....	59
Figura 9 – Centralidade de Proximidade da Rede .....	60
Figura 10 – Modularidade da Rede Acionária das 20 empresas do N2-GC-B3 .....	74
Figura 11– Centralidade de Grau da Rede Acionária das 20 empresas do N2-GC da B3 .....	75
Figura 12 – Centralidade de Intermediação da Rede Acionária das 20 empresas do N2-GC da B3 .....	76
Figura 13 – Centralidade de Proximidade da Rede Acionária das 20 empresas do N2-GC da B3 .....	77
Figura 14 – Rede formada pela posição acionária e BI com conjunto de empresas expandido do N2-GC da B3 .....	78

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Empresas, composição dos conselhos de administração e conselheiros independentes .....	37
Tabela 2 – Relações de Parentesco nos Conselhos de Administração .....	39
Tabela 3 – Conselheiros em situação de do Board Interlocking por conselho/empresa .....	43
Tabela 4 – Conselheiros da amostra com maior número de conexões .....	45
Tabela 5 – Board Interlocking entre conselheiros de cada uma das empresas pesquisadas (listados no N2-GC-B3) .....	46
Tabela 6 – Board Interlocking entre Empresas do N2-GC-B3 e outras 42 Organizações .....	48
Tabela 7 – Board Interlocking conectando 18 Empresas do N2-GC-B3 a outras 42 Organizações .....	50
Tabela 8 – Posição acionária das empresas do N2-GC-B3 .....	61

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1– Caracterização dos Conselheiros Independentes segundo a B3, CVM e IBGC.....	35
Quadro 2 – Chairmen/Vice-Chairmen e CEOs/Vice-CEOs das empresas listadas no Nível 2 de GC da B3 .....	40
Quadro 3 – Compilado de características acionárias.....	68

## **LISTA DE GRÁFICOS**

Gráfico 1 – Setor de atuação das empresas listadas .....	38
Gráfico 2 – Formação Acadêmica dos conselheiros .....	42
Gráfico 3 – Histograma Outros Acionistas.....	70

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

GC-N2	Nível 2 de Governança Corporativa
BI	Board Interlocking
GC	Governança Corporativa
B3	Bolsa de Valores Brasileira
CAM	Câmara de Arbitragem do Mercado
CEO	Chief Executive Officer
OPA	Oferta Pública de Aquisição (OPA)
CMPGC	Código Melhores Práticas de Governança Corporativa

## SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	17
2 REVISÃO DA LITERATURA.....	19
2.1 TEORIA DA AGÊNCIA.....	21
2.2 BOARD INTERLOCKING NO CONTEXTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA .....	24
2.3 ANÁLISE DE REDES SOCIAIS .....	27
2.4 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE.....	29
2.4.1 Consequências .....	29
2.4.2 Causas.....	31
2.4.2.1 Tamanho da Firma.....	31
2.3.2.2 Instabilidade do Mercado .....	32
2.3.2.3 Estrutura de Capital .....	32
3. METODOLOGIA.....	32
4. RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	33
4.1 REQUISITOS LEGAIS DO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3 .....	34
4.2 COMPOSIÇÃO DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO DAS EMPRESAS DO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3.....	37
4.3 BOARD INTERLOCKING ENTRE CONSELHEIROS DO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3 .....	43
4.3.1 Board Interlocking Intra-Conselhos .....	45
4.3.2 Board Interlocking Inter-Conselhos .....	47
4.3.3 Análise de redes das empresas.....	53
4.3.3.1 Modularidade.....	57
4.3.3.2 Centralidade de Grau .....	58
4.3.3.3 Centralidade de Intermediação .....	59
4.3.3.4 Centralidade de Proximidade.....	60
4.4 POSIÇÃO ACIONÁRIA.....	61
4.4.1 Características Gerais da posição Acionária .....	61
4.4.1.1 Ações Ordinárias e Ações preferenciais.....	69
4.4.1.2 Big Three .....	69
4.4.1.3 Internacionalização da Gestão .....	69
4.4.1.4 Tesouraria e Outros acionistas.....	70
4.4.1.5 Posição acionária, artifícios e Governança Corporativa.....	71
4.4.2 Análise de Redes das Posições Acionárias.....	73
4.4.2.1 Modularidade da Rede Acionária.....	73
4.4.2.2 Centralidade de Grau da Rede Acionária .....	74

4.4.2.3 Centralidade de Intermediação da Rede Acionária .....	75
4.4.2.4 Centralidade de Proximidade da Rede Acionária.....	76
5. BOARD INTERLOCKING VERSUS COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA .....	77
6. PANORAMA DA LITERATURA PARA OS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E BOARD INTERLOCKING .....	79
7. CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	83
REFERÊNCIAS .....	91
APÊNDICES .....	95
APÊNDICE A .....	95
APÊNDICE B.....	97



## 1 INTRODUÇÃO

Nos EUA, as exigências criadas pela Lei Sarbanes-Oxley em que sucederam as fraudes contábeis e os escândalos financeiros envolvendo grandes empresas de capital aberto (Enron, World.com, Tycon, etc.) no início dos anos 2000 representaram importantes catalisadores para as discussões envolvendo a questão da Governança Corporativa. No Brasil, a partir do fim da década de 90 esse debate vem engajando um número cada vez maior de atores atinentes à ascensão do subespaço das finanças junto ao campo econômico nacional e mais especificamente junto às empresas brasileiras, tendo como marcos: a reforma da Lei das Sociedades Anônimas (Lei das SAs), e a revitalização do mercado de capitais nacional por meio da criação de diversos níveis de Governança Corporativa (GRÜN, 2003).

A atuação/composição dos conselhos de administração das empresas nacionais de capital aberto pode ser considerada um dos principais mecanismos através do qual se manifestam as disposições legais (previstas pela Lei das SAs) traduzidas em diretrizes de Governança Corporativa em cinco segmentos de listagem<sup>1</sup> na Bolsa de Valores Brasileira (B3).

Assim, ao considerar ainda as atribuições dos conselhos de administração, especialmente aquelas ligadas ao monitoramento dos gestores das empresas de capital aberto na B3, destaca-se, entre outras exigências legais, a presença de conselheiros independentes nos conselhos das empresas que atuam nos segmentos de listagem do Novo Mercado e do Nível 2 de Governança Corporativa (GC-N2). Outra restrição às empresas listadas nestes segmentos se refere ao acúmulo das posições de presidente executivo da empresa e presidente do conselho por uma mesma pessoa.

A presença de conselheiros independentes nos conselhos de administração, isto é, conselheiros que sejam externos à empresa, potencializa a possibilidade de que eles pertençam a mais de um conselho simultaneamente e configura o fenômeno do Board Interlocking (BI), isto é, a formação de uma rede de empresas conectadas por meio da participação cruzada de conselheiros que ocupam assentos em seus conselhos. Muitos estudos analisam os efeitos positivos e negativos (FICH; WHITE, 2005; SANTOS; SILVEIRA, 2007) da atuação dessas redes.

Entre os aspectos positivos associados ao do Board Interlocking, estão o fortalecimento de laços corporativos visando à facilidade de acesso a recursos, clientes e credores (MOL;

---

<sup>1</sup> Os cinco níveis de governança corporativa são: Bovespa Mais, Bovespa Mais 2, Novo Mercado, Nível 1 de GC e Nível 2 DE GC.

2001); a difusão de inovações e ferramentas organizacionais entre as empresas conectadas, o que aumenta assim o isomorfismo organizacional<sup>2</sup> entre elas; os ganhos decorrentes da experiência profissional de dirigentes externos e a possibilidade destas redes de empresas atuarem exercendo influência conjunta sobre o ambiente em que atuam, com a busca de potenciais vantagens competitivas para si. Diretamente associada ao exercício de tal poder de influência está a possibilidade desses conselheiros (no âmbito da atuação dos conselhos que eles coabitam) de forma relativamente coesa, priorizar quais ideias, valores, crenças, mitos e ritos organizacionais serão reproduzidos/difundidos (ou banidos) em detrimento de outros, o que configura um dos maiores ganhos simbólicos associados à formação/atuação de tais redes. Tal coesão no poder de decisão, apesar de poder ser considerada positiva, pode também ser considerada um aspecto negativo quando associado ao do Board Interlocking, dependendo de quais sejam os valores a incluir e excluir relacionados especialmente à luz de conflitos de interesses que podem advir dessa situação, envolvendo, por exemplo, acionistas minoritários (ARRUDA; MADRUGA; FREITAS JUNIOR, 2009). Ao levar em consideração esse aspecto de conflito de interesses, Leite (2007) afirma que a Governança Corporativa está diretamente relacionada à ascensão dos acionistas minoritários.

Já como aspectos negativos do Board Interlocking estão relacionados à divulgação de resultados contábeis duvidosos e comportamentos éticos equivocados por meio dos conselheiros (RIBEIRO; COLAUTO, 2016).

A atuação dos Conselhos de Administração, suas atribuições de monitoramento das decisões tomadas pelos dirigentes e de determinação das diretrizes estratégicas da empresa com a defesa dos interesses dos acionistas, bem como as obrigações legais e os preceitos de transparência da Governança Corporativa que regem a atuação das empresas de capital aberto no Brasil, além do potencial formação de redes sociais conectando essas empresas se traduzem em um relevante tema de pesquisa.

O trabalho visa explorar as empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da B3. Esse segmento foi escolhido pelas regras transparentes e diferenciadas de Governança Corporativa que vão além das obrigações mínimas que as companhias apresentam diante da Lei das SAs. No Nível 2 de Governança Corporativa da B3 estão presentes as ações ordinárias e as preferenciais. O que difere os dois tipos de ações é que a primeira também dá direito ao voto em assembleia, além da remuneração. O Nível 2 de Governança Corporativa está somente atrás

---

<sup>2</sup> Isomorfismo Organizacional é a tendência de empresas que estão em um mesmo ecossistema de trabalharem de forma semelhante.

do Novo mercado na B3 em termos de maturidade de boas práticas de Governança, uma vez que o segundo só permite as ações ordinárias, com o intuito de também levar as decisões aos acionistas minoritários. Entretanto, a participação em Assembleia pelos acionistas minoritários não garante poder, uma vez que a tomada da decisão ainda fica centrada nos acionistas majoritários por possuírem uma fatia maior de participação na empresa. Com a soma desses fatores de não garantia de poder pelo tipo de ação, e também a presença de uma amostra significativa e diversificada de empresas foi escolhido o Nível 2 de Governança Corporativa para a execução do trabalho.

Já o ano de 2017 foi escolhido já que se trata de um período interessante para estudo, uma vez que configurou a formação da B3, por meio da fusão da BM&FBOVESPA (Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo) com a CETIP (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos).

Como objetivos de estudo dos Conselhos de Administração das empresas listadas, três vieses serão levantados. O primeiro diz respeito às características de seus membros, como formação acadêmica e percentual de homens e mulheres que o compõem. O segundo aspecto avalia a conformidade dos Conselhos de Administração de acordo com as boas práticas de Governança Corporativa estabelecidos para o Nível 2 de listagem, com foco no tamanho do conselho, avaliação de conselheiros independentes, presença de familiares e acúmulo de cargos. Por fim, o último aspecto explora o Board Interlocking existente nos Conselhos de Administração das empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da B3, com o auxílio de ferramentas para análise de redes e também análise da composição acionária das empresas estudadas.

## **2 REVISÃO DA LITERATURA**

Segundo Hirshleifer (1993), as estruturas interorganizacionais operam dentro de um contexto social amplo, onde as relações desempenham papel importante na reprodução dos fluxos de informação entre as organizações, transmitindo normas sociais, valores e estratégias entre as elites corporativas.

Os potenciais conflitos de interesse advindos da separação entre propriedade e controle das empresas a partir do início do século XX, foi primeiro assinalado por Berle e Means (1932) e depois retomado por Coase (1937), por Jensen e Meckling (1976) e por Fama e Jensen (1983).

Segundo Chandler (1962), o surgimento da grande corporação americana se alicerça em diversos arranjos institucionais e dentre estes, destaca-se a institucionalização do campo

gerencial, uma transformação fundamental na organização das maiores economias de mercado do mundo no início do século XX, que produziu a construção do “homem de negócios” ou o gerente (SALTORATO; BENATTI, 2017). Até meados da década de 1970, estes eram reconhecidos como símbolos legítimos do sucesso do capitalismo gerencial, tornando-se cada vez mais independentes dos proprietários das empresas que dirigiam. Porém, a crise de lucratividade que atingiu as grandes empresas americanas a partir de 1970 deflagrou um questionamento dos proprietários acerca do papel dos gerentes frente à condução das mesmas, pois ao mesmo tempo em que estes eram reconhecidos como mestres nesta função, a assimetria de informações entre esses dois atores impunha dificuldade aos primeiros em monitorar as ações dos segundos (SALTORATO; BENATTI, 2018).

Os desdobramentos dessa crise de lucratividade a desregulamentação financeira promovida pela *Reaganomics*<sup>3</sup>, e o consequente aumento da dominância dos atores da esfera financeira à frente da gestão das empresas de capital aberto impuseram novos instrumentos de controle e monitoramento gerencial.

De acordo com Froud et al.(2000), esse tipo de desregulamentação fomentou a possibilidade de uma atuação mais incisiva, assertiva e coesa desses atores do mercado financeiro que passaram a pressionar a hierarquia gerencial por maiores retornos sobre seus investimentos, em nome da valorização dos direitos dos acionistas (*shareholder value*), para tanto, demandando, inclusive, assentos nos conselhos de administração das mesmas.

O contexto de valorização dos direitos dos acionistas, consolidado por meio da atuação coordenada/conjunta dos investidores institucionais junto à administração das empresas investidas; somada à desregulamentação promovida pela *Reaganomics*<sup>3</sup> e à influência exercida pelos economistas-financistas, elegeram as formulações da Teoria da Agência (JENSEN; MECKLING, 1976), como aquelas capazes de ao mesmo tempo minimizar a assimetria de informações entre proprietários e acionistas/proprrietários e alinhar os interesses entre esses dois atores, fomentando assim, o monitoramento dos gerentes pelos investidores externos dentre outros atores do mercado de capitais. A atuação dos investidores institucionais no monitoramento do desempenho das empresas investidas passava assim a buscar na linguagem financeira, um denominador comum para a condução das diferentes firmas e nas formulações

---

<sup>3</sup> *Reaganomics* é um termo popular que se refere às políticas econômicas de Ronald Reagan, o quadragésimo presidente dos Estados Unidos (1981–1989) e consistiam em cortes de impostos, menos gastos sociais, aumento dos gastos militares e a desregulação do mercado domésticos.

da Teoria da Agência, uma base *científica* e legítima para uma nova concepção para o controle das empresas (FLIGSTEIN, 2001).

## 2.1 TEORIA DA AGÊNCIA

Jensen e Meckling (1976) questionavam o modo como as empresas americanas estavam sendo gerenciadas, sugerindo que os interesses de gerentes e acionistas estavam fora de sintonia, uma vez que os primeiros priorizariam seus interesses próprios em vez dos interesses dos acionistas. Segundo os autores, os gerentes empregavam os lucros dos negócios na expansão das empresas buscando justificativas para sua manutenção nas companhias, buscando maximizar assim o tamanho da corporação e não sua lucratividade. Ou seja, os gerentes preferiam estabilidade em vez de lucratividade, por perceberem que a primeira garantiria sua perpetuação na empresa. Além disso, os gerentes afastavam a possibilidade de monitoramento dos acionistas, dominando os conselhos de administração, onde as decisões são tomadas. E como resultado dessa ação, as empresas teriam se tornado indústrias colossais ingerenciáveis.

Segundo Kelly et al. (1993), a Teoria da Agência teria uma limitação significativa sobre a firma e o ambiente intercorporativo no qual ela os dirigentes atuam, para o qual fornece uma conceituação antissocial de mercado onde os atores são atomísticos e não sofrem influências das relações sociais. Assim, a Teoria da Agência ao se basear em uma visão subsocializada da ação gerencial, altamente divorciada do contexto social, descreve o comportamento motivado principalmente pela maximização dos interesses. Uma vez que a ação gerencial, tal qual a ação social está embebida em estruturas sociais e não é determinada somente pelos incentivos econômicos (GELETKANYCZ; HAMBRICK, 1997), a eficácia do potencial alinhamento entre os interesses de dirigentes e acionistas por mudanças no esquema remuneratório dos primeiros, via *stock options*, por exemplo, segundo pregação da Teoria da Agência, pode ser questionando.

Grün (2003) discorre sobre a nova representação de empresa relacionada à Governança Corporativa, um dos frutos da institucionalização das prescrições da Teoria da Agência fomentou uma oposição entre os antigos membros da comunidade direta ou indiretamente relacionada à empresa, os *stakeholders* e os *shareholders* (SALTORATO; BENATTI, 2018).

A legitimidade sobre a condução/destino da empresa não emanaria mais de interesses comuns difusos dos primeiros atores, mas sim, dos interesses dos segundos, os donos de ações da mesma. Segundo o autor ainda, a *boa* governança corporativa consagrou o entendimento de que as empresas são dos acionistas e, que o poder dos administradores profissionais é espúrio e deve ser constantemente monitorado para *alinhar seus interesses* aos dos verdadeiros donos.

Tal pressuposto legitimado pela Teoria da Agência e comungado pelos atores presentes à construção do campo da gestão voltada para a ideologia *Shareholder Value* acabou por institucionalizar as prescrições dessa teoria como provedoras de uma forma superior para mediar a relação entre tais atores (SALTORATO; BENATTI, 2018)..

De acordo com Dobbin e Jung (2010), os teóricos da agência prescreveram mudanças para a governança corporativa e a estratégia das empresas visando ao monitoramento e controle das ações gerenciais, que foram empregadas pelas grandes firmas americanas, e destacam-se:

- A necessidade de alteração dos sistemas de remuneração dos gerentes, que antes era baseado no tamanho da empresa e deveria passar a considerar o valor das suas ações;
- Substituição do emprego de lucros para a expansão por alavancagem e contração de dívidas;
- A necessidade de de-diversificação, com o foco dos gerentes no *core-business* da empresa, enquanto os investidores focariam na diversificação do portfólio da empresa e;
- A necessidade da formação de conselhos administrativos externos, menores e independentes.

Duas das prescrições acima, segundo Dobbin e Jung (2010), teriam tido um impacto desastroso na gestão das grandes empresas de capital aberto devido ao incentivo à assunção de riscos em curto prazo. No caso da primeira prescrição, os gerentes foram incentivados a correr riscos (para buscar a valorização do valor da ação da empresa no curto prazo, o que valorizaria seus ganhos variáveis), ao mesmo tempo em que se viram livres de punições no caso de desvalorização, potencializando tanto seu enriquecimento quanto um ambiente mais arriscado para os negócios. No caso da segunda prescrição, o financiamento através de dívidas mais uma vez incentivou a assunção de riscos por parte dos gerentes, aumentando a vulnerabilidade corporativa, especialmente em momentos de crises. Segundo os autores, várias pesquisas mostraram que em relação à terceira prescrição, a correlação entre de-diversificação e desempenho provou-se, no máximo, fraca. E em relação à composição dos conselhos americanos, apesar destes terem se tornado menores (não sem resistência pelas empresas); e apesar de 80% serem *considerados* conselheiros externos, menos de 60% eram de fato, independentes; pois muitos dos conselheiros externos possuíam ligações das mais variadas naturezas com os executivos internos, tendo sido por eles nomeados para assumir tais assentos; na teoria aqueles representariam os acionistas, mas na realidade operavam sob a tutela do CEO. Além disso, as empresas não cumpriram a diretriz de separar os cargos de CEO e de Chairman.

Em 2002, o governo americano estabeleceu a legislação Sarbanes Oxley (que posteriormente teve reflexos em outros mercados de capitais, como a Lei das SAs no Brasil) e

a Governança Corporativa como formas de controlar as empresas de aberto e os riscos de fraudes a elas associados, visando garantir a transparência das empresas e intensificar o controle das mesmas por atores do mercado de capitais, convergindo (ou confundindo-se) com um processo de financeirização, instaurador de um ponto de vista financeiro sobre a empresa, onde a valorização do retorno para os acionistas e a liquidez dos ativos são tidos como prioritários na condução das empresas, gerando conflitos entre *stakeholders* e *shareholders* e, com isso, opondo os modos de pensar e agir sobre as mesmas.

De acordo com Saltorato e Benatti (2017), a estagflação (inflação e falta de crescimento econômico) da década de 1970, o fraco desempenho das ações das empresas e o espectro do avanço da dominação japonesa sobre a indústria automotiva e de tecnologia levaram as empresas americanas da Fortune 500 a uma busca (se) e do que estaria errado com o modelo de gerenciamento americano. Segundo os autores, as respostas vieram de todos os cantos, questionando desde as políticas de recursos humanos, passando pelos rígidos padrões de produção fordista e desembocando na governança corporativa e na estratégia dos negócios, quando então, a Teoria da Agência ofereceu prontamente um diagnóstico e em seguida sua cura.

De acordo com Siffert Filho (1996), as formulações da Teoria da Agência se interessam por um tipo de relação econômica bastante frequente no sistema econômico, as relações bilaterais entre um indivíduo (o principal) e um agente na qual três condições necessárias se fazem presentes:

- O agente/gerente pode adotar diversos comportamentos, e como possuem o controle sobre os ativos da firma, podem empregá-los de distintas maneiras;
- A ação dos agentes afeta não apenas seu próprio bem-estar, na busca de estabilidade no cargo, crescimento da empresa; mas também o do principal (acionistas controladores) que por vezes, buscam por meio de seus investimentos, a valorização de suas ações, maiores dividendos, etc.;
- As ações do agente dificilmente são observáveis pelo principal, o que faz com que a posse de informações entre eles não seja a mesma.

Desse modo, de acordo com Mascena et al. (2016), pode-se dizer que a literatura do agente-principal se volta para a análise de como um indivíduo (o principal) estabelece um sistema de compensação (contrato) que motive outro indivíduo (o agente) a agir de acordo com o interesse do principal, levando-se em conta as dificuldades de monitorar as atividades do agente. No contexto organizacional, segundo esse modelo, as relações na firma podem ser redutíveis a um feixe de contratos entre o agente e o principal, igualando as relações internas da firma cada vez mais às relações de mercado.

## 2.2 BOARD INTERLOCKING NO CONTEXTO DE GOVERNANÇA CORPORATIVA

A Governança Corporativa é uma ferramenta que partilha o controle e poder nas empresas entre os acionistas, gerentes e conselho de administração; e também define decisões importantes como definição de um CEO, participação de acionistas, fusões e aquisições e controle do fluxo de caixa (BENTON, 2016).

De maneira complementar, Leite (2007) afirma que o conselho regido pela governança corporativa é visto como centro nervoso dos sistemas de gestão, já que atua como mitigador dos conflitos de interesse entre *shareholders* e *stakeholders* e também intermedeia a estreita relação entre poder e cultura na empresa.

Ao identificar os atores e suas respectivas ações relativas à construção social da Governança Corporativa (GC) no Brasil, Grün (2003) salienta que o debate intelectual acerca do tema evoluiu segundo dois aspectos. Enquanto um enfatizaria a importância do controle externo sobre a ação dos gerentes profissionais, cujos comportamentos não assegurassem os interesses dos acionistas poderiam ser *penalizados* com processos de *takeovers*<sup>4</sup>; um segundo aspecto enfatizaria a importância de não se permitir que “coalizões espúrias” (GRÜN, 2003, p. 140) atuassem como escudos blindando maus comportamentos por parte de gerentes/diretores/administradores profissionais da punição do mercado. Tais “coalizões espúrias” manifestar-se-iam, inclusive (mas não exclusivamente) por meio do fenômeno do Board Interlocking.

Por Board Interlocking entende-se a participação simultânea de um conselheiro em mais de um conselho de administração (DA CUNHA; PICCOLI, 2017; FAMA; JENSEN, 1983 CHRISTENSEN; KENT; STEWART, 2010; MIZRUCHI, 1996). Porém, considerando que o conselho de administração desempenha um papel essencial no cumprimento das prerrogativas legais, morais e éticas impostas e/ou pregadas pela Governança Corporativa das empresas; e considerando ainda, o papel dos conselheiros no monitoramento gerencial em prol dos acionistas, depreende-se que a atuação dos conselheiros guarda uma forte relação com o grau de *independência* que estes mantêm em relação aos dirigentes das empresas em que atuam. Assim, depreende-se que a questão do Board Interlocking é central na discussão sobre Governança Corporativa.

Para Mendes-da-Silva (2012), a rede social formada pelos conselheiros de grandes empresas de capital aberto pode potencializar o compartilhamento, tanto de padrões de conduta

---

4 Aquisição de maior parte das ações para adquirir o controle societário.



profissional, como de visões de mundo, tendo se mostrado um robusto meio de difusão de práticas de gestão corporativa reproduzindo padrões sobre aquisições de empresas, reações a *takeovers*, etc. De maneira complementar, as incertezas externas da instabilidade do mercado podem ser mitigadas por meio do Board Interlocking, uma vez que favorece a associação e conluio entre as empresas (CARBONAI, 2017).

Ainda Segundo Mendes-da-Silva (2012 apud DAVIS; YOO; BAKER 2003, p. 301) (o processo de contágio/mimetismo, através do qual, uma empresa passa a incorporar condutas isomórficas baseadas em experiências de outras empresas nas quais seus atuais conselheiros atuam (ou atuaram) é potencializado por meio das reuniões de conselho. Segundo os autores, à medida que estas reuniões promovem encontros frequentes (em uma base mensal) entre os conselheiros, institucionaliza-se um ambiente propício para o compartilhamento de histórias de sucesso (e, com menos frequência, de fracassos) ocorridas em outras empresas.

Assim, por meio de um processo de *storytelling*, determinados valores, crenças e mitos corporativos vão sendo institucionalizados e legitimados em meio ao ritual dos conselhos pelos atores detentores de *melhores* capitais, isto é, capitais percebidos como *superiores* em um dado momento, em um dado conselho, como por exemplo, a participação em *histórias corporativas bem-sucedidas*. É importante considerar que a *percepção* relativa a “histórias corporativas bem-sucedidas” transfigura-se dependendo da arena onde determinada disputa (e respectiva vitória) ocorrem. Ou seja, em determinado momento, no âmbito de um determinado conselho, histórias relativas à defesa de uma empresa em um *takeover* podem ser interpretadas como *bem-sucedidas*; enquanto em outro momento, no âmbito daquele mesmo (ou de outro) conselho, a própria promoção de um *takeover* em si, possa ser percebida como uma história *bem-sucedida*.

Tudo depende do *lado* que se *está* e do ponto-de-vista de quem *conta* a história (e de quem a ouve). Nesse sentido, Szalacha (2011) descreve o Board Interlocking como uma maneira de firmar relações de poder de uma elite de organizações que estão conectadas, flexionando assim, em variados graus, a diretriz da transparência pregada pela Governança Corporativa.

Dessa forma, o do Board Interlocking desempenha um papel ativo na construção, legitimação e reprodução de valores, crenças e mitos percebidos como importantes por aqueles que participam da gestão das grandes empresas, porém, nem a última edição do Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa (CMPGC, 2015), nem o Caderno de Governança Corporativa e Boas Práticas de Comunicação (2017), ambas publicações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC) - um dos atores mais influentes no processo de institucionalização da Governança Corporativa no Brasil - tratam do tema da interconexão entre

conselhos de administração conforme mostram os resultados de pesquisa que serão apresentados. Nesse aspecto, vale ressaltar que o IBGC surgiu em 1995 no Brasil com a denominação de Instituto Brasileiro de Conselheiros de Administração, com foco nesses profissionais, e em 1999 com a expansão do mercado de capitais e a necessidade de auditoria e gestão para atender os diversos acionistas passou a chamar-se IBGC e contemplar uma cartilha de boas práticas de Governança Corporativa.

As redes profissionais são formadas pelo contato diário no trabalho e mundo dos negócios. As redes formadas pelos conselhos de administração são de interesse de estudos econômicos e financeiros, uma vez que podem influenciar a tomada e o monitoramento de decisões nas corporações (JAMALUDIN; HASHIM, 2017).

O conjunto de competência dos conselheiros é uma ferramenta para sucesso de uma empresa, e as redes de conexão dos conselhos de administração, formadas pelo contato diário no trabalho e mundo dos negócios, pode influenciar como esses membros são selecionados. Tais redes são de interesse de estudos econômicos e financeiros, uma vez que podem influenciar a tomada e o monitoramento de decisões nas corporações (JAMALUDIN; HASHIM, 2017).

Para Connelly e Slyke (2012), em um contexto competitivo, as empresas coletam e analisam informações a fim de identificar futuras oportunidades no mercado. Sua rede de conexões funciona como uma ferramenta de coleta dessas informações, que futuramente serão filtradas para que a tomada de decisão firme a posição da empresa no mercado competitivo.

A gestão toma decisões em informações muitas vezes dissociadas e ambíguas em um ambiente de incertezas. Board Interlocking muitas vezes traz às empresas informações que não estão acessíveis às empresas em canais comuns de comunicação. Assim, os conselheiros podem ajudar a gestão a selecionar o que é relevante no quebra-cabeças de informações e construir uma estratégia efetiva para o posicionamento das empresas no mercado em que estão inseridas (CONNELLY; SLYKE, 2012).

Questões em relação à localização das empresas em Board Interlocking na rede podem gerar análises interessantes, como por exemplo, se as empresas estão situadas na localização periférica ou central da empresa na rede, ou se ela ocupa uma posição crítica que conecta diferentes clusters de empresas (CONNELLY; SLYKE, 2012). Dentro dessas análises, a arquitetura das redes sociais é importante, tendo em vista a configuração da dinâmica de contágio e fluxo de informações (COLEMAN, 1993). Portanto, se a estrutura da rede de relações entre conselheiros impacta o fluxo de informações entre as empresas, espera-se que mudanças na estrutura das redes tenham consequências importantes para as estratégias, inclusive as financeiras, adotadas pelas organizações.

Pfeffer e Salancik (1978) salientam que o do Board Interlocking pode gerar vantagens em termos de fornecimento de recursos específicos, comunicação privilegiada entre organizações, legitimação e facilidade em apoio de questões importantes e externas à empresa. De maneira complementar, para Ribeiro e Colauto (2016), quando os conselheiros atuam em várias organizações, podem aprender novas práticas estratégicas, entretanto também podem promover resultados contábeis duvidosos e comportamentos éticos equivocados.

Santos e Silveira (2007) defendem algumas condições que facilitam o fenômeno do Board Interlocking. Uma está relacionada ao tamanho do Conselho de Administração, quanto maior o número de membros, maior a probabilidade de ocorrer Board Interlocking. Outra condição está relacionada à maior ocorrência de Board Interlocking de acordo com o número de conselheiros independentes. Por fim, a última condição afirma que o Board Interlocking é mais recorrente em companhias de prestígio no mercado.

### 2.3 ANÁLISE DE REDES SOCIAIS

Redes sociais despertam interesse científico devido à sua capacidade de representação de problemas reais através de modelagem. Freitas (2010) define redes sociais como sendo compostas por indivíduos conectados por uma ou mais qualidades de interdependência, como parentesco ou relações afetivas, de poder, comerciais, de prestígio ou conhecimento. Os atores com maior interação com outros atores geralmente são vistos como mais importantes, ocupando usualmente posições mais visíveis e centrais.

Uma rede social é geralmente representada na forma de grafo, com os nós representando um conjunto de atores e suas ligações ou relações são representadas pelas arestas. Existem redes de um modo e de dois modos de redes. Redes de um modo consistem em um conjunto de atores similares como organizações, pessoas ou grupos sociais, enquanto redes de dois modos ocorrem em redes onde as conexões entre os nós dos grafos conectam membros, classes diferentes ou diferentes conjuntos de atores (TOMAEL; MARTELETO, 2013).

Os processos interativos junto a um método de análise são o cerne da compreensão da estrutura social, e se dão através dos estudos dos fenômenos e interações inerentes das redes. A entrada de um novo ator na rede, por exemplo, permite que interconexões organizacionais sejam analisadas, possibilitando assim que fenômenos complexos sejam observados. Tais fenômenos podem englobar, mas não estão limitados a: distribuição de recursos, relações de poder e fluxo de informações (AUGUSTO; MAIOR; STELZIG, 2004).

Tomael e Martelet (2013) afirmam que a metodologia capaz de mapeamento e conhecimento de ligações entre indivíduos e entidades, de forma a permitir o estudo das conexões e suas estruturas existentes nas redes é chamada de Análise de Redes Sociais.

Para Grossetti e Bès (2003), a ARS é usada tipicamente para análise de redes informais, espontâneas ou “invisíveis” geradas naturalmente nas inter-relações em sociedade.

Uma medida interessante para a Análise de Redes Sociais é Modularidade, em que é possível particionar uma rede em grupos que tendem a relacionar-se mais entre si (NEWMAN; GIRVAN, 2004).

A Análise de Redes Sociais é composta por métricas que permitem uma melhor compreensão das relações entre entidades de uma rede. Várias medidas de centralidade foram sendo desenvolvidas e incorporadas por pesquisadores ao longo do tempo (FREITAS, 2010). O conceito de centralidade tratado por Freeman (1978) revisou e sintetizou várias medidas, culminando em três definições:

- Centralidade proximidade – relaciona-se ao tempo levado para que uma informação seja distribuída a todos os vértices
- Centralidade de grau – trata de influência entre vértices
- Centralidade de intermediação – trata da intermediação e da capacidade de comunicação de um vértice entre pares de vértices em uma rede.

Conyon e Muldoon (2006) utilizam a análise de redes sociais para caracterizar o fenômeno “Small World” (Mundo Pequeno), em que uma cadeia pequena formada por dois atores (vértices) podem interligar-se com uma cadeia distante por meio de um terceiro ator. Com isso, a métrica de Modularidade/Clusterização tem destaque, uma vez que mostra um círculo agrupado que favorece a comunicação com outros círculos. Já a métrica de Centralidade de Intermediação mede como a maneira mais eficaz que informação chega nos diversos círculos, ou seja, o caminho mais curto.

Com esses conceitos, as redes formadas pelos Conselhos de Administração em Board Interlocking podem desenhar a maneira como a informação ecoa nesses grupos. A Modularidade pode representar “panelinhas”, rumores e práticas corporativas dentro da rede com foco em grupos coesos. Já o caminho mais curto percorre toda a rede, e analisa de maneira mais global como as ideias permeiam a rede estudada (CONYON E MULDOON, 2006).

## 2.4 ESTRUTURA DE PROPRIEDADE

Demsetz e Lehn (1985) discorrem sobre o tema estrutura de propriedade e categorizam em causas e consequências do grau de concentração acionário. As consequências do grau de concentração associam-se aos custos e benefícios para o desempenho e valor das empresas, enquanto as causas atrelam-se aos fatores que determinam o grau de concentração, como instabilidade do mercado, estrutura de capital e tamanho da empresa.

### 2.4.1 Consequências

A existência de acionistas controladores pode ter efeito deletério para uma empresa devido à possibilidade dos interesses dos acionistas controladores não estarem alinhados com os interesses dos demais acionistas (SHLEIFER e VISHNY, 1997).

Além disso, a concentração de direito sobre os fluxos de caixa permite que interesses próprios, muitas vezes não alinhados com o melhor interesse da empresa, sejam perseguidos, como nomeação e destituição de gestores, além de gerar a possibilidade de aquisição hostil.

Os acionistas controladores tem a possibilidade de expropriar a riqueza dos outros acionistas de diversas formas:

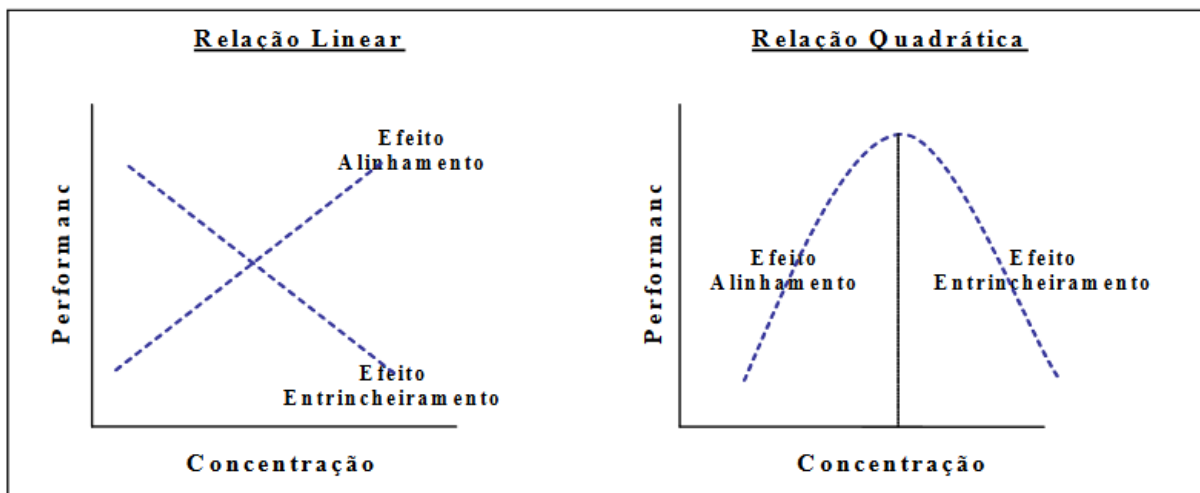
- Pagamentos de salários excessivos para si;
- Auto nomeação em cargos executivos privilegiados e posições no conselho para si ou familiares e parentes (nepotismo);
- Pagamento ou recebimento de preços de transferências altos para empresas das quais são proprietários;
- Ato de *insider trading* ou transferência de ações com deságio;
- Tomada de empréstimos em fundos da empresa com vantagens comerciais, utilização de ativos da empresa como garantia de transações pessoais;
- Práticas de sub investimentos, pois os custos serão divididos em partes iguais com todos os acionistas se os investimentos não forem recuperados (JENSEN e MECKLING, 1976);
- Alocação de recursos em projetos de investimentos com redução de seus próprios riscos em detrimento da maximização de riqueza da empresa.

Andrade e Rossetti (2004) afirmam que os benefícios privados do controle podem levar investidores a se assegurarem de retornos através de mecanismos que lhes confirmam o controle corporativo. Segundo os autores, os mais comuns são:

- Emissões de ações com direitos de voto limitados (ações preferenciais);
- Evitar a perda de controle através de propriedade cruzada de ações de duas ou mais empresas;
- Uso de holdings e estrutura piramidal, detendo a propriedade de empresas-alvo objetos de controle.

Os custos da concentração acionária são resumidos por Claessens et al. (2002) como um efeito entrincheiramento, quando da posse e concentração de votos da empresa, conforme Figura 1:

Figura 1 – Alinhamento e Entincheiramento na Posição Acionária



Fonte: Claessens et al. (2002).

No efeito entincheiramento, o controlador fica menos sujeito às decisões do conselho de administração e ao mercado de fusões e aquisições devido ao aumento da parcela de votos e propriedade da empresa. Assim, permite-se a expropriação de riqueza em benefício próprio ao ponto que os custos são compartilhados entre todos os acionistas.

As vantagens mais importantes da concentração de propriedade estão ligadas à capacidade de monitoramento e administração dos proprietários, permitindo redução de conflitos e custos de agência. Hitt, Ireland e Hoskisson (2002) afirmam que a propriedade difusa (um grande número de acionistas com um número pequeno de ações), e os holdings, que são poucos acionistas com muitas ações comprometem a monitoração das decisões administrativas. A propriedade difusa também torna difícil aos proprietários a coordenação de suas ações de forma eficiente. Um resultado dessa monitoração comprometida poderia ser uma diversificação das linhas de produto da firma além do nível ótimo para os acionistas. Assim, quando há níveis

mais elevados de monitoração os gerentes podem ser encorajados a evitar decisões estratégicas que não criam maior valor para os acionistas.

Andrade e Rossetti (2004) e Okimura (2003) demonstram com evidências empíricas a correlação da presença de acionistas controladores e benefícios/custos do monitoramento, evidenciando a otimização de soluções nos conflitos de agência. La Porta et al. (1999) classificam a existência de acionistas controladores como uma tentativa de minimização de conflitos de agências em países de insegurança jurídica e institucional de investidores, argumentando que em tais países tais acionistas servem como agentes de equilíbrio de interesses, garantindo a investidores externos que os ativos das empresas não seriam desviados.

Os benefícios da concentração acionária são resumidos por Claessens et al. (2002) como um efeito de alinhamento no caso de concentração e posse de votos da empresa. Na questão do alinhamento, os incentivos de monitoramento aumentam junto com os custos de expropriação, à medida que a parcela de ações do controlador aumenta. Ou seja, a posse de uma parcela grande de ações implica no comprometimento da não desvalorização dos papéis da empresa, o que reduziria sua riqueza e conseqüentemente a riqueza do controlador. Isso teria um custo alto comparado com qualquer possível benefício provado no caso da empresa ser expropriada.

#### 2.4.2 Causas

De acordo com Siqueira (1998) várias pesquisas a partir dos anos 80, têm testado inúmeras hipóteses de que elementos como tamanho da empresa, estabilidade ou não dos mercados de atuação e a própria estrutura do capital empresarial podem ter um papel importante sobre o grau de concentração de propriedade.

##### 2.4.2.1 Tamanho da Firma

Para Siqueira (1998), companhias de grande porte são geralmente associadas à alto risco de manutenção do grau de concentração do controle acionário junto com levados custos de capital. Devido a esses fatos e em função da aversão ao risco, grandes empresas mostram uma tendência em apresentar uma baixa concentração da propriedade.

Demsetz e Lehn (1985) discorrem que o tamanho das empresas sofre variações intra e inter setores, ou seja, quanto maior o tamanho viável da empresa, maior seria a disponibilidade de recursos e valor de mercado de uma parcela de sua propriedade, a depender de sua posição e competitividade em seu nicho de mercado. Okimura (2003), nota a influência inversa de tais

fatos na concentração de propriedade, dado que o valor de mercado e o valor absoluto da empresa tem relação inversamente proporcional com a probabilidade de haver um controlador majoritário.

#### 2.3.2.2 Instabilidade do Mercado

O mercado e sua instabilidade exercem influência sobre a concentração da propriedade devido ao conflito de interesses entre administradores e proprietários (SIQUEIRA, 1998). Assim, o conflito de interesses sofreria variação a depender da estabilidade ou não dos mercados. Uma redução do grau de instabilidade de mercado, por exemplo, (mudanças de tecnologia, *market share*, preços) poderia provocar uma redução da concentração da propriedade, aumentando por exemplo a liberdade de monitoramento dos gestores.

#### 2.3.2.3 Estrutura de Capital

A estrutura de capital tem efeitos diretos positivos e negativos na concentração de propriedade. A hipótese de Pedersen e Thomsen (1997), é que o aumento da relação (patrimônio líquido/ativo total), ou de outra forma, o aumento do capital próprio investido na empresa seja acompanhado pela redução da concentração da propriedade das empresas, devido, principalmente, o objetivo de compartilhar os riscos dos acionistas controladores.

Siqueira (1998, p.11) argumenta que o capital das empresas e sua estrutura pode ter “(...) efeito positivo sobre a concentração da propriedade, indicando que, quanto maior os investimentos específicos em plantas de grandes escalas, maior deverá ser a concentração do controle acionário”.

### 3. METODOLOGIA

Em relação à metodologia de pesquisa empregada, este trabalho pode ser classificado segundo uma pesquisa de cunho teórico, cujo alcance do objetivo, exploratório-descritivo, foi alcançado por meio da conjugação de algumas ferramentas de coleta de dados, sendo elas: (1) A Pesquisa Bibliográfica junto à produção acadêmica nacional e internacional sobre as teorias organizacionais que fomentaram conceitos explorados neste artigo, como Board Interlocking (BI) e Governança Corporativa ; e (2) a Pesquisa Documental que contemplou levantamentos junto aos: (i) Documentos oficiais da Bolsa de Valores nacional, a B3; (ii) Reportes das



empresas regidas pelas disposições legais do GC-N2 da B3; (iii) Documentos oficiais da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (formulários de referência enviados pelas empresas); (iv) Recomendações de órgãos representativos como o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), Associação Brasileira das Empresas de Capital Aberto (ABRASCA) e; (v) Documentos Oficiais das referidas empresas disponível na área destinada as “Relações com os Investidores”. Além destas fontes de levantamento de dados, também foram consideradas informações disponíveis junto a: (i) Rede social LinkedIn, para levantamento de dados como formação acadêmica e trajetória profissional dos conselheiros pesquisados e; (ii) Plataformas de informações oficiais (S&P Global Intelligence, Bloomberg, Reuters); (iii) Imprensa de negócios nacional e internacional referente aos conselheiros/empresas pesquisados, buscando com isso melhor mapear /triangular a rede de relações entre as empresas listadas no segmento GC-N2 da B3.

A análise de redes foi feita por meio do software Gephi versão 0.9.2. Através dos algoritmos e de ferramentas de visualizações disponíveis no software, foi possível desenhar a rede de interesse e realizar o cálculo de medidas de redes como Modularidade e Centralidade de Intermediação como fizeram Conyon e Muldon (2006) em seu trabalho de Small Word para os Conselhos de Administração, e de forma complementar também foram analisados os indicadores de Centralidade de Grau e Centralidade de Proximidade.

Também será desenhada a rede interligando as empresas com base na composição acionária em comum. De maneira complementar, as informações da posição acionária e do Board Interlocking serão conectadas, para que uma análise qualitativa descreva o cenário das empresas de capital aberto estudadas na B3.

#### **4. RESULTADOS E DISCUSSÕES**

Os resultados apresentados a seguir foram obtidos por meio de uma pesquisa documental junto as seguintes fontes:

- Documentos oficiais da Bolsa de Valores nacional, a B3, nova denominação da bolsa de valores do Brasil, resultante da fusão da BMF-Bovespa (denominação da bolsa de valores brasileira até 2017) da com a Cetip (Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados);
- Reportes das empresas regidas pelas disposições legais do GC-N2 da B3;
- Formulários de referência oficiais submetidos à Comissão de Valores Mobiliários – CVM;

- Recomendações do Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC);
- Literatura institucional das empresas pesquisadas disponível nas áreas: “Relações com os Investidores” e/ou “Governança Corporativa”;
- Rede social LinkedIn, para levantamento de dados como formação acadêmica e trajetória profissional dos conselheiros pesquisados e;
- Imprensa de negócios nacional/internacional referente às empresas e conselheiros pesquisados, como: Bloomberg, S&P Global Market Intelligence; Thomson Reuters; Financial Times; Wall Street Journal; Revista Exame, Jornal Valor Econômico, etc.

Os dados levantados referem-se ao ano de 2017, ou seja, conselheiros ativos nas empresas listadas entre Janeiro/2017 e Dezembro/2017. Os resultados alcançados (e suas respectivas análises) estão organizados em três blocos relativos: Os requisitos legais relativos à composição dos conselhos impostos às empresas listadas no segmento GC-N2 da B3 (4.1); A composição dos conselhos administrativos destas empresas (4.2) e; O Board Interlocking entre as empresas analisadas (4.3); buscando com isso, mapear/triangular a rede de relações entre as empresas pesquisadas.

#### 4.1 REQUISITOS LEGAIS DO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3

Segundo a B3 (2021), as empresas de capital aberto listadas nesse segmento de listagem estão sujeitas às seguintes obrigações em relação à composição de seus conselhos de administração, dentre outras, não relacionadas diretamente a seus conselhos:

- Obrigatoriedade de adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado - A CAM atua como um foro que trata de conflitos das empresas de capital aberto, especialmente os que envolvem os investidores e os gestores das empresas.
- O conselho tem obrigação de manifestar qualquer Oferta Pública de Aquisição (OPA) de ações de emissão da companhia (com conteúdo mínimo) - Por meio de uma OPA, um acionista ou uma sociedade buscam adquirir uma participação acionária ou a totalidade das ações da empresa, por meio de um *takeover* ou não. Tal oferta deve ter parâmetros como preço, pagamento, número de ações e compradores divulgados de maneira pública.
- O principal executivo da empresa (CEO) não pode acumular o cargo de presidente do conselho (Chairman) – Esta restrição visa imprimir maior independência ao Conselho que, uma vez presidido por outro executivo que não o CEO da empresa livraria os

conselheiros dos potenciais constrangimentos no caso de desacordos ou questionamentos das posições defendidas pelo CEO;

- Faculdade de optar pela criação/manutenção de um comitê de auditoria, auditoria interna e *compliance* – a empresa opta como irá gerir partições que verificam sua conduta de acordo com os dizeres legais de Governança Corporativa;
- Exigência de no mínimo 5 conselheiros, dos quais, pelo menos, 20% devem ser independentes com mandatos unificados de até 2 anos – Ao instituir mandatos unificados, a empresa fica sujeita a ter (de uma só vez, simultânea e coincidentemente) a composição de seu conselho destituída (por votação dos acionistas) e reconstituída por novos conselheiros (favoráveis a um *takeover*, por exemplo).

Os regulamentos da B3 como as instruções da CVM e as diretrizes do IBGC caracterizam de forma similar o atributo independência a ser imputado aos conselheiros independentes, conforme disposto no Quadro 1 abaixo:

Quadro 1– Caracterização dos Conselheiros Independentes segundo a B3, CVM e IBGC

B3	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Não tem qualquer vínculo com a Companhia, exceto participação de capital;</li> <li>- Não é Acionista Controlador, cônjuge ou parente até segundo grau daquele;</li> <li>- Não é ou não foi, nos últimos 3(três) anos, vinculado a sociedade ou entidade relacionada ao Acionista Controlador (pessoas vinculadas a instituições públicas de ensino e/ou pesquisa estão excluídas desta restrição);</li> <li>- Não foi, nos últimos 3 (três) anos, empregado ou diretor da Companhia, do Acionista Controlador ou de sociedade controlada pela Companhia;</li> <li>- Não é fornecedor ou comprador, direto ou indireto, de serviços e/ou produtos da Companhia, em magnitude que implique perda de independência;</li> <li>- Não é funcionário ou administrador de sociedade ou entidade que esteja oferecendo ou demandando serviços e/ou produtos à Companhia, em magnitude que implique perda de independência;</li> <li>- Não é cônjuge ou parente até segundo grau de algum administrador da Companhia;</li> <li>- Não recebe outra remuneração da Companhia além daquela relativa ao cargo de conselheiro (proventos em dinheiro oriundos de participação no capital estão excluídos desta restrição).</li> </ul>
CVM Artigo 26	<p><i>Conselheiro independente é aquele que não mantém vínculos* com:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- A entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, controladas ou sociedade submetida a controle comum direto ou indireto;</li> <li>- Administrador da entidade administradora, sua controladora direta ou indireta, ou controlada;</li> <li>- Pessoa autorizada a operar em seu mercado;</li> <li>- Sócio detentor de 10% ou mais do capital votante da entidade administradora.</li> </ul> <p><i>* Onde, vínculo caracteriza-se por:</i></p>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Relação empregatícia ou decorrente de contrato de prestação de serviços profissionais permanentes ou participação em qualquer órgão administrativo, consultivo, fiscal ou deliberativo;</li> <li>- Participação direta ou indireta, em percentual igual ou superior a 10% (dez por cento) do capital total ou do capital votante;</li> <li>- Ser cônjuge, companheiro ou parente até o segundo grau.</li> </ul>
IBGC	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Não tem qualquer vínculo com a sociedade, exceto eventual participação de capital;</li> <li>- Não é acionista controlador, membro do grupo de controle, cônjuge ou parente de até segundo grau destes, ou ser vinculado às organizações relacionadas ao acionista controlador;</li> <li>- Não é sido empregado ou diretor da sociedade ou de alguma de suas subsidiárias;</li> <li>- Não é fornecendo ou comprando, direta ou indiretamente, produtos e/ou serviços à sociedade;</li> <li>- Não é funcionário ou diretor de entidade que esteja fornecendo produtos e/ou serviços;</li> <li>- Não é cônjuge ou parente até segundo grau de algum diretor ou gerente da sociedade;</li> <li>- Não recebe nenhuma remuneração da sociedade além dos honorários de conselheiro.</li> </ul>

Fonte: Elaboração própria a partir dos sites B3, CVM e IBGC.

Considerando os documentos oficiais da B3 e da CVM, não há abordagem ou menção explícita em seus regulamentos e instruções sobre os termos *Board Interlocking* ou *Conselhos Interconectados*. Já em relação aos documentos do IBGC, apesar de os termos *Board Interlocking* e *Conselhos Interconectados* constarem explicitamente em uma das seções da 4ª Edição do CMPGC em 2009, na 5ª. Edição do mesmo, em 2015, eles foram suprimidos. Na 4ª. Edição do Código, o espaço dado ao BI se restringia a:

O conselheiro deve informar os demais membros do Conselho sobre quaisquer outros Conselhos (de Administração, Fiscal e/ou Consultivo) dos quais faça parte, inclusive de cooperativas de segundo grau e organizações do Terceiro Setor. O objetivo não é apenas observar a existência de possível conflito de interesses, mas também verificar se o referido conselheiro dispõe do tempo necessário para se dedicar adequadamente a essa atividade. Caso se verifique conflito ou indisponibilidade de tempo, os demais conselheiros devem avaliar a conveniência da continuidade ou da solicitação de desligamento do conselheiro respeitadas as condições legais de destituição dos conselheiros. Essas informações, assim como aquelas relativas à atividade principal do conselheiro, devem ser divulgadas e ficar disponíveis nos relatórios periódicos e outros meios de comunicação da cooperativa.(CMPGC, 2009, p.40).

Serão analisados os conselhos das empresas listadas no do GC-N2 considerando as obrigações impostas e o Board Interlocking.

#### 4.2 COMPOSIÇÃO DOS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO DAS EMPRESAS DO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3

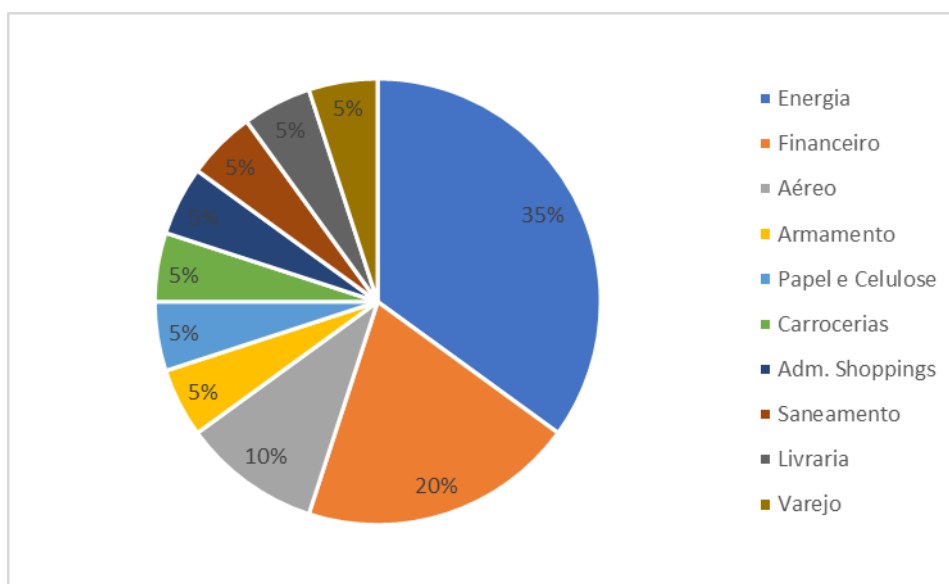
Dentre os resultados iniciais da pesquisa, destaca-se a identificação e análise do total das 20 empresas listadas no segmento GC-N2 da B3; o segmento de atuação de cada uma delas; o respectivo número de conselheiros e de conselheiros independentes ilustrados pela Tabela 1 enquanto o Gráfico 1 oferece uma perspectiva relativa à presença de cada setor econômico neste segmento de listagem:

Tabela 1 – Empresas, composição dos conselhos de administração e conselheiros independentes

Setor	Razão Social	Total de Conselheiros	Conselheiros Independentes	% Conselheiros Independentes
Financeiro	Banco ABC Brasil	7	2	28,6
	Banco Indusval	7	2	28,6
	Banco Pine	8	4	50,0
	Sulamerica	10	6	60,0
Energia	AES Tiete Energia	11	2	18,2
	Alupar Investimento	7	2	28,6
	Centrais Elétricas de Santa Catarina	9	3	33,3
	Eletropaulo Elet. São Paulo	9	5	55,5
	Energisa	7	3	42,9
	Renova Energia	9	2	22,2
	Transmissora Aliança de Energia (Taesa)	11	2	18,1
Aéreo	Gol Linhas Aéreas Inteligentes	9	5	55,5
	Azul	13	11	84,62
Armamento	Forjas Taurus	5	4	80,0
Papel Celulose	Klabin	13	5	38,5
Carrocerias	Marcopolo	8	5	62,5
Adm. Shoppings	Multiplan – Emp. Imobiliários	7	1	14,3
Saneamento	Cia San. do Paraná – Sanepar	8	2	25,0
Livraria	Saraiva e Livreiros Editores	6	2	33,3
Varejo	Via Varejo	9	2	22,2
<b>TOTAL</b>		<b>173</b>	<b>70</b>	<b>40,46</b>

Fonte: Elaboração própria.

Gráfico 1 – Setor de atuação das empresas listadas



Fonte: Elaboração própria.

Apesar deste segmento apresentar um perfil bastante heterogêneo, pouco mais da metade das empresas que o compõem (55%) atuam nos setores de energia (geração, transmissão e distribuição de energia elétrica) e financeiro (bancos e seguradora). As 20 empresas desse segmento possuem 173 conselheiros e cerca de 40% destes são independentes.

Em relação aos requisitos legais sobre a composição dos conselhos de administração das empresas listadas nesse segmento, a B3 por meio da CVM estabelece o mínimo de 5 conselheiros, requisito cumprido por todas as empresas do segmento (e superado por 19 destas), tendo apenas a empresa de armamentos, Forja Taurus, mantido o número mínimo de conselheiros; sendo que, no entanto, 4 destes são conselheiros independentes em seu conselho, participação bem superior à exigência de 20% de conselheiros independentes, descumprida à época da coleta de dados por 3 empresas (Multiplan, AES Tietê e Taesa). Por outro lado, ainda, outras empresas (Banco Pine, Sulamérica, Eletropaulo, Gol, Marcopolo) contavam com no mínimo 50% de seus conselhos formados por conselheiros independentes e a Azul e a Taurus possuíam na época desta pesquisa, mais de 75% de seus conselhos formados por conselheiros independentes.

Percebe-se assim, a heterogeneidade entre as empresas do setor de energia (setor de maior presença neste segmento de listagem, 35%) em relação à presença de conselheiros independentes, variando desde o descumprimento à diretriz mínima (AES Tiete e Taesa); até outras (Energisa e Eletropaulo) que contam com mais que o dobro do requisito mínimo destes (42,9% e 55,5% respectivamente).

Ainda sobre os conselheiros independentes, levanta-se a possibilidade de maior eficiência na atuação desse profissional. Por não possuir vínculo empregatício em outros cargos de gestão e vislumbrar seu crescimento nos mesmos dentro da empresa, esse profissional pode assimilar as informações provenientes do Board Interlocking e até mesmo de estudos de mercado de maneira mais crítica, sem vícios nos métodos de trabalho já existentes e disseminados na empresa, o que pode favorecer os anseios e o retorno dos investimentos aos acionistas.

Se em relação à presença (ou não) de conselheiros independentes nos conselhos de administração das empresas listadas no GC-N2 verifica-se algum indício de heterogeneidade, em relação à questão de gênero entre os conselheiros, a homogeneidade impera, uma vez que entre os 173 conselheiros somente 11 (6,3%) são mulheres. Destas, 5 atuam em 4 conselhos (Alupar, Gol, Klabin e Saraiva) que compõem o subconjunto dos 6 conselhos com maior índice de relações de parentesco entre conselheiros conforme mostra a Tabela 2, considerando *apenas* a atuação tais relações no âmbito dos conselheiros efetivos dos conselhos e não toda a diretoria, outros conselhos fiscais e de auditoria, ou conselheiros suplentes, o que elevaria os números a mostrados na Tabela 2.

Tabela 2 – Relações de Parentesco nos Conselhos de Administração

<b>Empresa</b>	<b>Conselheiros</b>	<b>Número de Familiares</b>	<b>Porcentagem Relativa</b>
Alupar Investimentos	7	4	57,1
Gol	9	4	44,6
Klabin	13	9 (+7 suplentes)	69,2
Multiplan	7	2	28,6
Banco Pine	8	3	37,5
Saraiva	6	4	66,7

Fonte: Elaboração Própria.

Em termos de presença de familiares no conselho administrativo nenhuma das empresas pesquisadas se compara à Klabin (69,2%) que além de 9 conselheiros das famílias Lafer ou Klabin (famílias fundadoras da empresa) como conselheiros efetivos, ainda mantém 7 suplentes destas famílias. Além disso, entre os 5 conselheiros *independentes* titulares da Klabin figuram os nomes de Celso Lafer e Roberto Luiz Leme Klabin. A comunicação oficial relativa às “Relações com os Investidores” informa que a designação de seus conselheiros independentes segue o Código da Associação Brasileira das Companhias de Capital Aberto (ABRASCA) de Autorregulação e Boas Práticas das Companhias Abertas, sem mencionar o código da IBGC, o Artigo 26 da instrução da CVM ou a diretriz do GC-N2 da B3 em relação à independência.

A existência de familiares no conselho de administração e muitas vezes de artifícios para a ocupação de cargos de CEO/Vice-CEO e Chairman/Vice-Chairman também entra em conflito direto com a questão da meritocracia profissional. Aditivamente, quando as empresas eclodiram para um cenário de capital aberto em busca de recursos no mercado para expansão de seus negócios, os diversos acionistas também deveriam ter seus anseios de negócio atendidos. Ao levar em consideração esse nepotismo corporativo, é possível questionar se os sócios-fundadores das empresas não realizam uma gestão que visa atender aos próprios interesses que consolidam o poder, prestígio e herança da família.

Outra possível questão do nepotismo corporativo é a presença de conselheiros independentes com grau de parentesco nas empresas. Apesar de cumprirem a premissa de não somarem cargos de gestão na empresa, característica primordial aos conselheiros independentes, esse cenário também pode reforçar o desejo de hegemonia na tomada de decisão e poder dos sócios-fundadores e seus familiares.

Diretamente ligada à *independência* dos conselheiros, está a restrição quanto ao acúmulo pela mesma pessoa das posições de CEO e Chairman. O Quadro 2 identifica os CEOs e os Chairmen (e em alguns casos que a seguir serão citados, os Vice-Chairmen e os Vice-CEOs\* ) das 20 empresas listadas no segmento GC-N2 da B3:

Quadro 2 – Chairmen/Vice-Chairmen e CEOs/Vice-CEOs das empresas listadas no Nível 2 de GC da B3

<b>Razão Social</b>	<b>Chairmen/Vice-Chairmen</b>	<b>CEOs/Vice-CEOs</b>
Banco ABC Brasil	Anwar Ali Al Mudhaf	Anis Chacur Neto
Banco Indusval	Manoel Felix Cintra Neto	Luiz Masagão Ribeiro Jair Ribeiro
Banco Pine*	Noberto Nogueira Pinheiro (pai)	Norberto Zaiet Junior
	Rodrigo Esteves Pinheiro (filho)	João Vicente Peregrino de Brito Mauro Sanchez
Sulamerica*	Patrick Antonio C. Larragoiti Lucas	Gabriel Portella Fagundes Filho
	N/A	Ricardo Bottas D. dos Santos
Tietê Energia	Britaldo Pedrosa Soares	Ítalo Tadeu de C. F. Filho
Alupar*	José Luiz de Godoy Pereira	Paulo Roberto de Godoy Pereira
	Paulo Roberto de Godoy Pereira	José Luiz de Godoy Pereira
Celesc	Pedro Bittencourt Neto	Cleverson Siewert
Eletropaulo*	Britaldo Pedrosa Soares	Charles Lenzi Ítalo Tadeu de C. F. Filho (ex)
	Julian Jose Nebreda Marquez	Ricardo Bottas D. dos Santos
Energisa*	Ivan Muller Botelho (pai)	Ricardo Perez. Botelho (filho)
	Ricardo Perez Botelho (filho)	Maurício Perez Botelho (CFO)



Renova Energia	Roberto Caixeta Barroso	Carlos Figueiredo Santos
Taesa	Luiz Felipe da Silva Veloso	Raul Lycurgo Leite
Gol Linhas Aéreas*	Constantino de Oliveira Junior	Paulo Sergio Kakinoff
	Joaquim Constantino Neto	Eduardo José Bernardes Neto Celso Guimarães Ferrer Júnior Sérgio Quito
Azul	David Gary Neeleman (CEO: 2008-2017)	John Rodgeron
Forjas Taurus	Jório Dauster Magalhães e Silva	Salésio Nuhs
Klabin	Horácio Lafer Klabin	Cristiano Cardoso Teixeira
Marcopolo	James Eduardo Bellini	Francisco Gomes Neto
Multiplan	José Paulo Ferraz do Amaral	José Isaac Peres
Sanepar*	Márcia Carla Pereira Ribeiro (Frente)	Roberto Soavinsk i(Frente)
	Mauro Ricardo Machado Costa (ex)	Mounir Chaowiche (ex)
Saraiva*	Jorge Eduardo Saraiva	Jorge Saraiva Neto
	Olga Maria Barbosa Saraiva	N/A
Via Varejo	Ronaldo Iabrudi	Peter Paulo Lourenço Estremann

Fonte: Elaboração própria.

Os dados do Quadro 2 revelam artifícios empregados por algumas empresas para *cumprir* o disposto pela B3 e a CVM em relação à restrição ao acúmulo das posições de CEO e Chairman pela mesma pessoa. No caso da Alupar Investimentos, dois primos se revezam ocupando quatro posições-chave na empresa: enquanto José Luiz de Godoy Pereira atua como Chairman (e Vice-CEO); seu primo, Paulo Roberto de Godoy Pereira acumula os cargos de CEO (e Vice-Chairman). Dessa forma, apesar de *respeitar* a restrição quanto ao acúmulo dessas posições por *uma* pessoa, ao alocar parentes na cúpula corporativa, a empresa reinterpreta as diretrizes lhe impostas pela Governança Corporativa.

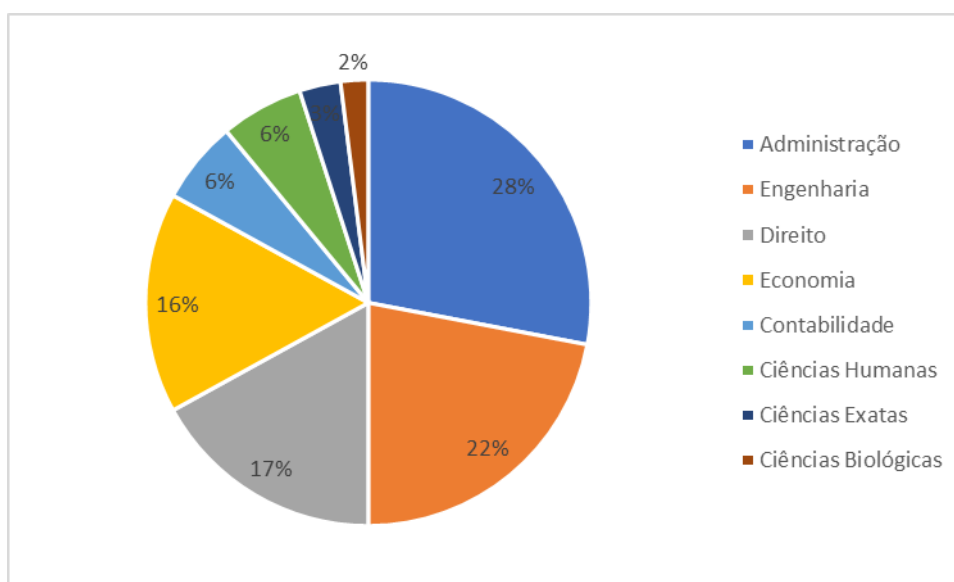
Sobre os acúmulos desses cargos, ainda, na Azul, David Gary Neeleman acumulou os cargos de CEO e Chairman desde 2008 até julho de 2017, quando a empresa nomeou outro executivo para assumir o posto de CEO em função das exigências do GC-N2, mantendo Neeleman como Chairman (O GLOBO, 2017).

Já na Energisa e na Saraiva, apesar das posições de Chairman e CEO não serem acumuladas pelas mesmas pessoas, elas são ocupadas por pessoas com laços consanguíneos de primeiro grau (pais Chairmen e filhos CEOs, respectivamente: Ivan Miller Botelho/Rodrigo Peres Botelho; e Jorge Eduardo Saraiva/Jorge Saraiva Neto) flexionando assim a independência entre Conselho e CEO. Na Saraiva ainda, a posição de *Vice-Chairwoman* do Conselho é ocupada por Olga Saraiva, mãe de Jorge Saraiva Neto. Esta mesma dobradinha entre pai/filho-Chairman/CEO também acontece na administração da Saraiva e Siciliano S/A.

Já no Banco Pine e na Gol, somente no Conselho foram verificadas as dobradinhas entre pai(s)/filho(s) ocupando respectivamente as posições de *Chairman/Vice-Chairman* não envolvendo o acúmulo da posição de CEO.

De forma complementar aos laços de consanguinidade, a trajetória acadêmica dos conselheiros pode potencializar a formação de redes entre os conselheiros. A pesquisa mapeou a trajetória acadêmica de 95,9% dos conselheiros. Os 7 conselheiros cuja formação acadêmica não foi possível identificar atuam na Sanepar (1), Saraiva (2), Sulamerica (1), Taesa (1), Forjas Taurus (1) e no Banco Pine (1). A Gráfico 2 ilustra a formação da graduação dos conselheiros pesquisados.

Gráfico 2 – Formação Acadêmica dos conselheiros



Fonte: Elaboração própria.

O mapeamento da formação acadêmica (graduação) dos conselheiros pesquisados revelou que as áreas de Administração (28,66%) e Engenharia (21,34%) concentram 50% das posições. Das 166 trajetórias acadêmicas mapeadas (excetuando as 7 formações não-identificadas), constatou-se que apenas 2 conselheiros (Eletropaulo e Energisa) não cursaram o ensino superior e o Presidente da Azul, não concluiu o ensino superior, contrastando com os 38 conselheiros que cursaram a graduação no exterior (entre os 173 pesquisados, existem 29 estrangeiros).

Em termos de pós-graduação foi possível identificar que 66,46% dos conselheiros pesquisados realizaram algum desses cursos (aperfeiçoamento, especialização, MBA, mestrados ou doutorados) e dentre estes; 64,22% realizaram tais cursos no exterior (EUA,

França, Inglaterra, Canadá e América Latina). Entre os 109 conselheiros que cursaram pós-graduação [70 (64,22%) no exterior e 39 (35,78%) no Brasil]; 86 destes (78,99%) se especializaram em Gestão ou Finanças (94,19%) ou em Economia ou Contabilidade (5,81%).

Entre as instituições estrangeiras mais frequentadas estão: Harvard/EUA (7); Columbia/EUA (4); Virginia University/EUA(4); McGill/Canadá (4); Instituteuropéen d'administrationdes affaires – Insead/França (4). E entre as nacionais estão: FGV (31); PUC (24); USP (16); FAAP (10); UFMG (9); Mackenzie (8);UFSC (7) e IBMEC (5).

Considerando o total de conselheiros das empresas do GC-N2 (173), excetuando os conselheiros (7) cuja formação não foi identificada e os conselheiros que não cursaram o ensino superior (2), tem-se que a formação acadêmica dos 164 conselheiros pesquisados se concentra em torno das 8 instituições nacionais e das 5 internacionais acima listadas.

#### 4.3 BOARD INTERLOCKING ENTRE CONSELHEIROS DO NÍVEL 2 DE GOVERNANÇA CORPORATIVA DA B3

A pesquisa junto aos conselheiros do GC-N2 da B3 identificou um do Board Interlocking de 80,9% à medida que 140 (do total de 173) participavam de, ao menos, dois conselhos à época da pesquisa. Entre os conselheiros independentes o do Board Interlocking sobe para 95,71%, à medida que 67 deles (dentre os 70 pesquisados) participavam de outro(s) conselho(s) administrativo(s). A Tabela 3 sumariza os resultados, em que figuram as 789 empresas identificadas ilustrando o total de conselheiros em situação de BI por empresa/conselho, além de outras informações levantadas:

Tabela 3 – Conselheiros em situação de do Board Interlocking por conselho/empresa

Razão Social	Total de conselheiros	Conselheiros em BI	% Conselheiros em BI por conselho	Número de conselhos em BI por Conselho	Conexões por conselho	Média de conexões por conselho	Mulheres nos conselhos
Banco ABC Brasil	7	7	100,0	14	74	10,6	0
Banco Indusval	7	7	100,0	23	90	12,9	0
Banco Pine	8	2	25,0	19	153	19,1	0
Sulamerica	10	10	100,0	49	299	29,9	1
AES Tiete Energia	11	11	100,0	42	355	32,3	1
Alupar Investimento	7	7	100,0	33	178	25,4	1*
Centrais Elétricas de Sta. Catarina	9	4	44,4	05	153	17,0	0
Eletropaulo Elet. São Paulo	9	9	100,0	62	345	38,3	2

Energisa	7	7	100,0	23	137	19,6	0
Renova Energia	9	9	100,0	29	182	20,2	1
Transmissora Aliança de Energia	11	10	90,9	40	399	36,3	0
Gol Linhas Aéreas Inteligentes	9	9	100,0	46	98	10,9	1*
Azul	13	13	100,0	61	226	17,4	1
Forjas Taurus	5	4	80,0	09	75	15,0	0
Klabin	13	13	100,0	89	491	37,8	1*
Marcopolo	8	8	100,0	34	187	23,4	0
Multiplan – Emp. Imobiliários	7	7	100,0	147	146	20,9	0
Cia San. do Paraná – Sanepar	8	5	62,5	12	104	13,0	1
Saraiva e Livreiros Editores	6	4	66,7	06	60	10,0	2*
Via Varejo	9	8	88,9	46	241	26,8	0
	173	140	80,9	789	3993	199,7	12/5*

Fonte: Elaboração própria.

\*Conselheiras pertencentes à família do Presidente do Conselho.

Entre os dados da Tabela 3, destacam-se 13 empresas onde 100% de seus conselheiros encontram-se em situação de Board Interlocking. Outras três possuem, no mínimo, 80% dos conselheiros também está em situação de Board Interlocking. Contrastando com estas, tem-se o Banco Pine, onde somente 2 de seus 8 conselheiros (25%) estão em situação de Board Interlocking.

Complementarmente à informação sobre o Board Interlocking dos conselheiros pesquisados, através do site da Bloomberg, foi levantado o número de *conexões* mantidas por cada um dos conselheiros pesquisados com outros conselheiros, considerando o(s) conselho(s) do(s) qual(is) cada um participa. Assim, o número de conexões por conselheiro (com outros conselheiros) aumenta à medida que ele participa de vários conselhos (no caso de sua participação em um único conselho, o número de suas conexões é igual ao número de conselheiros deste conselho menos um, ele próprio). Ou seja, enquanto o Board Interlocking está diretamente relacionado ao *número de conselhos* de que cada conselheiro participa; as *conexões* (segundo a definição/dados da Bloomberg) estão diretamente relacionadas ao *número de pessoas* (conselheiros) com que cada conselheiro *interage* no âmbito do *aconselhamento* que proveem.

A Tabela 4 agrupa os 10 conselheiros da amostra com o maior número de conexões, com destaque para o ex-Ministro da Fazenda do Governo Sarney ao final da década de 1980, Maílson Ferreira da Nóbrega, conselheiro do Banco Pine no período levantado, entre outros:

Tabela 4 – Conselheiros da amostra com maior número de conexões

<b>Conselheiro</b>	<b>Conexões</b>	<b>Empresa</b>
Rogério Paulo Cálderon Peres	107	Alupar
Maílson Ferreira da Nóbrega	80	Banco Pine
Marcelo Gasparino da Silva	75	AES Eletropaulo
Alberto Ribeiro Guth	71	Via Varejo
Guilherme Affonso Ferreira	65	Sulamérica
Leonard Peter Sharpe	65	Multiplan
Oscar de Paula Bernardes Neto	64	Marcopolo
Hermes Jorge Chipp	62	Taesa
Vincent W. Mathis	60	AES Tietê
Horácio Lafer Piva	54	Klabin

Fonte: Elaboração própria.

O Board Interlocking identificado na amostra (80,9%) não se manifesta intraconectando empresas do GC-N2 entre si (com exceção da AES Tietê e da AES Eletropaulo), mas sim, interconectando estas a outras 789 organizações pertencentes tanto de outros segmentos de listagem da B3, como de capital fechado, nacionais e estrangeiras. Assim, considerando este levantamento inicial relativo à identificação de Board Interlocking envolvendo os 140 conselheiros (80,9%) nessa situação, não foi identificada *entre* as empresas deste segmento de listagem, uma empresa (ou um conjunto de empresas) à qual, as demais empresas pesquisadas (do N2-GC-B3) estejam conectadas, ou ainda, não há na amostra pesquisada, uma empresa (ou um conjunto de empresas) *central* para a qual, as demais (do N2-GC-B3) convirjam por meio de conselheiros em comum. Porém outros dois mapeamentos realizados em relação ao Board Interlocking mantido pelas empresas da amostra, apresentados a seguir, indicam a formação de redes mais densas e conectadas entre as empresas/conselhos pesquisados.

#### 4.3.1 Board Interlocking Intra-Conselhos

Ao analisar *independentemente* cada um dos 20 conselhos e as situações de Board Interlocking de cada um de seus conselheiros, foi possível agrupar um subconjunto de 14 empresas onde foi identificada a situação de Board Interlocking interligando conselheiros da empresa pesquisada que atuam *simultaneamente* com outro(s) conselheiro(s) desta empresa em outro(s) conselho(s).

Tomando o exemplo (em um dos extremos do grupo das empresas que compõem este levantamento) tem-se a Energisa S/A, dentre as empresas pesquisadas que apresentou o maior entrelaçamento relativo à participação de seus conselheiros em outras mesmas empresas além da participação na própria Energisa. Nesta empresa, 5 (de seus 7) conselheiros atuam também

como conselheiros de outras 4 empresas em comum; sendo que 3 destes conselheiros participam ainda conjuntamente dos conselhos de outras 5 empresas em comum (ou seja, estes 3 conselheiros participam do conselho de outras 9 empresas, configurando o maior grau de Board Interlocking intra-conselho entre as empresas pesquisadas). Vale lembrar que nesta empresa ainda, o Presidente do Conselho é pai do Vice-Presidente do Conselho, que por sua vez acumula o cargo de CEO da empresa (Quadro 2).

Contrastando com a Energisa, tem-se o Banco Indusval, outra das 14 empresas em que a situação de Board Interlocking intra-conselho também se verifica; onde 2 de seus 7 conselheiros também atuam (*juntos*) no conselho da Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais (ANBIMA). Além da participação destes nesta instituição ligada à agenda do mercado financeiro, um terceiro conselheiro deste banco também atua como conselheiro da Federação Brasileira das Associações de Bancos (FEBRABAN), da Confederação Nacional das Instituições Financeiras (CNF) e da Associação Brasileira de Bancos (ABBC), no entanto, o mesmo não consta do levantamento da Tabela 5 a seguir, por não haver um segundo conselheiro deste banco que atue conjuntamente com ele em uma destas instituições. Em tempo, vale destacar que todas as empresas da amostra pertencentes ao setor financeiro apresentaram esta situação de Board Interlocking, único setor da amostra onde isso se verificou.

Assim, ao fazer este levantamento foram identificadas 46 organizações (do conjunto total de 789) com as quais os conselheiros de 14 (das 20 empresas da amostra) se conectam *simultaneamente* como pode ser visto na Tabela 5:

Tabela 5 – Board Interlocking entre conselheiros de cada uma das empresas pesquisadas (listados no N2-GC-B3)

<b>Empresa</b>	<b>Conselheiros</b>	<b>% Conselheiros BI</b>	<b>Outras 46 empresas não-listadas no N2-GC-B3 (número de conselheiros das empresas da amostra – coluna 1 – em BI com as empresas desta coluna)</b>
Banco ABC	7	100	Arab Banking Corp (3 conselheiros) ABC International Bank PLC (2 conselheiros)
Banco Indusval	7	100	Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais – ANBIMA(2 conselheiros)
Banco Pine	8	25	Cosan e Rumo (2 conselheiros)
Sulamérica	10	100	Sul América Companhia Nacional de Seguros S/A(5 conselheiros) Central de Serviços da Confederação Nacional das Seguradoras – CNSeg(2 conselheiros) Nova Ação Participações S/A(2 conselheiros)
AES Tietê	11	100	Gener (3 conselheiros) Dayton Power and Light Company (3 conselheiros) AES Eletropaulo S/A (2 conselheiros) Elpa(5 conselheiros)
Alupar	7	100	Ferreira Gomes Energia S/A e Transmisión Eléctrica Charruá(2 conselheiros)

AES Eletropaulo	9	100	Cemig(3 conselheiros) LightS/A (2 conselheiros) AES Tietê S/A(2 conselheiros)
Energisa	7	100	Energisa Minas Gerais - Distribuidora de Energia S/A (5 conselheiros) Energisa Sergipe - Distribuidora de Energia S/A (5 conselheiros) Energisa Paraíba - Distribuidora de Energia S/A(5 conselheiros) Energisa Borborema - Distribuidora de Energia S/A (5 conselheiros) Energisa Mato Grosso - Distribuidora de Energia S/A (3 conselheiros) Energisa Mato Grosso do Sul - Distribuidora de Energia S/A (3 conselheiros) Energisa Tocantins - Distribuidora de Energia S/A (3 conselheiros) Rede Energia S/A (3 conselheiros) Empresa de Eletricidade Vale Paranapanema S/A (3 conselheiros)
Renova	9	100	Light S/A(4 conselheiros) Axxiom Soluções Tecnológicas S/A(2 conselheiros) Angra Partners S/A(2 conselheiros) Mantiq Investimentos(2 conselheiros)
Azul	13	100	Água Branca Participações S/A(2 conselheiros) VIX Logística S/A (2 conselheiros) Tap Air (2 conselheiros) HNA Group Company Limited (2 conselheiros)
Klabin	13	100	Klabin Irmãos & Cia. (holding do Grupo Klabin)(8 conselheiros) Monteiro Aranha S/A (2 conselheiros) Martins S/A(2 conselheiros)
Multiplan	7	100	The Cadillac Fairview Corporation Limited (2 conselheiros) Postmedia Network Canada Corp (3 conselheiros) Real Property Association of Canada (2 conselheiros)
Saraiva	6	66,7	Saraiva & Siciliano(2 conselheiros)
Via Varejo	9	88,9	CNOVA (3 conselheiros) Estácio Participações S/A(2 conselheiros) Casino, Guichard-Perrachon Société Anonyme(2 conselheiros) Grupo Pão de Açúcar S/A(3 conselheiros) Companhia Brasileira de Distribuição S/A (3 conselheiros) AlmacenesExito(2 conselheiros) Angra PartnersS/A (2 conselheiros)

Fonte: Elaboração própria.

Ao comparar a atuação de cada conselheiro a partir de sua participação nas empresas da amostra pesquisada (coluna 1), percebe-se certa homogeneidade e tendência em relação às empresas com as quais eles desenvolvem laços por meio do Board Interlocking (coluna 4). Por exemplo, empresas do setor de energia como AES Eletropaulo, AES Tietê, Energisa, etc. atuam maciçamente em outras do setor de energia; a Azul desenvolve relações de Board Interlocking com outras empresas do setor de aviação.

#### 4.3.2 Board Interlocking Inter-Conselhos

Ao examinar as 789 organizações com as quais os 140 conselheiros se conectam por meio do Board Interlocking, foram identificadas 42 delas (não-listadas no N2-GC-B3), cujos

conselhos se conectam simultaneamente a (*ao menos*) 2 empresas (da amostra, portanto, listadas no N2-GC-B3) interconectando assim, 42 subconjuntos compostos por (*no mínimo*) 3 empresas entre si (duas da amostra e uma externa à amostra). Em alguns casos, no entanto, alguns desses 42 subconjuntos conectaram *mais que duas* empresas da amostra ao envolver os conselhos da IBGC, AMEC, CBD, Cosan, Cemig e ABDIB, os quais contam com a atuação *simultânea de no mínimo* 3 conselheiros presentes nos conselhos pesquisados, como mostra a Tabela 6:

Tabela 6 – Board Interlocking entre Empresas do N2-GC-B3 e outras 42 Organizações

Nº	42 Organizações não-listadas no N2-GC-B3 em BI com conselheiros em comum com empresas do N2-CG-B3	18 Empresas listadas no N2-GC-B3	Número de conselheiros em comum
1	Tupy S/A	Taurus	1
		Marcopolo	1
2	Magnesita S/A	Marcopolo	1
		Via Varejo	1
3	Angra Partners S/A	Via Varejo	4
		Renova	2
4	Axxiom Soluções Tecnológicas S/A	Renova	2
		Taesa	1
5	CEMIG–Cia Energética de Minas Gerais S/A(4 BI)	Taesa	1
		AES Tietê	1
		Renova	3
		AES Eletropaulo	4
6	FIESP– Federação das Indústrias do Estado de São Paulo	AES Eletropaulo	1
		Renova	1
7	Anglo American PLC	Renova	1
		Multiplan	1
8	Grupo Bozzano S/A	Multiplan	1
		Azul	3
9	TAM S/A	Azul	1
		Via Varejo	1
10	CBD – Companhia Brasileira de Distribuição S/A(3 BI)	Via Varejo	3
		Sulamérica	1
		Banco Pine	1
11	Brasilpar S/A	Banco Pine	1
		Klabin	1
12	AACD	Klabin	1
		Sulamérica	1
13	Sitawi – Finanças para o Bem	Sulamérica	1
		AES Tietê	1
14	IBEF – Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças de São Paulo	AES Tietê	1
		AES Eletropaulo	1
15	FBDS– Fundação Brasileira de Desenvolvimento Sustentável	AES Eletropaulo	1
		Klabin	1
16	Tarpon S/A	Klabin	1
		Banco Indusval	2
17	SRB – Sociedade Rural Brasileira	Banco Indusval	1
		Banco Pine	1
18	Cosan S/A (4 BI)	Banco Pine	1
		Banco Indusval	2
		Marcopolo	2
		Energisa	1



19	CEBRI – Centro Brasileiro de Relações Internacionais	Energisa	1
		Klabin	1
20	BHG – Brazil Hospitality Group S/A	Klabin	1
		Renova	1
21	Light S/A	Renova	6
		AES Eletropaulo	2
22	ABDIB – Associação Brasileira de Infraestrutura e Indústrias de Base (5 BI)	AES Eletropaulo	1
		AES Tietê	1
		Banco Indusval	2
		Renova	1
		Alupar	1
23	Parapanema S/A	Alupar	1
		Marcopolo	1
24	Coelba	Marcopolo	1
		AES Eletropaulo	1
25	IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (3 BI)	AES Eletropaulo	1
		Marcopolo	1
		AES Tietê	1
26	AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S/A	AES Tietê	2
		AES Eletropaulo	1
27	The Dayton Power and Light Company S/A	AES Eletropaulo	1
		AES Tietê	3
28	Companhia Brasileira de Energia S/A	AES Tietê	1
		AES Eletropaulo	1
29	AMEC – Associação dos Investidores do Mercado de Capitais (3 BI)	AES Eletropaulo	1
		Banco ABC	1
		Marcopolo	1
30	Votorantim S/A	Marcopolo	1
		Azul	1
31	Embraer S/A	Azul	1
		Marcopolo	1
32	Estácio Participações S/A	Marcopolo	1
		Via Varejo	2
33	Grupo Pão de Açúcar S/A	Via Varejo	4
		Sulamérica	1
34	Eternit S/A	Sulamérica	1
		AES Eletropaulo	1
35	AES Elpa S/A	AES Eletropaulo	2
		AES Tietê	5
36	AES Gener S/A	AES Tietê	3
		AES Eletropaulo	1
37	AES Corporation S/A	AES Eletropaulo	2
		AES Tietê	2
38	Centrais Elétricas Brasileiras S/A (Eletrobras)	AES Tietê	1
		AES Eletropaulo	1
39	ONS – Operador Nacional do Sistema Elétrico (3 BI)	AES Eletropaulo	1
		Taesa	1
		AES Tietê	1
40	AMCHAM – Câmara Americana de Comércio	AES Tietê	1
		AES Eletropaulo	1
41	USIMINAS– Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A	AES Eletropaulo	1
		Saraiva	1
42	COSESP – Companhia de Seguros do Estado de São Paulo	Sanepar	1
		AES Eletropaulo	1

Fonte: Elaboração própria.

Assim, apesar do Board Interlocking do primeiro levantamento identificado na amostra (80,9%) não se manifestar intra-conectando empresas do N2-GC-B3 entre si (com exceção da AES Tietê e da AES Eletropaulo, que compartilham 2 conselheiros entre si), mas sim, interconectando estas às outras 789 organizações, a pesquisa identificou este subgrupo de 42 organizações acima (dentre as 789), que interconectam 18 das empresas pesquisadas entre si. Assim, com exceção das empresas Celesc e Gol, as demais 18 empresas da amostra se conectam por meio de um (ou mais) de seus conselheiros a uma (ou mais) empresa(s) pertencente(s) ao subconjunto identificado (de 42 organizações externas à amostra das empresas pesquisadas).

Ao analisar a Tabela 6 acima, percebe-se que tal *conexão* (entre as 18 empresas da amostra e as 42 organizações) ocorre tanto de forma direta conectando, por exemplo, os conselhos da Taurus e a Marcopolo ao da Tupy entre si; como de forma indireta, conectando os conselhos da Taurus aos da Via Varejo e da Magnesita, por meio de sua conexão com a Marcopolo (uma vez que em seu conselho atuam conselheiros da Via Varejo e da Magnesita) como mostra a Tabela 7 adaptada da Tabela 6. Na Tabela 7, por meio do compartilhamento de células entre as colunas 2 e 3 depreende-se que todos os 18 conselhos se conectam entre si, direta ou indiretamente por meio do Board Interlocking com as 42 organizações mapeadas resultando em uma rede de 60 empresas.

Tabela 7 – Board Interlocking conectando 18 Empresas do N2-GC-B3 a outras 42 Organizações

Nº	42 Organizações não-listadas no N2-GC-B3 em BI com conselheiros em comum com empresas do N2-CG-B3	18 Empresas listadas no N2-GC-B3	Número de conselheiros em comum
1	Tupy S/A	Taurus	1
		Marcopolo	1
2	Magnesita S/A	Via Varejo	1
		Renova	4
3	Angra Partners S/A	Renova	2
		Taesá	2
4	Axxiom Soluções Tecnológicas S/A	Taesá	1
		AES Tietê	1
5	CEMIG – Cia Energética de Minas Gerais S/A(4 BI)	Renova	3
		AES Eletropaulo	4
6	FIESP– Federação das Indústrias do Estado de São Paulo	AES Eletropaulo	1
		Renova	1
7	Anglo American PLC	Renova	1
		Multiplan	1
8	Grupo Bozzano S/A	Multiplan	1
		Azul	3
9	TAM S/A	Azul	1
		Via Varejo	1
10		Via Varejo	3

	CBD – Companhia Brasileira de Distribuição S/A (3 BI)	Sulamérica	1
		Banco Pine	1
11	Brasilpar S/A		1
		Klabin	1
12	AACD		1
		Sulamérica	1
13	Sitawi – Finanças para o Bem		1
		AES Tietê	1
14	IBEF – Instituto Brasileiro de Executivos de Finanças de São Paulo		1
		AES Eletropaulo	1
15	FBDS– Fundação Brasileira de Desenvolvimento Sustentável		1
		Klabin	1
16	Tarpon S/A		1
		Banco Indusval	2
17	SRB – Sociedade Rural Brasileira		1
		Banco Pine	1
		Banco Pine	1
		Banco Indusval	2
18	Cosan S/A (4 BI)		2
		Marcopolo	2
		Energisa	1
19	CEBRI – Centro Brasileiro de Relações Internacionais		1
		Klabin	1
20	BHG – Brazil Hospitality Group S/A		1
		Renova	1
21	Light S/A		6
		AES Eletropaulo	2
		AES Tietê	1
22	ABDIB – Associação Brasileira de Infraestrutura e Indústrias de Base (5 BI)		1
		Banco Indusval	2
		Renova	1
		Alupar	1
23	Parapanema S/A		1
		Marcopolo	1
24	Coelba		1
		AES Eletropaulo	1
25	IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (3 BI)		1
		Marcopolo	1
26	AES Sul Distribuidora Gaúcha de Energia S/A		1
		AES Tietê	2
27	The Dayton Power and Light Company S/A		1
		AES Eletropaulo	1
28	Companhia Brasileira de Energia S/A		3
		AES Tietê	1
		AES Eletropaulo	1
29	AMEC – Associação dos Investidores do Mercado de Capitais (3 BI)		1
		Banco ABC	1
		Marcopolo	1
30	Votorantim S/A		1
		Marcopolo	1
31	Embraer S/A		1
		Azul	1
32	Estácio Participações S/A		1
		Marcopolo	1
33	Grupo Pão de Açúcar S/A		2
		Via Varejo	4
		Sulamérica	1
34	Eternit S/A		1
		AES Eletropaulo	1

35	AES Elpa S/A		2
		AES Tietê	5
36	AES Gener S/A		3
		AES Eletropaulo	1
37	AES Corporation S/A		2
		AES Tietê	2
38	Centrais Elétricas Brasileiras S/A (Eletrobras)		1
		AES Eletropaulo	1
39	ONS – Operador Nacional do Sistema Elétrico (3 BI)		1
		Taesa	1
		AES Tietê	1
40	AMCHAM – Câmara Americana de Comércio		1
		AES Eletropaulo	1
41	USIMINAS– Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S/A		1
		Saraiva	1
		AES Eletropaulo	1
42	COSESP – Companhia de Seguros do Estado de São Paulo		1
		Sanepar	1

Fonte: Elaboração própria.

As conexões acima identificadas entre as empresas pesquisadas (e as organizações levantadas) são potencializadas pela centralidade que as empresas AES Eletropaulo e AES Tietê ocupam na rede que conecta de 60 empresas acima. Membros do conselho da AES Tietê atuam em 14 das empresas que compõem o subgrupo das 42 empresas acima (além de manter um Board Interlocking com 42 empresas das 789 identificadas e compartilhar 2 conselheiros com a AES Eletropaulo); e, conselheiros da Eletropaulo atuam em 21 dessas organizações (além de manter um Board Interlocking com 62 empresas das 789 identificadas e ter dois de seus conselheiros atuando diretamente no conselho da AES Tietê), conectando muito mais fortemente estas empresas entre si.

A presença de conselheiros da Marcopolo em 10 dos conselhos do subconjunto de 42 empresas também colabora (junto com as presenças da AES Eletropaulo e da AES Tietê) para que mesmo empresas conectadas diretamente a *somente uma* das 42 organizações acima estejam conectadas de forma indireta às demais 18 empresas pesquisadas. Assim, empresas nessa situação como Taurus, Saraiva, Sanepar e Banco ABC, mesmo que *só* conectadas diretamente a *uma* das 42 organizações identificadas, se conectam às demais por terem seus conselhos diretamente conectadas aos conselhos da AES Eletropaulo e da Marcopolo. Tal conectividade também se observa junto às empresas que se conectam por meio de seus conselhos a *somente duas* das 42 organizações identificadas.

Dentre tais 42 organizações que conectam 18 das 20 empresas pesquisadas, destacam-se as seguintes organizações conectando *diretamente* 3 empresas entre si: (i) o Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS); em cujo conselho atuam conselheiros da AES Eletropaulo; da AES Tietê e da Taesa; (ii) a Associação dos Investidores do Mercado de

Capitais (AMEC); em cujo conselho atuam conselheiros da AES Eletropaulo, do Banco ABC e da Marcopolo; (iii) o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC); em cujo conselho atuam conselheiros da AES Eletropaulo, da AES Tietê e da Marcopolo; e (iv) a Companhia Brasileira de Distribuição (CBD); em cujo conselho atuam conselheiros do Banco Pine, da Via Varejo e da Sulamérica.

Destacam-se ainda, conectando *diretamente* 4 empresas da amostra entre si, as seguintes empresas: (v) a Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG); em cujo conselho atuam conselheiros da AES Eletropaulo, da AES Tietê, da Taesa e da Renova; e (vi) a Cosan S/A; em cujo conselho atuam conselheiros da Energisa, Marcopolo, Banco Pine e Banco Indusval.

E, por fim, destaca-se que foram identificadas no conselho da Associação Brasileira de Infraestrutura e das Indústrias de Base (ABDIB) a atuação de 6 conselheiros pertencentes a 5 empresas da amostra, conectando assim, *diretamente*: (vii) AES Eletropaulo, (viii) AES Tietê, (ix) Banco Indusval, (x) Renova e (xi) Alupar.

Dessa forma, tem-se que de forma direta ou indireta, todas as 60 empresas da rede encontram-se conectadas entre si.

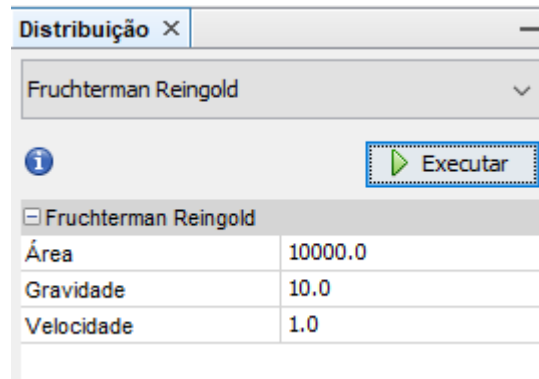
#### 4.3.3 Análise de redes das empresas

O Software Gephi foi utilizado para o desenho da rede formada pelas 60 empresas (42 Organizações não-listadas no N2-GC-B3 em Board Interlocking com conselheiros em comum com empresas do N2-CG-B3 e 18 Empresas listadas no N2-GC-B3), também possibilitando os cálculos dos indicadores de interesse.

Os nós representam as 60 empresas, enquanto as conexões são as arestas que tem suas espessuras diretamente proporcionais ao número de conselheiros em comum que as empresas compartilham, já que quanto maior o número de conselheiros compartilhados, laços mais fortes são estabelecidos.

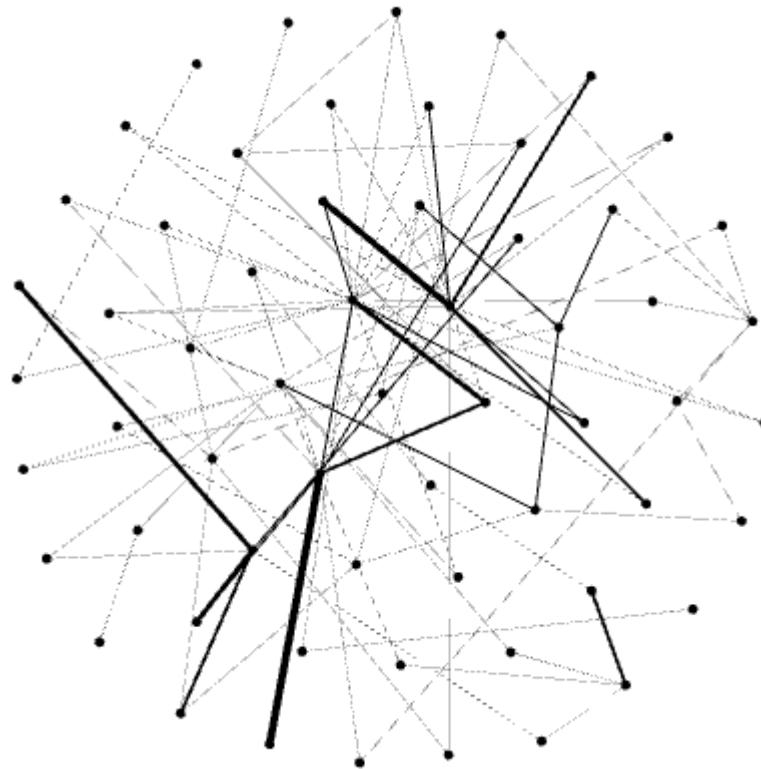
O primeiro passo foi a utilização do algoritmo de Fruchterman e Reingold, desenvolvido por autores de mesmo nome em 1991 e disponível na biblioteca do Gephi. Esse algoritmo exige baixo processamento computacional e tem alta estabilidade, funcionando como partículas maciças em que é possível a visualização dos nós centrais em uma rede circular. Os parâmetros utilizados foram os padrões/*default* do software e estão descritos na Figura 2, e o esboço preliminar dessa rede é dado pela Figura 3.

Figura 2 – Parametrização da distribuição Fruchterman e Reingold no Gephi



Fonte: *Software Gephi.*

Figura 3 – Esboço preliminar da rede pela Fruchterman e Reingold no Gephi

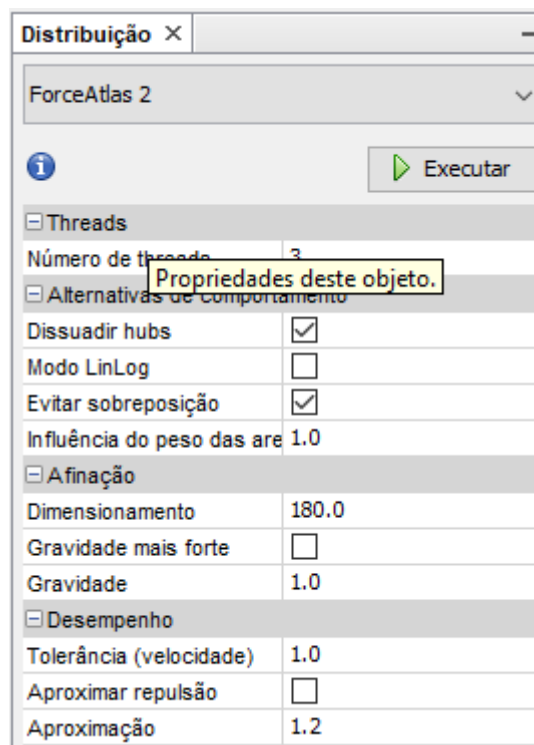


Fonte: *Software Gephi.*

Entretanto, a rede formada pelas 60 empresas tem questões mais interessantes e profundas de análise. O algoritmo de Fruchterman e Reingold foi apenas um passo para a análise real da rede, e foi utilizado para que uma configuração mais complexa de rede pudesse ser mais facilmente desenhada computacionalmente a partir dele.

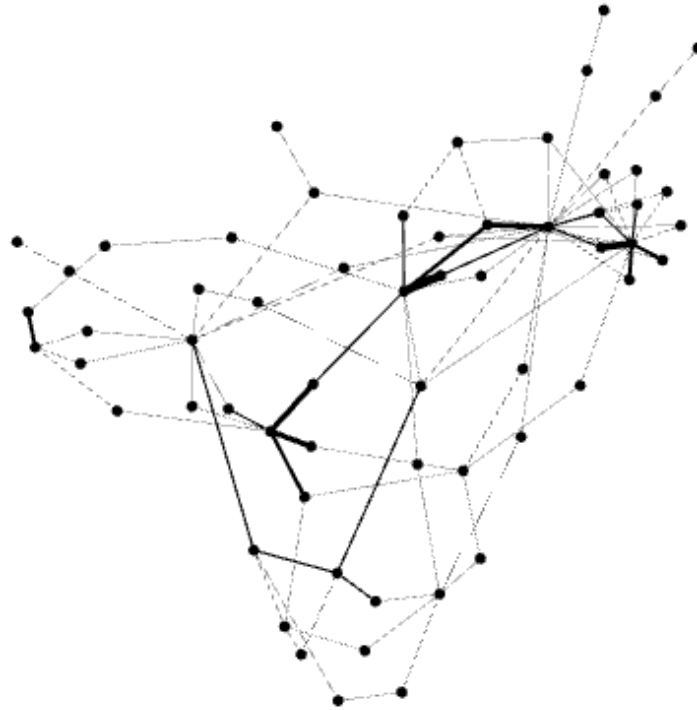
Então, a partir do algoritmo de Fruchterman e Reingold foi executado o algoritmo Force Atlas 2, desenvolvido por Mathieu Jacomy em 2011. A partir dele, é possível enxergar a polarização de grupos e afastamento daqueles que apresentam poucas conexões. Essas questões são de extrema importância ao verificar o fluxo e acesso às informações dos diversos atores em uma rede. Os parâmetros utilizados foram definidos no software de modo a tornar a rede clara sem sobreposição de informações, e estão descritos na Figura 4, e o esboço preliminar da rede desse algoritmo é dado pela Figura 5.

Figura 4– Parametrização da distribuição Force Atlas 2 no Gephi



Fonte: *Software Gephi.*

Figura 5– Esboço preliminar da rede pela Force Atlas 2 no Gephi



Fonte: *Software Gephi.*

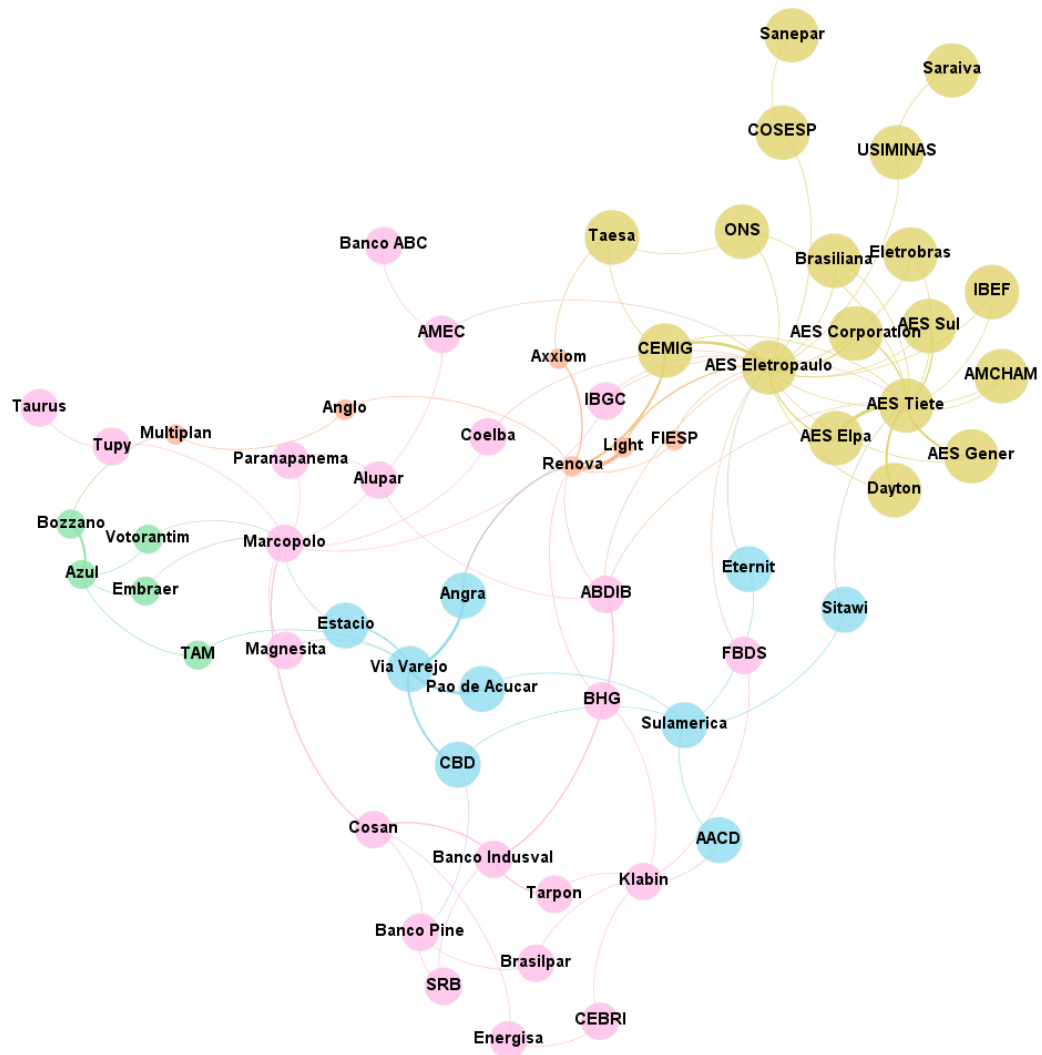
Por fim, alterações gráficas foram feitas a partir da rede preliminar Force Atlas 2, para melhor representar os resultados de acordo com as análises de interesse.



#### 4.3.3.1 Modularidade

O grafo com a modularidade obtida no Gephi está indicado na Figura 6:

Figura 6 – Modularidade da Rede



Fonte: Elaboração própria no Gephi.

Como a modularidade é uma medida de fragmentação, foram identificados 5 grupos/clusters na rede estudada. Essa medida indica grupos próximos e que tendem a trocar mais informações entre si.

É possível notar um cluster grande em amarelo, representado principalmente por empresas no setor de energia. Como já mencionado, empresas de um mesmo ramo tendem a

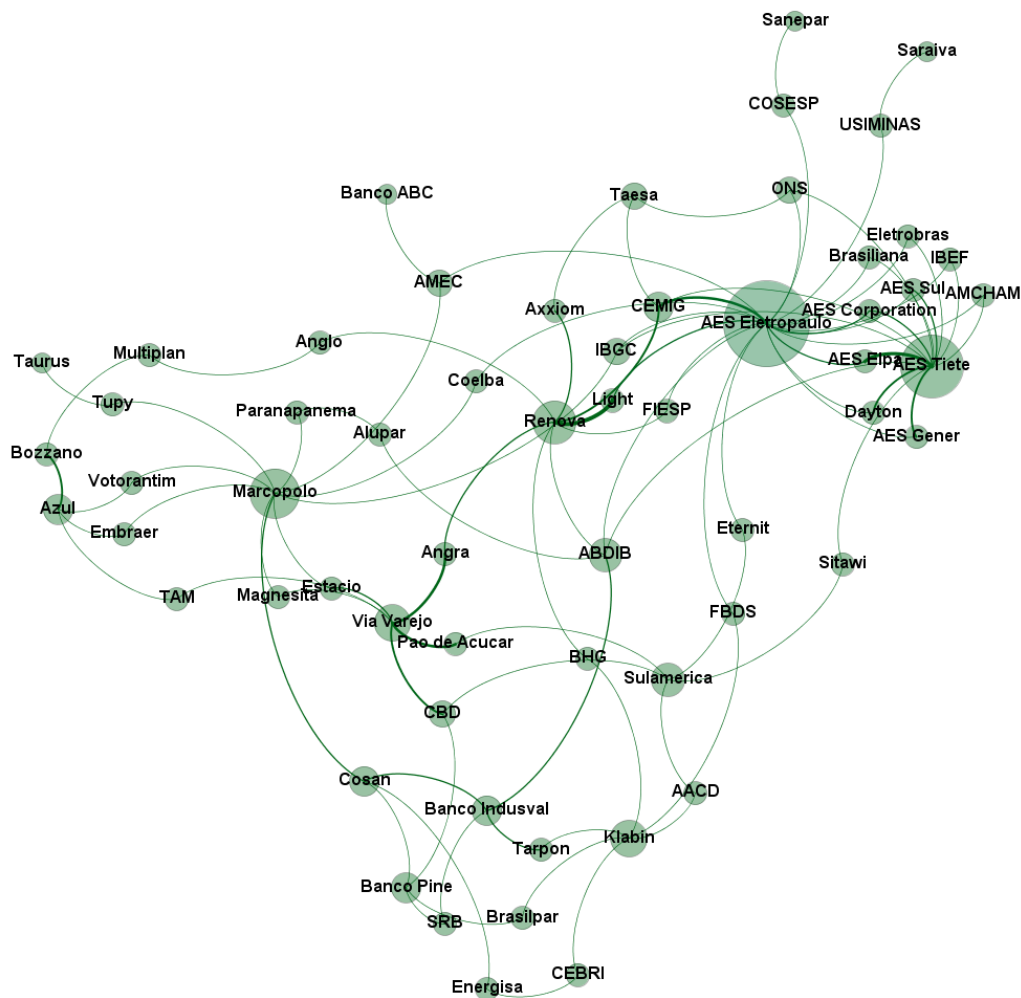
realizar conexões, e a proximidade na rede dessas empresas também facilita o compartilhamento de informações, além de conexões diretas entre si.

O menor cluster está indicado em laranja. Apesar de possuir mais empresas que o cluster verde, a heterogeneidade do setor de atuação, distância na rede, e conexões indiretas na rede fazem com que a troca de informações seja um pouco prejudicada.

#### 4.3.3.2 Centralidade de Grau

Também foi construído o grafo no Gephi com foco na Centralidade de Grau para a rede estudada, como mostra a Figura 7:

Figura 7– Centralidade de Grau da Rede



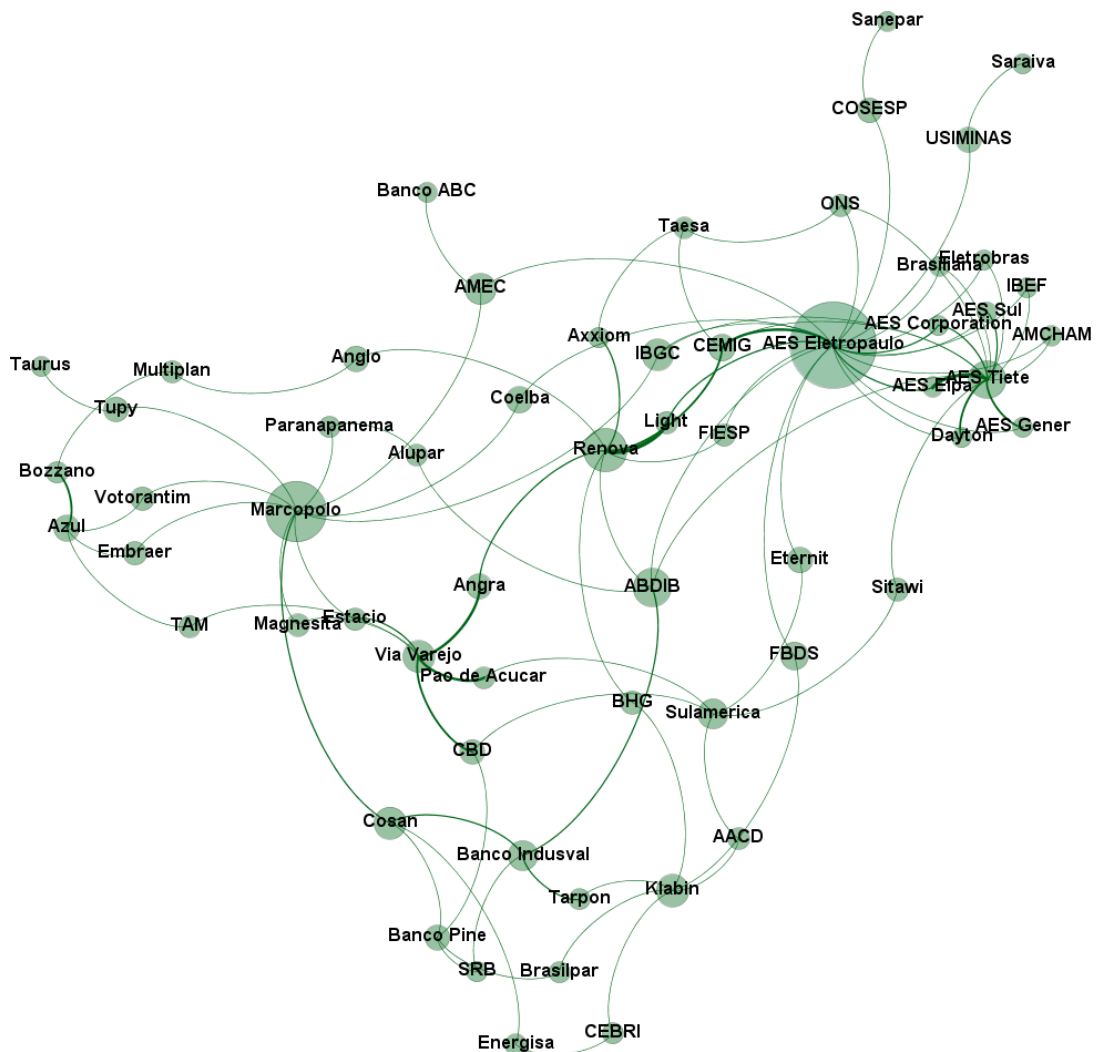
Fonte: Elaboração própria no Gephi.

As empresas AES Eletropaulo, AES Tietê, Marcopolo e Renova são mais centrais na rede, ou seja, possuem maior número de ligações com a rede e esse fato é ilustrado na Figura 7 pelo tamanho dos nós. Segundo o Apêndice A, que demonstra todas as medidas calculadas e executadas no Gephi, essas empresas possuem respectivamente 21, 14, 10 e 8 ligações com outras empresas da rede.

#### 4.3.3.3 Centralidade de Intermediação

O seguinte grafo gerado foi gerado com foco em Centralidade de Intermediação, como mostra a Figura 8:

Figura 8 – Centralidade de Intermediação da Rede



Fonte: Elaboração própria no Gephi.



As organizações ABDIB, IBGC, AMEC, AES Tietê e AES Eletropaulo merecem destaque no indicador de proximidade. Esse fato está relacionado à centralidade dessas empresas na rede, uma vez que a média da distância delas até todas as outras empresas acabam sendo menores.

Por outro lado, empresas como Bozzano, TAM, Taurus, Multiplan, Azul, Saraiva e Sanepar encontram-se na extremidade da rede, e por isso a média da distância delas até todas as outras empresas acabam sendo maiores. Os dados encontram-se ilustrados no Apêndice A.

#### 4.4 POSIÇÃO ACIONÁRIA

Foram levantados os dados de posição acionária para a amostra estudada, suas características intrínsecas, relações com a Governança Corporativa e também foi feita a análise de redes.

##### 4.4.1 Características Gerais da posição Acionária

Foram levantados os principais acionistas das empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da B3, conforme Tabela 8:

Tabela 8 – Posição acionária das empresas do N2-GC-B3

Empresa	Posição Acionária	Origem	% Ações Ordinárias	% Ações Preferenciais	% Ações do Total
Banco ABC Brasil	MARSAU URUGUAY HOLDINGS S.A. – <b>controlada por</b> ARAB BANKING CORPORATION (composto por AUTORIDADE DE INVESTIMENTOS DO KUWAIT, BANCO CENTRAL DA LIBIA e OUTROS)	Uruguai	94,82	24,13	59,81
	FMR LLC (FIDELITY INVESTMENTS)	EUA	0	5,01	2,48
	WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP – <b>representado por</b> WELLINGTON ENTITIES	EUA	0	4,7	2,33
	Outros		5,18	63,83	34,23
	Tesouraria		0	2,33	1,15
Banco Indusval	Manoel Felix Cintra Neto	Brasil	17,98	4,34	14,63
	Pedro Sylvio Weil	Brasil	0,37	2,17	0,81
	Greengo Fundo de Investimentos em Ações	Brasil	3,18	10,31	4,93
	Maria Cecilia Cavalcante Ciampolini	Brasil	2,5	0,01	1,89
	Afonso Antonio Hennel	Brasil	2,6	0,007	1,96
	WP X Brasil Fundo de Investimentos e Participações	Brasil	10,6	44,8	19
	Jair Ribeiro da Silva Neto	Brasil	10	5,9	9
	Roberto de Rezende Barbosa	Brasil	16,3	4,3	13,34

	Luiz Masagão Ribeiro	Brasil	17,15	4,3	13,99
	Outros		19,3	22,38	20,05
	Tesouraria		0	1,45	0,35
Banco Pine	Administradores	Brasil	0	11,07	5,11
	Roberto Nogueira Pinheiro	Brasil	100	30,76	68
	DEG-DEUTSCHE INVESTITIONS - UND ENTWICKLUNGSGESELLSCHAFT MBH	Alemanha	0	9,97	4,60
	Outros		0	45,4	20,97
	Tesouraria		0	2,79	1,29
Sulamérica	Swiss Re Direct Investments Company Ltd	Suíça	9,91	19,92	14,90
	Patrick Antonio Claude de Larragoiti Lucas	Brasil	0,37	0,76	0,56
	BlackRock, Inc. – <b>representado por HSBC Bank Brasil S.A.</b>	EUA	2,60	5,23	3,91
	Sulasapar Participações S.A. – composta por Sulasapar Participações S.A. (composta por Chantal de Larragoiti Lucas, Christiane Claude de Larragoiti Lucas, outros, Patrick Antonio Claude de Larragoiti Lucas), Sulemisa Participações Ltda (composta por Ema Mercedes Anita Sanchez de Larragoiti, Isabelle Rose Marie de Ségur Lamoignon e outros), Sultaso Participações Ltda (composta por Ema Mercedes Anita Sanchez de Larragoiti, Sophie Marie Antoinette de Ségur e outros), outros e ações em Tesouraria	Brasil	50,25	0,008	25,19
	Chantal de Larragoiti Lucas	Brasil	0,34	0,68	0,51
	Sophie Marie Antoinette de Ségur	Brasil	0,20	0,40	0,30
	Isabelle Rose Marie de Ségur Lamoignon	Brasil	0,17	0,34	0,26
	Christiane Claude de Larragoiti Lucas	Brasil	0,34	0,68	0,51
	International Finance Corporation	EUA	3,32	6,68	5
	Outros		31,26	62,82	47
	Tesouraria		1,21	2,43	1,82
	Tietê Energia	AES Holdings Brasil Ltda.– <b>composta por</b> AES Cayman Guafba Ltd (composta por Cemig II, CV e outros), Cemig II, CV (composta por La Plata III, outros e The AES Corporation), The AES Corporation (composta por Blackrock Inc, outros, State Street Global Advisors, e The Capital Group)	Brasil, EUA, Argentina	61,57	0,04
Centrais Elétricas Brasileiras S.A.		Brasil	4,02	10,48	7,93
BNDES Participações S.A - BNDESPAR		Brasil	14,38	37,40	28,33
Outros			20,01	52,08	39,44
Tesouraria			Não significativa	Não significativa	Não significativa
Alupar	CIME Administração e Participações S.A.– composta por Cambesa Investimentos e Administração S.A.,	Brasil	1,17	Não significativa	0,80

	outros e Paulo Roberto de Godoy Pereira				
	Perfin Administração de Recursos Ltda.	Brasil	2,38	6,04	3,55
	Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço - FI-FGTS – composto por Caixa Econômica Federal e outros	Brasil	5,89	24,92	12,00
	Guarupart Participações Ltda. – composta por CIME Administração e Participações S.A., ERG Projetos e Construções Ltda. e outros	Brasil	74,71	1,94	51,35
	Outros		15,85	67,10	32,30
	Tesouraria		Não significativa	Não significativa	Não significativa
Celesc	NEON LIBERTY CAPITAL MANAGEMENT LLC	EUA	Não significativa	5,09	3,04
	FUNDAÇÃO CELESC DE SEGURIDADE SOCIAL – CELOS – composto por OUTROS	Brasil	8,63	1,00	4,07
	GERAÇÃO L. PAR FUNDO DE INVESTIMENTO	Brasil	1,66	12,20	7,96
	EDP ENERGIAS DO BRASIL S.A.	Brasil	33,11	10,54	19,62
	CENTRAIS ELÉTRICAS BRASILEIRAS - ELETROBRAS	Brasil	0,03	17,98	10,75
	ALASKA POLAND FIA	Brasil	Não significativa	14,00	8,37
	ESTADO DE SANTA CATARINA – composto por ESTADO DE SANTA CATARINA e OUTROS	Brasil	50,17	0	20,20
	Outros		6,4	39,19	25,99
	Tesouraria		Não significativa	Não significativa	Não significativa
Eletropaulo	BNDES Participações S.A. - BNDESPAR	Brasil	18,73	Não significativa	18,73
	União Federal	Brasil	8	Não significativa	7,97
	AES Holdings Brasil Ltda	Brasil	16,83	Não significativa	16,83
	GWI Asset Management	Brasil	6,92	Não significativa	6,92
	Outros		47,70	Não significativa	47,70
	Tesouraria		1,82	Não significativa	1,82
Energisa	Samambaia Master Fundo de Investimento em Ações no Exterior - BDR Nível I – composto por outros e Ronaldo Cesar Coelho	Brasil	7,94	22,66	16,53
	Gipar S/A – composto por Itaú Unibanco, Nova Gipar Holding S/A (composta por Itacatu S/A, Itacatu S/A e outros) e outros	Brasil	66,13	4,28	30,03
	Ronaldo Cezar Coelho	Brasil	0,53	1,5	1,1

	GIF IV Fundo de Investimento em Participações	Brasil	3,9	11,26	8,22
	Outros		21,45	60,30	44,12
	Tesouraria		Não significativa	Não significativa	Não significativa
Renova Energia	BNDESPAR – composto por Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (composto por União Federal e outros) e outros	Brasil	2,35	17,77	5,58
	RR COMERCIALIZADORA DE ENERGIA E PARTICIPACOES S.A.	Brasil	19,33	1,38	15,57
	Fundo de Investimento em Participações Caixa Ambiental - FIP Caixa Ambiental	Brasil	1,65	12,51	3,93
	Infrabrasil Fundo de Investimento S.A	Brasil	3,53	26,66	8,37
	CEMIG GERAÇÃO E TRANSMISSÃO S/A – composto por Companhia Energética de Energia de Minas Gerais (composta por composta por Ações em Tesouraria, AGC Energia S.A., BNDESPAR, Estado de Minas Gerais e outras Entidades do Estado, FIA Dinâmica Energia e MGI - Minas Gerais Participações S.A.) e outros	Brasil	45,83	Não significativa	36,23
	Light Energia S.A – composta por Light Energia S.A de Minas Gerais (composta por BNDESPAR, Companhia Energética de Minas Gerais (CEMIG), Luce Empreendimentos e Participações S.A (Lepsa), outros e RME - Rio Minas Energia Participações S.A) e outros	Brasil	21,72	Não significativa	17,17
	Santa Bárbara Fundo de Investimento em Participações	Brasil	1,36	10,26	3,22
	Outros		4,20	31,38	9,90
	Tesouraria		Não significativa	Não significativa	Não significativa
Taesa	BlackRock Inc	EUA	2,50	6,70	4,30
	Western Asset Management Company Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Limitada	Brasil	3,02	8,06	5,18
	Maple-Brown Abbott Limited	Austrália	2,32	6,20	3,98
	Companhia Energética de Minas Gerais – composta por Ações em Tesouraria, AGC Energia S.A., BNDES Participações S.A., Estado de Minas Gerais (Casa Civil), Fundo de Investimento Dinâmica Energia e MGI Minas Gerais Participações S.A.	Brasil	36,96	1,27	21,67
	ISA Investimentos e Participações do Brasil S.A. – composta por ISA CAPITAL DO BRASIL S.A, ISA INTERCONEXION ELÉTRICA S.A.E.S.P. e outros	Brasil	26,03	1,27	14,87
	Outros		29,14	77,76	49,97



	Tesouraria		Não significativa	Não significativa	Não significativa
Gol Linhas Aéreas	HENRIQUE CONSTANTINO	Brasil	0,000003	Não significativa	0,000003
	JOAQUIM CONSTANTINO NETO	Brasil	0,000002	Não significativa	0,000002
	Aller Participações S/A – composta por CONSTANTINO DE OLIVEIRA JUNIOR, HENRIQUE CONSTANTINO, JOAQUIM CONSTANTINO NETO, RICARDO CONSTANTINO e outros	Brasil	Não significativa	0,05	0,004297
	CONSTANTINO DE OLIVEIRA JUNIOR	Brasil	Não significativa	0,70	0,059054
	Fundo de Investimento em Participações Volluto – composta por CONSTANTINO DE OLIVEIRA JUNIOR, HENRIQUE CONSTANTINO, JOAQUIM CONSTANTINO NETO, RICARDO CONSTANTINO e outros	Brasil	99,99	49,21	95,683120
	Delta Airlines, Inc.	EUA	Não significativa	12,37	1,052036
	RICARDO CONSTANTINO	Brasil	Não significativa	0,004	0,000390
	Outros		Não significativa	37,55	3,192196
	Tesouraria		Não significativa	0,10	0,008902
Azul	Hainan Airlines Co., Ltd.	China	Não significativa	22,43	5,80
	Kadon Empreendimentos S.A.	Brasil	Não significativa	3,94	1,01
	Rio Novo Locações Ltda.	Brasil	2,63	Não significativa	1,95
	ZDBR LLC	EUA	Não significativa	3,06	0,79
	Bozano Investments LLC	EUA	Não significativa	3,30	0,85
	Trip Participações S.A.	Brasil	21,78	5,46	17,56
	David Gary Neeleman	Brasil	67,00	0,10	49,70
	Trip Investimentos Ltda.	EUA	8,57	2,87	7,10
	BlackRock, Inc.	EUA	Não significativa	6,21	1,60
Saleb II Founder 1 LLC – composta por David Gary Neeleman e outros	EUA	Não significativa	2,35	0,60	

	Outros		Não significativa	50,19	12,97
	Tesouraria		Não significativa	0,05	0,01
Taurus	Estimapar Investimentos e Participações Ltda.	Brasil	3,13	Não significativa	2,25
	CBC Participações S.A. – composto por Bernardo Simões Birmann, CBC AMMO LLC, Indústria de Material Bélico do Brasil (IMBEL), outros e Thais Neves Birmann	Brasil, EUA	91,90	3,37	66,93
	Marcos Bodin de Saint Ange Comnene	Brasil	0,02	28,23	7,98
	Antonio Marcos Moraes Barros	Brasil	0,29	23,79	6,92
	Outros		4,66	44,61	15,92
	Tesouraria		Não significativa	Não significativa	Não significativa
Klabin	Monteiro Aranha S/A	Brasil	3,32	7,70	6,09
	Capital World Investors	EUA	2,95	6,84	5,41
	Klabin Irmãos & Cia – composta por Daro Participações S/A, Dawojobe Participações S/A, Esli Participações S/A, GL Holdings S/A, Glimdas Participações S/A, Jacob Klabin Lafer Adm. e Part. S/A, LKL Participações S/A, Miguel Lafer Participações S/A, outros, Presh S/A e VFV Participações S/A	Brasil	47,46	Não significativa	17,41
	BlackRock Inc	EUA	2,21	5,12	4,05
	The Bank Of New York Department	EUA	2,74	6,36	5,03
	Niblak Participações S/A – composta por Esli Participações S/A, GL Holdings S/A, Glimdas Participações S/A, Miguel Lafer Participações S/A, outros, Pedro Franco Piva e VFV Participações S/A	Brasil	7,16		2,63
	BNDES Participações S/A - BNDESPAR	Brasil	2,83	6,57	5,20
	Outros		29,78	63,82	51,34
	Tesouraria		1,55	3,59	2,84
Marcopolo	VATE PARTICIPAÇÕES E ADMINISTRAÇÃO LTDA – composta por outros, THEREZINHA LOURDES COMERLATO PINTO e VIVIANE MARIA PINTO BADO	Brasil	3,03	0,07	1,17
	BELLPART PARTICIPAÇÕES LTDA – composta por JAMES EDUARDO BELLINI, MAURO GILBERTO BELLINI, outros e PAULO ALEXANDER PACHECO BELLINI	Brasil	44,48	0,69	16,86
	ALASKA INVESTIMENTOS LTDA	Brasil	16,45	0,04	6,10
	VIVIANE MARIA PINTO BADO	Brasil	9,41	0,06	3,51
	T.ROWE PRICE ASSOCIATES	EUA		8,53	5,38
	DAVOS PARTICIPAÇÕES LTDA – composta por JAMES EDUARDO	Brasil	9,37	Não significativa	3,46

	BELLINI, MAURO GILBERTO BELLINI, outros, PAULO PEDRO BELLINI e VIVIANE MARIA PINTO BADO				
	FUNDAÇÃO PETROBRAS DE SEG SOC PETROS	Brasil	Não significativ a	14,27	9,00
	Outros		17,26	75,53	54,01
	Tesouraria		Não significativ a	0,81	0,51
Multiplan	Maria Helena Kaminitz Peres	Brasil	1,31	Não significativa	1,23
	1700480 Ontario Inc. – composto por Ontario Teacher’s Pension Plan e outros	Canadá	22,80	100	27,37
	Fundo de Investimento Multimercado Multiplus Investimento no Exterior Crédito Privado – composto por José Isaac Peres, Maria Helena Kaminitz Peres e outros	Brasil	0,18	Não significativa	0,17
	José Isaac Peres	Brasil	5,17	Não significativa	4,87
	Standard Life Aberdeen PLC	Inglaterra	15,19	Não significativa	14,29
	Multiplan Planejamento, Participações e Administração S.A.	Brasil	22,36	Não significativa	21,04
	Outros		32,39	Não significativa	30,47
	Tesouraria		0,60	Não significativa	0,56
Sanepar	XP Gestão de Recursos Ltda		Não significativ a	5,02	3,35
	ESTADO DO PARANÁ		60,09	Não significativa	20,03
	Outros		39,90	94,97	76,61
	Tesouraria		Não significativ a	Não significativa	Não significativa
Saraiva	José Claudio Pagano	Brasil	0,01	10,53	6,74
	Maria Henriqueta Saraiva M. Gonçalves	Brasil	5,20		1,87
	AC2 Investimentos Ltda.	Brasil		6,02	3,85
	Wifamma – Empreendimentos, Participações e Comércio Ltda	Brasil		2,07	1,32
	Maria Cecília Saraiva Mendes Gonçalves	Brasil	5,46		1,96
	H11 Gestão de Recursos Ltda.	Brasil		11,27	7,21
	Ernesto Zarzur	Brasil	5,02		1,81
	Olga Maria Barbosa Saraiva	Brasil	11,75		4,23
	Jorge Eduardo Saraiva	Brasil	46,98	7,73	21,88
	Outros		25,39	62,34	49,02
	Tesouraria		0,16		0,05
Via Varejo	Goldentree Fundo de Investimento em Ações	Brasil	6,35	13,12	9,68
	Twinsf Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privad - Investimento no Exterior	Brasil	6,1	12,6	9,29

	Companhia Brasileira de Distribuição – composta por Ações em Tesouraria, Almacenes Éxito S.A., Brandes Investment Partners, Carmignac Gestiom, Casino Guichard Perrachon, Geant Internacional BV, Helicco Participações LTDA., Jean Charles Henri Maouri, King LLC, outros, Segisor e Wikes Participações S.A	Brasil	62,53	23,46	43,30
	EK-VV Limited	Nova Zelândia	4,16	8,6	6,34
	Outros		20,85	42,22	31,36
	Tesouraria		Não significativa	Não significativa	Não significativa

Fonte: Elaboração própria.

O Quadro 3 demonstra as questões subjacentes enxergadas na Tabela 8. As questões estão indicadas hachuradas no quadro. Todas serão discutidas em todos os subtópicos desta seção.

Quadro 3 – Compilado de características acionárias

Empresa/ Característica	Administrador Investidor	Familiar Investidor	Administrador em Grupo de investimento	Investidores mesma área	Big Three	Investimento Exterior	Investidor Governo
Banco ABC Brasil							
Banco Indusval							
Banco Pine							
Sulamérica							
Tietê Energia							
Alupar							
Celesc							
Eletropaulo							
Energisa							
Renova Energia							
Taesa							
Gol Linhas Aéreas							
Azul							
Taurus							
Klabin							
Marcopolo							
Multiplan							
Sanepar							
Saraiva							
Via Varejo							

Fonte: Elaboração própria.

#### 4.4.1.1 Ações Ordinárias e Ações preferenciais

Ações ordinárias apresentam direito ao voto, enquanto ações preferenciais tem prioridade no recebimento de dividendos.

É importante entender essa diferença, uma vez que a questão do poder é fortemente expressada pela porcentagem de ações preferenciais e direito ao voto nas tomadas de decisão.

Na questão ações ordinárias, o Banco ABC, Taurus e Gol possuem quase a totalidade dessas ações nas mãos de um único grupo.

Na ABC e na Taurus esses grupos eram compostos por investidores do mesmo ramo de atuação na época do estudo. Posteriormente a Taurus fundiu-se com esse grupo formando a Nova Taurus. Já na Gol, os proprietários e Administradores fazem parte do grupo em controle do poder.

Já uma análise geral das questões preferenciais, não existem extremos. Os dividendos estão em sua maioria distribuídos entre acionistas minoritários.

#### 4.4.1.2 Big Three

Nas Tabelas 8 e Quadro 3, pode-se observar o aparecimento do “Big Three”, que é composto por BlackRock, State Street e Vanguard. Desses três fundos de investimento, estão presentes no N2 de Governança Corporativa da B3 os dois primeiros. Big Three é um grupo de investidores é interessante, uma vez que escolhe a carteira de investimento com base em um índice específico, em que o mix de que compõe a carteira é regido para evitar riscos e tornar mais fácil o acompanhamento, além de que os investimentos são acessíveis e a rentabilidade média (FICHTNER; HEEMSKERK, 2016).

Sulamérica, Tietê Energia, Taesa, Azul e Klabin compartilham com investidor o fundo BlackRock. Além disso, a Tietê Energia também tem como fundo investidor State Street. Essa caracterização mostra a mudança no cenário de investidores no mercado de ações, já que segundo Fichtner e Heemskerk (2016) uma vez que a propriedade corporativa também afeta o controle corporativo pelas tomadas de decisão.

#### 4.4.1.3 Internacionalização da Gestão

Foi possível observar que 65% das empresas listadas no N2-GC-B3 em 2017 possuíam investidores no exterior com *share* nas ações ordinárias. São eles: Banco ABC, Banco Pine, Sulamérica, Tietê Energia (através dos integrantes dos principais investidores), Celesc, Taesa,

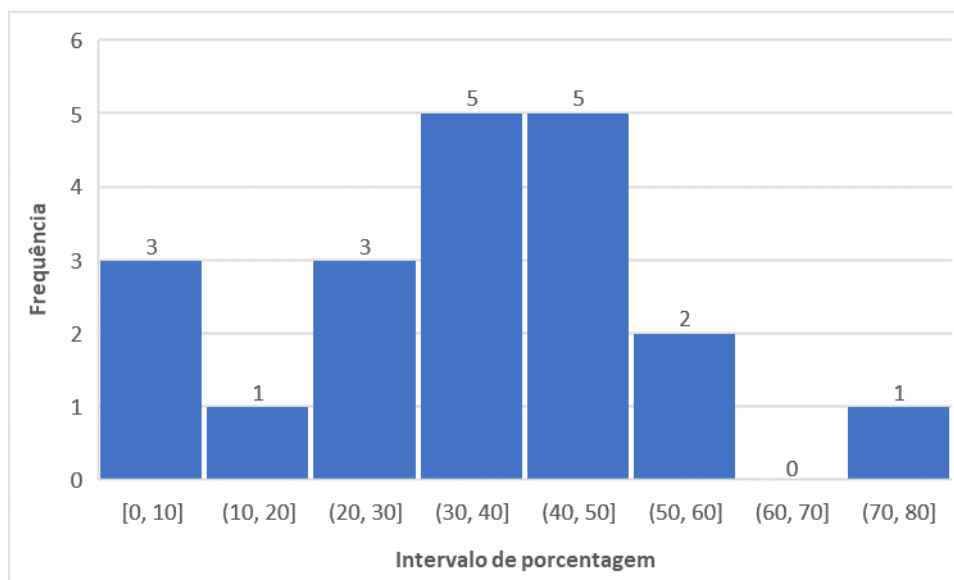
Gol, Azul, Taurus (através dos integrantes dos principais investidores), Klabin, Marcopolo, Multiplan e Via Varejo.

Apenas o Banco Indusval, Alupar, Eletropaulo, Energisa, Renova Energia, Sanepar e Saraiva não apresentavam internacionalização na gestão. Destacam-se as empresas do setor de geração e transmissão de energia, uma vez que estão atreladas ao Governo Estadual e/ou Federal e a Saraiva com suas raízes familiares. Uma informação adicional é que o Banco Indusval reformulou os seus negócios, com a venda de parte das ações para um grupo de investimentos chinês, então se tornou Banco Voiter e deixou de ser listado na B3 no final de 2020.

#### 4.4.1.4 Tesouraria e Outros acionistas

Na Tabela 8, o termo “Outros” representa o conjunto de acionistas minoritários, ou seja, aqueles que não tem representação significativa na situação que são analisados individualmente. Segue Gráfico 3, com a frequência dos intervalos de porcentagem para Outros acionistas.

Gráfico 3 – Histograma Outros Acionistas



Fonte: Elaboração própria.

Nota-se pelo histograma do Gráfico 3, que metade das empresas mantem de 30 a 50% das ações aos acionistas minoritários, que não possuem representação significativa diante dos outros acionistas, sejam eles Fundos de Investimentos, Pessoas Jurídicas ou Físicas, e até mesmo a Tesouraria da própria empresa. Nesse quesito, os extremos são representados pela

Renova, Gol e Azul que apresentam menos de 10% de suas ações em posse dos acionistas minoritários. Por outro lado, 76,1% das ações da Sanepar pertencem aos Outros acionistas.

O termo “Tesouraria” na Tabela 8 representa o conjunto de ações são compradas pela própria empresa no mercado de capitais abertos, e mantidas pela mesma em uma espécie de estoque, que recebe o nome de tesouraria. Nesse quesito, 19 empresas da amostra possuem porcentagens não significativas de ações em tesouraria ou menores que 3%. Apenas a Azul tem destaque, pois mantém 12,97% das ações em seu controle, o que pode representar uma segurança para momentos em que a empresa necessitar de investimentos rápidos para seu aprimoramento e expansão no setor de atuação.

#### 4.4.1.5 Posição acionária, artifícios e Governança Corporativa

A Tabela 8 e Quadro 3 forneceram questões que envolvem as empresas listadas no N2-GC da B3 no período estudado, e podem ser utilizadas em conjunto com a Quadro 3 para uma análise geral que envolve poder, controle e propriedade além de questões econômicas do segmento em que estão inseridas:

Para o Banco ABC, destaca-se o investidor MARS AU URUGUAY HOLDINGS S.A., que detêm quase 60% do total das ações, e quase 95% das ações ordinárias da companhia, ou seja, está presente em peso nas tomadas de decisão. Os conselheiros do Banco ABC estão presentes no Arab Banking Corp através de Board Interlocking, ou seja, há a troca de investimento e também informação.

Já no Banco Indusval, Manoel Felix Cintra Neto é Chairman do Banco Indusval e também seu investidor. Pedro Sylvio Weil é um empresário do ramo de investimentos, tendo várias empresas FIA. O mesmo ocorre com Maria Cecilia Cavalcante Ciampolini.

O Banco Pine tem Noberto Nogueira Pinheiro como Chairman e também seu investidor, é responsável por 68% do total das ações . Essa situação traz um questionamento sobre as práticas de Governança Corporativa, principalmente por possuir 100% das ações ordinárias.

Na Sulamérica a Família Larragoiti domina o grupo de investimentos com maior parte das ações ordinárias, além de possuir alguns membros desse grupo como majoritários, além de outras pessoa da família. Destaca-se que a família é herdeira da empresa.

A Alupar possui como principal investidor o Guarupart Participações Ltda., pertence a Paulo Godoy que possui as posições de Vice-Chairman e CEO da empresa.

Já na Energisa, Ronaldo Cezar Coelho tem participação significativa como investidor e também é gestor da empresa com maior participação, a Samambaia Master Fundo de

Investimento em Ações no Exterior. Grupo Gipar é um grupo pertencente à Família Botelho, que também está envolvida na administração da empresa.

Na Eletropaulo, apesar de já ter consolidado a sua privatização há anos, mantêm a característica de uma Estatal ao não abrir os dividendos por meio de ações preferenciais.

Já a Tietê Energia possui nos acionistas majoritários empresas elétricas, além de do grupo controlador AES também ser o principal investidor. O BNDES capta recursos para o Governo Federal por meio de mais de 50% das ações preferenciais dessa empresa.

A Gol Linhas Aéreas concentra o poder em mãos da família Constantino, que também ocupam posições como gestores. Também ocorreu Investimento por outra empresa do setor aéreo. De maneira complementar, o Fundo de Investimento em Participações Volluto pertence à Família Constantino e mais uma vez é possível enxergar artifícios que os donos das empresas utilizam para burlar as regras das companhias de capital aberto.

A Azul também possui empresas aéreas como investidores, formando uma rede colaborativa e integrada horizontalmente.

Já na Taurus, o principal investidor é CBC Participações S.A., que produz cartuchos, negócios complementares e com mesmo interesse de mercado.

A Klabin tem como principal investidor Klabin Irmãos & Cia como investidores, que também ocupam os cargos de gestão. Um de seus investidores, a Monteiro Aranha S/A. atua fortemente na Ultra e empresas do setor imobiliário como a MAPISA e MAGISA. Outro fator de destaque é a diversidade nos investidores da Klabin, composto por um dos grupos associados às “Big Three”, outros internacionais e até investimentos do governo.

Na Marcopolo James Eduardo Bellini é Chairman e faz parte de BELLPART PARTICIPAÇÕES LTDA, principal investidor.

Na Multiplan os administradores controlam a maior parte das ações ordinárias, escondendo-se também em grupos de investimentos que os mesmos controlam.

Sanepar, que é uma estatal de economia mista, por isso mantêm as decisões em posse do Governo do Estado, mas libera quase a totalidade dos dividendos aos acionistas minoritários. Saraiva mantêm a maior parte das ações ordinárias em mãos dos administradores.

A Companhia Brasileira de Distribuição (GPA) possuía a maior parte das ações ordinárias da Via Varejo no período estudado. O GPA controlava vários negócios no setor varejista brasileiro, até passar por uma grande reorganização nos últimos anos.

Por fim, a Renova Energia e a Taesa também possuem como principais controladores empresas do mesmo setor e o Governo Estadual e Federal com ações ordinárias.



Em um compilado, é possível verificar também que as empresas Tietê Energia, Alupar, Celesc, Eletropaulo, Renova Energia, Taesa, Klabin, Marcopolo e Sanepar possuem como principais acionistas fontes do Governo, seja ele Federal ou Estatal. O destaque está nas empresas de geração e transmissão de energia, e o grupo também contém empresas de saneamento e transporte. Essa questão ilustra os interesses políticos em setores diretamente associados ao desenvolvimento do país.

#### 4.4.2 Análise de Redes das Posições Acionárias

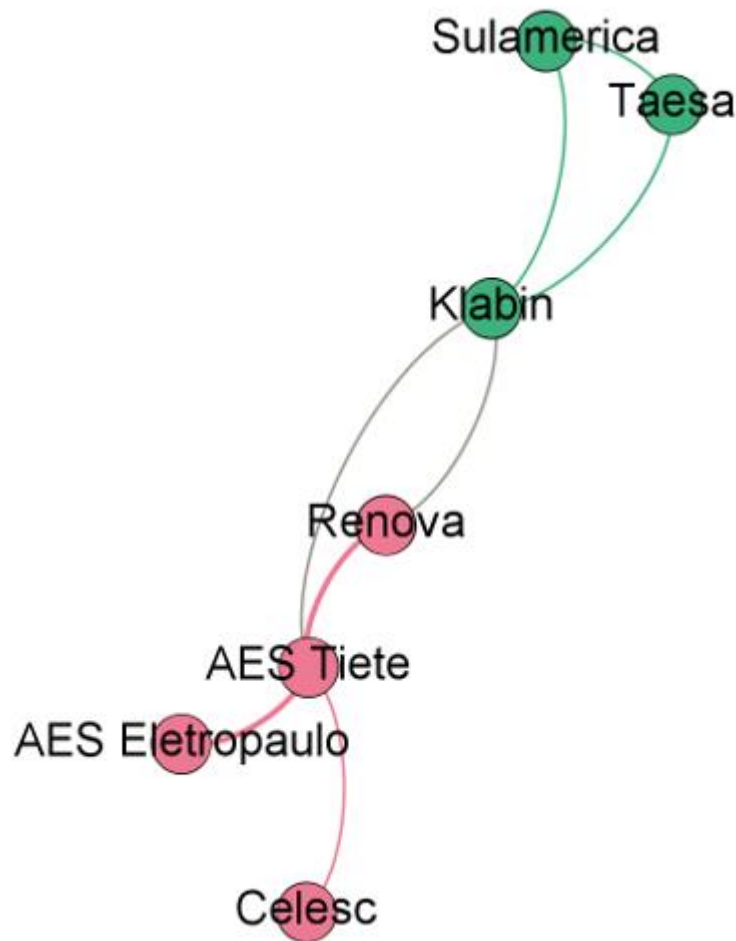
Para esse tópico será utilizada a Análise de Redes a partir do Software Gephi. Então, será feita uma análise de conexão dessas empresas através dos acionistas em comum. As medidas de centralidade e modularidade estão contidas no Apêndice B.

Apenas serão consideradas como amostra as 20 empresas listadas no N2-GC-B3. Dessas, apenas 7 estão conectadas entre si por meio dos acionistas em comum, e serão utilizadas para os desenhos de rede.

##### 4.4.2.1 Modularidade da Rede Acionária

O grafo com a modularidade obtida no Gephi está indicado na Figura 10 para a posição acionária.

Figura 10 – Modularidade da Rede Acionária das 20 empresas do N2-GC-B3



Fonte: Elaboração própria no Gephi.

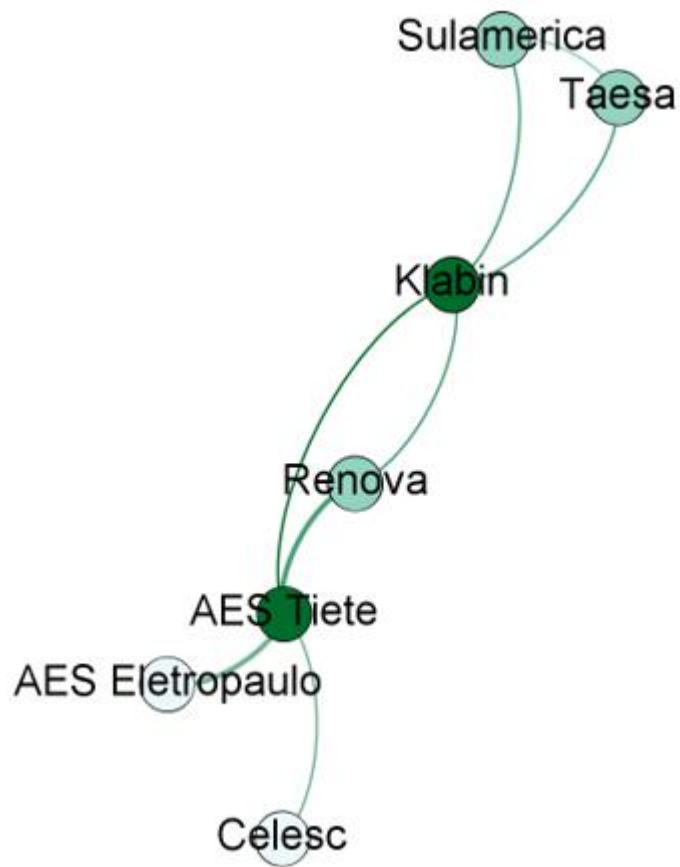
A modularidade encontrou apenas dois clusters, O cluster indicado em rosa e maior é composto apenas por empresas do setor de energia, enquanto o cluster em verde é heterogêneo e composto apenas pela Taesa do setor de energia, a Klabin de papel e celulose e a Sulamérica seguradora.

As empresas que interligam diretamente os grupos são a AES Tietê, Renova e Klabin. Assim, mesmo que esse conjunto de empresas não esteja ligada diretamente pelo Interlocking do Conselho de Administração, a posição acionária demonstra investidores com interesses em comum e que também podem ser fonte de informação.

#### 4.4.2.2 Centralidade de Grau da Rede Acionária

Também foi construído o grafo no Gephi com foco na Centralidade de Grau para a composição acionária, como mostra a Figura 11:

Figura 11– Centralidade de Grau da Rede Acionária das 20 empresas do N2-GC da B3



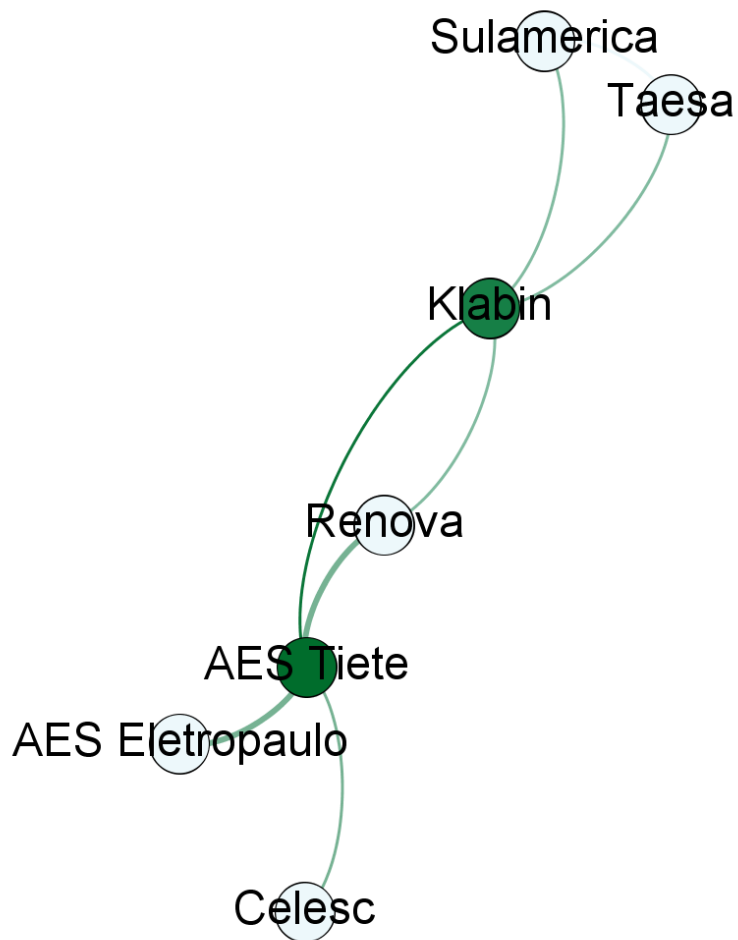
Fonte: Elaboração própria no Gephi.

As empresas que mais possuem ligações com a rede são a AES Tietê e Klabin, ou seja, ocupam uma posição mais central na rede. Empresas da extremidade como a AES Eletropaulo e Celesc são mais isoladas.

#### 4.4.2.3 Centralidade de Intermediação da Rede Acionária

O seguinte grafo gerado foi gerado com foco em Centralidade de Intermediação da rede acionária, como mostra a Figura 12:

Figura 12 – Centralidade de Intermediação da Rede Acionária das 20 empresas do N2-GC da B3



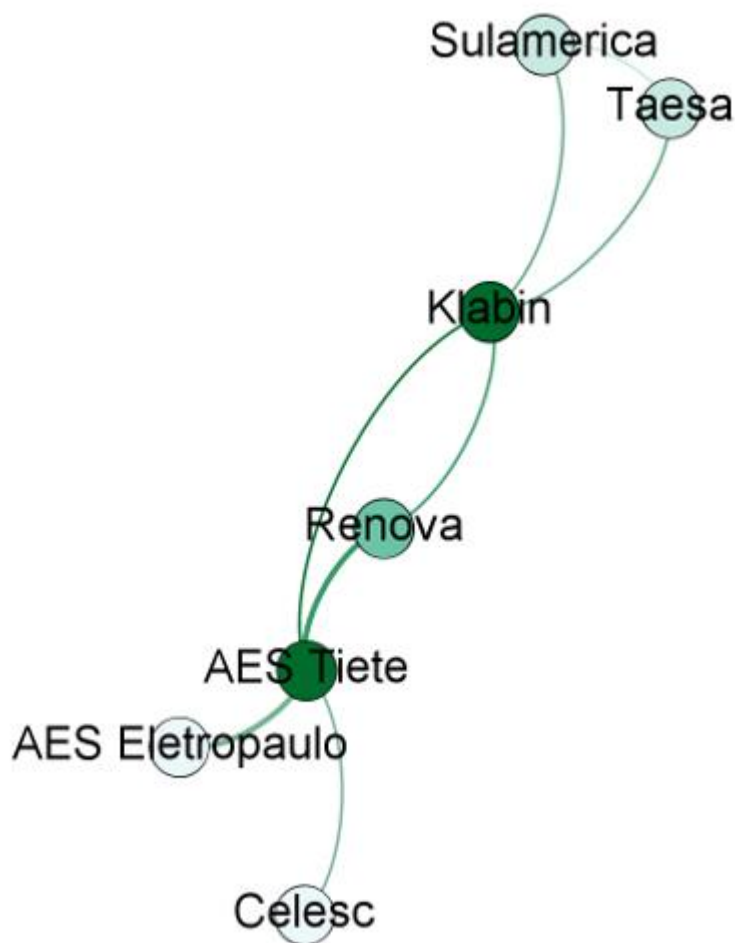
Fonte: Elaboração própria no Gephi.

Mais uma vez, a AES Tietê e a Klabin se destacam em indicadores de centralidade. A Renova, apesar de ocupar uma posição central na rede, tem o desempenho similar às empresas da extremidade da rede, uma vez que não constitui o caminho mais curto entre as combinações de empresas.

#### 4.4.2.4 Centralidade de Proximidade da Rede Acionária

A Figura 13 ilustra o grafo que foi gerado com o indicador de Centralidade de Proximidade da rede acionária:

Figura 13 – Centralidade de Proximidade da Rede Acionária das 20 empresas do N2-GC da B3



Fonte: Elaboração própria no Gephi.

Mais uma vez, empresas como AES Tietê e Klabin são destaques no indicador, entretanto a Renova vem logo em seguida no ranking, uma vez que a distância dela até as outras da rede também é menor, justamente pelo seu papel central na rede. As empresas na extremidade da rede são mais uma vez prejudicadas.

## 5. BOARD INTERLOCKING VERSUS COMPOSIÇÃO ACIONÁRIA

Uma vez que as ligações de Board Interlocking e ligações de Composição são variáveis distintas por virem de fontes diferentes, traçou-se o grafo apenas para a Modularidade, a fim de verificar se as conexões, caso somadas, mudam sua configuração geral de clusterização. Segue a rede formada na Figura 14:



ou não um ou mais investidores em comum. O Board Interlocking analisa o indivíduo, e com isso as bifurcações tornam-se mais interessantes e precisas.

Esse tópico foi desenvolvido partindo do princípio que a partir do Board Interlocking, pode-se retirar várias constatações sobre a troca de informações e controle nas empresas. Entretanto, outras variáveis podem ajudar a compreender mais a fundo como os laços corporativos são construídos e sua complexidade.

## **6. PANORAMA DA LITERATURA PARA OS CONSELHOS DE ADMINISTRAÇÃO E BOARD INTERLOCKING**

Em termos organizacionais, como elencado por Saltorato et al. (2019), a estrutura e propriedade, a composição dos conselhos de administração e a influência de investidores traçam a dinâmica da financeirização no espaço organizacional. De maneira complementar, o processo de financeirização pela centralização de capital e descentralização de operações produtivas, financeiras e comerciais reorganizou a economia e a geopolítica mundial por meio de novas formas de gestão. Com isso, surge uma mundialização que marca a atual fase do mercado financeiro. O Conselho de Administração passa a ter cunho estratégico para as empresas (OLIVEIRA, 2019).

A dinâmica da financeirização no estudo dos Conselhos de Administração do Nível 2 de Governança Corporativa da B3 foi constatada no levantamento sobre acionistas majoritários e minoritários, na presença em cargos de sócios-fundadores das empresas no Conselho de Administração e no poder de tomada de decisão no conselho, bem como a presença de grupos de investimentos.

No âmbito profissionalizante, Saltorato e Benatti (2018) discutiram a proliferação das Escolas de Negócios, com a função de formar, legitimar e atualizar a classe gerencial, o que trouxe uma sistematização da Gestão/Administração e atribuição de sucesso às instituições capitalistas com a ascensão dessa classe profissional. No presente trabalho, foi possível verificar elevado grau de formação dos conselheiros, por meio de especializações, pós-graduações de cunho profissional ou acadêmico, e em um geral em sua maioria nas áreas de Administração e Negócios, o que valida a influência e preferência desses profissionais para a tomada de decisão dos administradores presentes nos Conselhos de Administração.

Saltorato e Benatti (2018) também fizeram um aparato histórico e verificaram com base na Teoria da Agência que nas práticas de gestão, o acúmulo de cargos como CEO e Chairman é bastante comum, uma vez que os executivos não abrem mão de suas posições de prestígio e

poder, o que caracteriza o profissional classificado como CEO Celebridade. Com isso, as conquistas dos acionistas tornam-se comprometidas, bem como Shareholder Value, uma vez que o CEO Celebridade tem a possibilidade de defender os próprios interesses. No trabalho realizado, constatou-se o acúmulo de funções de CEO/Vice-CEO e Chairman/Vice-Chairman, muitas vezes com a presença de familiares/fundadores, o que faz com que possam ser questionadas as boas práticas de Governança Corporativa para o nível estudado.

Quanto ao tamanho do Conselho de Administração, as diretrizes atuais defendem conselhos menores, e mais independentes. Entretanto, isso de fato não ocorre uma vez que são verificadas relações entre membros internos e externos (SALTORATO, BENATTI, 2018). Neste trabalho, foi possível verificar o Board Interlocking intra-conselhos e inter-conselhos, o que caracteriza o compartilhamento de informações privilegiadas, sejam elas em organizações do mesmo setor ou não, em que podem ser questionados monopólios informacionais e integração vertical no fornecimento de contratos e recursos.

No âmbito comparativo com materiais disponíveis na literatura, fez-se um paralelo com o estudo realizado por Nascimento et.al (2020), que coletou dados de 25 empresas do Nível 1 de Governança Corporativa da B3 em meados de 2018. Dentre os setores com destaque, 7 empresas pertenciam ao setor de Energia Elétrica, seguidas por 4 do setor Financeiro, o que representa 44% da amostra estudada pelo autor. Para o Nível 2 de Governança Corporativa da B3, das 20 empresas estudadas, 7 pertenciam ao setor de Energia Elétrica e 4 ao Financeiro, o que representa 55% da amostra estudada.

Para as empresas do setor Financeiro, é natural a captação de recursos por meio de investimentos externos, pela visão de liberdade econômica e *know how* dos profissionais do setor.

Já para a explicação sobre a predominância do setor de Energia, pode-se utilizar o estudo de Gomes e Vieira (2009), em que os autores fizeram um quadro histórico da matriz energética elétrica para o Brasil de 1880 a 2002.

De 1880 a 1930, com destaque para a queda da Monarquia e instalação da República do Brasil, havia um monopólio privado de empresas do exterior, e não havia falta de energia. De 1931 a 1945 com destaque ao governo Vargas, a II Guerra Mundial e a quebra da Bolsa de Valores de Nova York, ocorreu a falta de investimentos, e os poucos existentes eram privados, o que faz com que exista um racionamento de energia em um sistema ainda de monopólio privado. Já de 1946 a 1962 com destaque para o fim da II Guerra Mundial e o início do Governo Dutra, a União e os Estados realizaram empréstimos do Banco Central, e ainda assim os investimentos não supriam a demanda em um sistema de monopólio privado. De 1963 a 1979,



a União por meio da Eletrobrás com a construção de Itaipu e os Estados utilizaram de fundos setoriais e aumento de taxas para suprir a demanda em um monopólio estatal. De 1980 a 1992 com mudanças no cenário mundial e a desvalorização do cruzeiro, a Eletrobrás e os Estados mantiveram um monopólio estatal com queda de investimentos, e o racionamento não ocorreu devido o início do funcionamento de usinas já planejadas. De 1993 a 2002 com destaque para Lei das Concessões de 1995 e a importância do BNDES, com o racionamento de energia e o pouco investimento por meio do Governo Federal e Estatal fizeram com o capital viesse das empresas privadas, com um modelo híbrido de investimento.

De maneira complementar, Gomes e Vieira (2009) atrelaram a organização do setor elétrico em formação e estrutura à disponibilidade de investimentos, bem como a ideologia de poder político vigente. Como no Brasil predomina a energia elétrica como força motora, o desenvolvimento do país está diretamente ligado à sua potência. Os autores chegaram a um modelo híbrido, em que o setor contava com investimentos federais e do setor privado. Mesmo com o estudo contemplando até o ano de 2002, atualmente percebe-se ainda mais esse modelo híbrido, com pouquíssimas empresas do ramo de energia sob domínio estatal.

Nascimento et.al (2020) também verificou a conformidade do tamanho de conselho. Todas as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa da B3 cumpriam os ditames legais da B3 e do IBGC, fato que também foi observado para o Nível 2 de Governança Corporativa da B3. Além disso, apesar de não ser uma premissa das boas práticas de GC do Nível 48% das empresas possuíam conselheiros independentes no Conselho de Administração. Para o Nível 2 de Governança Corporativa da B3, esse requisito é indispensável, e todas as empresas da amostra o cumpriam.

As questões de parentesco verificadas por Nascimento et.al (2020), apontaram que 48% das empresas da amostra do Nível 1 de Governança Corporativa da B3 apresentavam em seu Conselho de Administração a presença de familiares. Da mesma forma e em menor grau, o Nível 2 de Governança Corporativa da B3 apontou a presença de familiares em 30% das empresas estudadas.

Apesar da diretriz do não acúmulo de cargos, as empresas do Nível 1 de Governança Corporativa estudadas por Nascimento et.al (2020) também utilizavam artifícios de parentesco para o acúmulo de cargos entre Chairmen/Vice-Chairmen e CEO e Vice-CEO, e 16% das empresas da amostra estudada apresentavam essa questão. Para o Nível 2 de Governança Corporativa da B3, também com diretrizes legais para esse problema, 30% da amostra utilizava artifícios no acúmulo de cargos.

Na amostra de Nascimento et.al (2020), a diversidade de gênero nos conselhos também era baixa, em que apenas 6,5% da amostra era composta por mulheres, com presença em 48% das empresas. Já para Nível 2 de Governança Corporativa da B3, 6,3% da amostra era composta por mulheres, com presença em apenas 20% das empresas estudadas. Para discorrer sobre a situação feminina, o embasamento está no artigo de Hryniewicz e Vianna (2018), que atribui a baixa presença feminina nos cargos de gestão por uma cultura que vê naturalmente os homens como líderes, pelas suas características agênticas. De maneira complementar, Metz (2015) atribui a dificuldade de conquista dos cargos de gestão a natureza colaborativa das mulheres, em que o poder acaba sendo descentralizado e as posições gerenciais não firmadas.

Já na questão de formação acadêmica, para o Nível 1 de Governança Corporativa da B3 do estudo de Nascimento et. al (2020), revelou uma mão-de-obra qualificada, com um ranking de formação básica em Engenharia, Economia e Direito. No Nível 2 de Governança Corporativa da B3, o ranking de mão-de-obra especializada e base era formada por Administração, Engenharia e Direito. Nessa questão, em ambos os níveis se destacam os engenheiros pelo seu perfil flexível e dinâmico, e no Nível 2 a forte presença do administrador em cargos de gestão como profissão regulamentada e em crescimento nos últimos anos.

Quanto ao Board Interlocking, o Nível 1 de Governança Corporativa da B3 estudado por Nascimento et. al (2020) apresentava 41,7% dos conselheiros com presença em mais de um Conselho de Administração, enquanto que para o Nível 2 de Governança Corporativa da B3 80% dos conselheiros estavam em Board Interlocking. Para o Nível 1 de Governança Corporativa da B3, não havia Board Interlocking entre nenhuma das empresas listadas, e no Nível 2 de Governança Corporativa da B3 ocorria entre duas do setor de Energia. Entretanto, ambos os estudos verificaram conexões inter-conselhos nos dois níveis, ou seja, as empresas não se conectavam diretamente com outra do nível por meio de conexões diretas, mas sim por meio de uma empresa intermediária na expansão da amostra com empresas nacionais e internacionais, listadas ou não na B3.

Já na análise de redes do Board Interlocking, ambos os estudos fizeram uso de ferramenta de análise métrica de dados e desenho de redes, por meio do software Gephi.

O estudo de Nascimento et. al (2020) expandiu a amostra para empresas não listadas ou listadas em outro segmento, com o objetivo de verificar o Board Interlocking inter-conselho. Na Centralidade de Grau, o Banco Pan possuía maior número de conexões. Para a Centralidade de Intermediação através de uma análise visual da rede formada pela amostra expandida, destacaram a CEMIG, Eletrobrás e Usiminas, ou seja, os demais nós/companhias necessitam delas para troca de informações. Para a Centralidade de intermediação as empresas CEMIG,

Eletrobrás e Usiminas, como agentes intermediárias do fluxo de informações. A CEMIG também possuiu destaque na centralidade de proximidade, o que faz da empresa a com menor distância média entre as outras, o que também facilita o fluxo de informações.

Já no Nível 2 de Governança Corporativa da B3, também para uma amostra de empresas expandida, destacaram-se As empresas AES Eletropaulo, AES Tietê, Marcopolo e Renova como mais centrais na rede, ou seja, com maior número de ligações com a rede. Assim como na Centralidade de Grau, AES Eletropaulo, AES Tietê, Marcopolo e Renova possuem maior poder de intermediação na rede, ou seja, aparecem mais frequentemente como caminho mais curto entre outras duas empresas da mesma rede. Por fim, As organizações ABDIB, IBGC, AMEC, AES Tietê e AES Eletropaulo merecem destaque no indicador de proximidade. Para o estudo do Nível 2 de Governança Corporativa da B3, também foi calculada a medida de Modularidade, ou seja, a divisão das empresas da amostra em clusters. Foram identificados 5 grupos, que agrupavam de maneira geral empresas do mesmo setor de atuação, com destaque de um grande cluster para o setor de energia, e a exceção de um menor com heterogeneidade no setor de atuação e com medidas de centralidade prejudicadas. Assim como neste trabalho, o trabalho de Nascimento et. al (2020) também demonstrou a importância das empresas de energia na configuração das redes.

Com esse estudo comparativo da Literatura, foram constatados padrões descritivos e métricos, independentemente do nível estudado na B3. Em um modo geral, as empresas estudadas cumpriam os requisitos, por vezes por meio de artifícios. Empresas de Energia e Financeiras demonstraram-se centrais em ambas as redes estudadas.

A reflexão desses levantamentos para o Nível 1 e Nível 2 de Governança Corporativa da B3 fornece um insight para que os outros segmentos de listagem sejam estudados, a fim de expandir essa análise global realizada com base nas boas práticas de Governança Corporativa. Outra oportunidade está na realização de estudos que contemplem as bolsas de valores a nível mundial.

## **7. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

No contexto dos Conselhos de Administração, suas atribuições de monitoramento das decisões tomadas pelos dirigentes e de determinação das diretrizes estratégicas da empresa, levando em conta a defesa dos interesses dos acionistas, as obrigações legais e os preceitos de transparência que regem a atuação das empresas de capital aberto no Brasil, e considerando também, formação de redes de conexões sociais, esta pesquisa de cunho descritivo-exploratório

se dedicou a mapear a composição dos conselhos administrativos das 20 empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da Bolsa de Valores de São Paulo (N2-GC-B3); identificando ou não:

- A conformidade dos mesmos aos requisitos mínimos legais exigidos pela CVM em relação aos conselheiros independentes;
- A atuação feminina entre esses conselhos;
- A trajetória acadêmica dos conselheiros;
- A atuação simultânea dos conselheiros em conselhos de outras empresas, tanto listadas nesse segmento de GC, quanto outras, externas a ele, ou seja, conselheiros em situação de Board Interlocking;
- A formação de redes entrelaçando as empresas por meio Board Interlocking entre si;

Considerações das análises dos dados:

- Conselhos altamente conectados (13 dentre os 20 pesquisados têm 100% de seus conselheiros em situações de Board Interlocking);
- Conselhos onde CEOs acumulavam a posição de Chairman (Azul, entre 2008-2017);
- Conselhos, onde ainda que a *mesma pessoa*, não acumule as posições de CEO/Chairman, as mesmas encontraram-se ocupadas por familiares, inclusive por pai/filho (Saraiva e Energisa) e primos (Alupar);
- Conselhos compostos prioritariamente por familiares (Saraiva – 66,7%; Alupar – 57,1%, inclusive no caso de conselheiros independentes, como a Klabin);
- Conselhos onde a participação feminina é de meros 6,94% (e considerando a *participação feminina*, em conselhos onde não haja laços familiares entre as conselheiras e o Presidente do conselho, tal *participação* cai para 4,05%), não havendo, ainda nenhuma mulher na presidência dos conselhos analisados;
- Conselheiros com vastas trajetórias profissionais junto às esferas governamentais municipais, estaduais e federais, inclusive ex-ministros;
- A busca de legitimidade acadêmica pelos conselheiros junto, principalmente, aos cursos de pós-graduação (66,46% dos conselheiros) no exterior tanto em universidades de renome como outras de menor destaque internacional (64,22% dos conselheiros pós-graduados);

- Conselheiros atuantes em organizações voltadas para a inclusão social, ensino/educação, desenvolvimento sustentável, cidadania, artes, esportes, combate ao tráfico de animais silvestres, gestão de museus, etc.
- A formação de uma rede interconectando grupos/clusters de empresas não necessariamente pertencentes ao Nível 2 de GC da B3;

Comparando os três levantamentos relativos ao Board Interlocking envolvendo as empresas listadas no N2-GC-B3 apresentados se têm que o primeiro mapeou a atuação ou não de cada um dos 173 conselheiros da amostra pesquisada identificando que 140 deles atuam como conselheiros em *ao menos duas* das 789 empresas levantadas, resultando em uma rede de 809 empresas (789 não-listadas no N2-GC-B3 somadas às 20 listadas no N2-GC-B3).

Já um segundo levantamento identificou em 14 empresas (dentre as 20 pesquisadas) manifestações de Board Interlocking em que um (ou mais) conselheiro(s) dessas empresas atua(m) *juntamente* com outro(s) conselheiro(s) *dessa(s) empresa(s)* em outra(s), intensificando a conexão entre os mesmos ao atuarem *juntos* em um segundo (ou terceiro) conselhos. Ao considerar tais situações nessas 16 empresas foram identificadas 46 empresas nas quais os conselheiros das empresas da amostra atuam juntamente com outros conselheiros da mesma empresa, intensificando a conexão de Board Interlocking entre conselheiros (por empresa analisada individualmente).

Um terceiro levantamento de Board Interlocking reduziu a rede inicial de 809 empresas para uma mais densamente conectada de 60 ao conectar 18 empresas da amostra (dentre as 20) a outras 42 (dentre as 789) por meio da atuação de seus conselheiros em *ao menos três* conselhos/empresas desta rede (de 60 empresas), intensificando a conexão entre elas. Assim, depreende-se que a caracterização de conectividade por Board Interlocking nos três levantamentos é distinta. Enquanto a conectividade por Board Interlocking no primeiro levantamento se estabelece em função da atuação de um conselheiro da amostra em (ao menos) *outro conselho qualquer*; no segundo levantamento a conectividade se estabelece à medida que *dois* conselheiros de uma mesma empresa atuam *juntos em (ao menos) outro conselho*; já no último levantamento, a conectividade por Board Interlocking se estabelece em função da atuação de *um(ou mais) conselheiro(s) em (ao menos) três conselhos distintos* (sendo um destes, o conselho de uma das 20 empresas pesquisadas/listadas no N2-GC-B3 e os dois outros *podendo* ser de empresas não-listadas).

Comparando os três levantamentos relativos ao Board Interlocking realizados em termos de seus *poderes de conexão* das empresas/conselhos entre si, têm-se que; o primeiro

levantamento se estabelece requerendo *somente* a atuação (ou não) dos 173 conselheiros em algum outro conselho, resultando em uma rede de 789 empresas com *menor* poder de conexão dentre os três levantamentos realizados uma vez que este levantou a atuação de todos os 140 conselheiros em Board Interlocking nas 789 empresas identificadas. Já a rede de Board Interlocking resultante do segundo levantamento tem *maior* poder de conexão considerando, porém, *somente* os conselheiros de um mesmo conselho da amostra que *obrigatoriamente também atue(m) conjuntamente* com outros(s) conselheiro(s) da amostra em um segundo ou terceiro conselhos. Esta situação de Board Interlocking foi identificada em 14 empresas da amostra que tiveram seus conselheiros conectados a um total de outras 46 empresas, não conectando, no entanto, as empresas da amostra entre si, como se verificou no terceiro levantamento que resultou na formação de uma rede mais compacta e conexa que as duas primeiras resultantes destes dois levantamentos.

No terceiro levantamento percebeu-se a formação de uma rede de 60 empresas com um *maior* poder de conectar por meio de Board Interlocking, 90% das empresas da amostra (18 empresas de 20) entre si a outras 42 (dentre as 789 identificadas na primeira situação de Board Interlocking) em função de; (i) A centralidade de empresas da amostra como a AES Eletropaulo, AES Tietê e Marcopolo presentes à rede; (ii) A presença de 13 empresas da amostra onde 100% de seus conselheiros estão em Board Interlocking com outra(s); (iii) O estabelecimento de Board Interlocking entre 9 empresas da amostra (dentre estas a AES Eletropaulo, AES Tietê e Marcopolo) e organizações externas à amostra como ABDIB, Cosan, Cemig que também possuem 100% de seus conselheiros em situação de Board Interlocking e; (iv) A *obrigatoriedade de conexão entre três conselhos* para integrar esta etapa do levantamento de Board Interlocking, potencializado o poder de conexão entre esta rede.

Comparando o segundo e o terceiro levantamentos realizados, tem-se que; enquanto o segundo levantamento analisa e compara a atuação dos *conselheiros (empresa por empresa, isoladamente) em relação à sua atuação conjunta com outro(s) conselheiro(s) em uma segunda (ou terceira) empresa*, para assim agrupar as empresas cujos conselheiros estejam nesta situação de Board Interlocking em uma rede específica; o terceiro levantamento de Board Interlocking analisa e compara a atuação *de todos os 140 em outros dois conselhos além daquele da amostra (atuando assim em ao menos três conselhos)* para assim agrupar as empresas cujos conselheiros estejam nesta situação de Board Interlocking em uma rede específica, que no caso da amostra estudada se mostrou capaz de conectar 60 empresas entre si. Ou seja, à medida que 80,9% dos conselheiros em Board Interlocking, o estão por se conectarem às empresas externas ao N2-GC-B3 e não às empresas listadas neste mesmo segmento da B3,

o segundo levantamento não resultou em uma rede capaz de conectar tão densamente quanto o terceiro levantamento as empresas que analisou entre si.

Um quarto levantamento visou identificar quais empresas da amostra se conectavam por meio de Board Interlocking a outras empresas da amostra, tendo somente identificado uma situação em que isso ocorreu conectando as empresas AES Eletropaulo e AES Tietê por meio da atuação conjunta nessas duas empresas de dois conselheiros em comum, sendo um deles Britaldo Soares Pereira, Presidente do Conselho de ambas.

Quanto à análise de redes sociais para o Board Interlocking:

- Identificação de 5 clusters de atores que tendem a trocar mais informações entre si;
- AES Eletropaulo e AES Tietê figuram entre as empresas com bons indicativos de Centralidade de Grau, Intermediação e Proximidade, e também estão no bloco com a Modularidade em que a comunicação é mais provável de ocorrer;
- Empresas na extremidade da Rede apesar de se conectarem indiretamente às outras, possuem dificuldades no Grau de Centralidade e de Intermediação.

Ao realizar um aparato e transcorrer sobre a abertura econômica, nota-se que a Governança Corporativa também é uma ferramenta de adaptação principalmente para a consolidação do Corporativismo, já que ela possui mecanismos de controle que visam assegurar que os interesses de todos os acionistas, sejam eles majoritários ou minoritários, possam ser atendidos com o objetivo de expansão dos negócios e lucratividade da corporação.

Pode-se examinar o Board Interlocking como um agente auxiliador e até mesmo transformador nas ações de tomada de decisão das empresas. As informações provenientes do Board Interlocking muitas vezes servem de trampolim para a gestão, dado que o conteúdo dessas comunicações, por hora informais, agiliza e auxilia o processo de tomada de decisão.

Assim, um processo de tomada de decisão composto de estudos empíricos oficiais, que por ventura podem desprender mais tempo, pode ser facilitado e acelerado pelas informações advindas do Board Interlocking. Portanto, o Board Interlocking é capaz de agregar ao processo empírico de tomada de decisão o fator de informação privilegiada, o que pode modificar a gestão em uma empresa por meio da criação das redes de informação extraoficiais. De maneira complementar, o Board Interlocking permite que os gestores se distanciem do território da especulação devido ao maior acesso que possuem ao cenário empresarial.

O fenômeno de Board Interlocking em suas diferentes abordagens no trabalho concretizou-se por meio de empresas que atuam no mesmo setor ou também em setores

distintos. Respectivamente, essas atuações podem ser relacionadas com o conceito de integração horizontal e integração vertical.

Empresas do mesmo setor que estão em Board Interlocking e conseqüentemente em integração horizontal podem utilizar o *know-how* do negócio para estabelecer maior poder de influência no setor que estão inseridas, a fim de expandirem a participação no mercado frente às empresas concorrentes. A consolidação desses fatos poderia supostamente caracterizar um monopólio oculto, em que questões como política de preços, oferta *versus* demanda e desenvolvimento de tecnologia sofreriam impactos negativos.

Por outro lado, empresas de setores distintos em Board Interlocking e integração vertical podem virar fornecedoras uma das outras, por meio de insumos, prestação de serviços por meio de consultorias, treinamentos e desenvolvimento de projetos. O compartilhamento nessas empresas pode reduzir burocracias, por facilitar a obtenção de contratos e redução de trâmites legais, como exemplos. Assim, a informação do *core business* partilhado entre as corporações podem favorecer a escolha de potenciais fornecedores por meio de indicações.

Assim, o contexto social é capaz de influenciar, moldar e constranger a ação gerencial. Diante disso e de uma miríade de comportamentos possíveis, está a imitação de comportamentos organizacionais de outras organizações, como a adoção da Governança Corporativa, independentemente da racionalidade técnica dessa ação.

Profissionais mais bem relacionados, por meio de rede de conexões, podem possuir mais prestígio e poder, e conseqüentemente estabelecer mais conexões para o Conselho de Administração em que faz parte. Essa habilidade profissional certamente é um fator interessante que pode atrair atenção de empresas na hora da escolha do membro para o Conselho de Administração. De acordo com Connelly e Slyke (2012), muitas vezes esses profissionais que ocupam cargos altos utilizam o poder, prestígio e sua rede de conexões como uma oportunidade de carreira e acesso à informação.

Quanto à análise de redes sociais para a composição acionária:

- 7 das 20 empresas listadas no Nível 2 de Governança Corporativa da B3 compartilham investidores em comum;
- Também há destaque para as empresas do setor de energia;
- Apesar do setor de energia estar em destaque, também se encontram interligadas empresas de setores diferentes atuando em mesmos clusters;



- A análise da posição acionária permite enxergar artifícios que as empresas utilizam para que os sócios-proprietários ainda se mantenham no poder, seja por possuírem o share de ações ordinárias em seu nome, em grupo de investimentos ou até mesmo por meio de familiares;
- Por meio da análise da posição acionária por meio das ações ordinárias, foi possível identificar empresas com práticas de Governança Corporativa questionáveis, uma vez que Banco ABC, Taurus e Gol possuem quase a totalidade dessas ações nas mãos de um único grupo;
- Investimentos do Governo Federal ou Estatal estão centrados e mais uma vez dão destaque ao setor de energia. Saneamento básico e setor de papel e celulose também estão contemplados;
- As empresas “Big Three” aparecem como investidoras em 5 das 20 empresas estudadas, e predominantemente com aplicações no setor de energia. Sulamérica, Tietê Energia, Taesa, Azul e Klabin compartilham com investidor o fundo BlackRock. Tietê Energia também tem como fundo investidor State Street;
- 65% das empresas listadas no N2-GC-B3 possuíam investidores no exterior, o que mostra uma internacionalização da gestão;
- Metade das empresas mantem de 30 a 50% das ações aos acionistas minoritários;
- 19 empresas da amostra possuem porcentagens não significativas de ações em tesouraria ou menores que 3%;
- A análise de redes isolada da posição acionária, ou seja, apenas das 7 empresas que compartilham investidores, mostrou uma Modularidade com 2 clusters, maior Centralidade de Grau, Intermediação e Proximidade na AES Tietê e Klabin.

Também foi possível notar que o Board Interlocking mostra várias questões interessantes de análise de poder, propriedade e boas práticas de Governança Corporativa. Através dele, pode-se realizar a análise de cada indivíduo nos conselhos, para então validar como a gestão de diversas empresas de interesse estão ligadas, e com isso identificar questões importantes dessa troca.

As conexões do Board Interlocking quando somadas a outras questões que envolvem o mercado de capitais aberto, e no caso desse trabalho a posição acionária, constituem uma rede complexa e cada vez mais interligada capaz de deixar mais claros os laços corporativos e questões subjacentes, que são justamente oportunidades para trabalhos futuros.

Os estudos dos Conselhos de Administração e Board Interlocking em contraste com a Literatura e sob a ótica da financeirização levantaram artifícios e padrões intrínsecas e extrínsecas e oportunidades de estudos em outros segmentos da B3, bem como nas bolsas de valores internacionais.

## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, A.; ROSSETTI, J. P. **Governança corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências**. São Paulo: Atlas, 2004.
- ARRUDA, G. S.; MADRUGA, S. R; FREITAS JUNIOR, N. I. A governança corporativa e a teoria da agência em consonância com a controladoria. **Revista de Administração da UFSM**, v. 1, n. 1, p. 71–84, 2009.
- AUGUSTO, B.; MAIOR, S.; STELZIG, S. Artigo: Sobre trajetórias de sociabilidade: a idéia de relé social como mecanismo criador de novas redes sociais. **Política & Sociedade**, v. 3, n. 5, p. 56–77, 2004.
- BENTON, R. Corporate Governance and Nested Authority Cohesive Network Structure, Actor-Driven Mechanisms, and the Balance of Power in American Corporations. **AJS**, v.122, n.3 ,p. 661–713, 2016.
- CARBONAI, D. Os interlocking no mercado brasileiro de capitais: uma hipótese sobre as relações entre setores econômicos. **In 9º Congresso Latinoamericano de Ciência Política**, Montevideo, 2017.
- CHANDLER JR, A. D. STRATEGY AND STRUCTURE. 1962.
- CLAESSENS S. et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **Journal of Finance**, v.57, n.2, p. 2741–2771, 2002.
- CONNELLY, B. L.; VAN SLYKE, E. J. The power and peril of board interlocks. **Business Horizons**, v. 55, p. 403-408, 2012.
- CONYON, M. J.; MULDOON, M. R. The Small World of Corporate Boards. **Journal of Business Finance & Accounting**, v. 33, n.9/10, p. 1321–1343, 2006.
- COLEMAN, J. Foundations of Social Theory. **University of Chicago Press**, 1993.
- CHRISTENSEN, J.; KENT, P.; STEWART, J. Corporate governance and company performance in Australia. **Australian Accounting Review**, v. 20, n.4, p.372-386, 2010.
- DA CUNHA, P. R.; PICCOLI, M. R. Influence of board interlocking on earnings management. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 28, n. 74, p. 179–196, 2017.
- DEMSETZ, H; LEHN, K. The Structure of Corporate Ownership Causes and Consequences. **Journal of Political Economy**, v. 93, p. 1155-1177.3, 1985.
- DOBBIN, F.; JUNG, J. The misapplication of the Mr. Michael Jensen: how agency theory brought down the economy and why it might again. **In M. Lounsbury & P. M. Hirsch (Eds.)**, Markets on trial: the economic sociology of the US financial crisis: part B. Research in the sociology of organizations , v. 30B, p. 29-64, 2010.
- FANTTI, M. B. L.; DONADONE, J. C.. The influence of the financial logic in the National Quality Award. **Gestão & Produção**, v. 27, n. 2, 2020.

FAMA, E. F.; JENSEN, M. C. Separation of Ownership and Control Separation of Ownership and Control. **Journal of law and economics**, v. 26, n. 2, p. 301–325, 1983.

FICH, E. M.; WHITE, L. J. Why do CEOs reciprocally sit on each other's boards? **Journal of Corporate Finance**, v. 11, n. 1–2, p. 175–195, 2005.

FLIGSTEIN, N. Social Skill and the Theory of Fields. **Sociological Theory**, v. 19, n.2, p.105-125, 2001.

FREITAS, L. MEDIDAS DE CENTRALIDADE EM GRAFOS. **Dissertação Mestrado UFRJ**, 2010.

FREEMAN, L. C. Centrality in social networks conceptual clarification. **Social networks** , v. 1, n. 3, p. 215 - 239, 1978.

FROUD, J. et al. Shareholder value and financialization: Consultancy promises, management moves. **Economy and Society**, v. 29, n. 1, p. 80–110, 2000.

GELETKANYCZ, M. A.; HAMBRICK, D. C. The External Ties of Top Executives: Implications for Strategic Choice and Performance. **Administrative Science Quarterly**, v. 42, n. 4, pp. 654–681, 1997.

GOMES, J. P. P.; VIEIRA, M. M. F.. (2009). O campo da energia elétrica no Brasil de 1880 a 2002. **Revista De Administração Pública**, v. 43, n. 2, p.295–321, 2009.

METZ, E. S. Gestão feminina: a presença das mulheres na liderança de empresas. **Ágora : revista de divulgação científica**, [S. l.], v. 19, n. 2, p. 169–178, 2015.

GROSSETTI, M.; BÈS, M. P. Dynamique des réseaux et des cercles. **Revue d'économie industrielle** , n. 103, p. 43 - 57, 2003.

GRÜN, R. Atores e ações na construção da governança corporativa brasileira. **Revista Brasileira de Ciências Sociais**, v. 18, n. 52, 2003.

GUILLÉN, M. F. Business Groups in Emerging Economies: A Resource-Based View. **The Academy of Management Journal**, v. 43, n. 3, p. 362–380, 2000.

HAMDAN, A. Board interlocking and firm performance: the role of foreign ownership in Saudi Arabia. **International Journal of Managerial Finance**, v. 14, n. 3, p. 266–281, 2018.

HIRSHLEIFER, D. Managerial Reputation and Corporate Investment Decisions. **Financial Management**, v. 22, n. 2, p. 145, 1993.

HRYNIEWICZ, L. G. C.; VIANNA, M. A.. Mulheres em posição de liderança: obstáculos e expectativas de gênero em cargos gerenciais. **Cadernos EBAPE.BR**, v. 16, n. Cad. EBAPE.BR, 2018 16(3), p. 331–344, jul. 2018.

HITT, M. A; IRELAND, R. D.; HOSKISSON, R. E. **Administração estratégica: competitividade e globalização. [Revisão Técnica]**. São Paulo: Cengage Learning , 2008.

JAMALUDIN, M. F.; HASHIM, F. Corporate governance, institutional characteristics, and director networks in Malaysia. **Asian Academy of Management Journal of Accounting and**

**Finance**, v. 13, n. 2, p. 135–154, 2017.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.

KELLY, M.; MOODY, S. M. Policy Analysis in the Post-Positivist Era: Engaging Stakeholders in Evaluating the Economic Development Districts Program. **Public Administration Review**, v. 53, n. 2, p. 135–142, 1993

LA PORTA, R. et al. (1999), Corporate Ownership Around the World. **The Journal of Finance**, v. 54, p. 471-517, 1999.

LEITE, E. S. Governança corporativa e mídia : a construção do mercado financeiro no Brasil. **Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção), Universidade Federal de São Carlos, 2007.**

MASCENA, K. et al. Relação entre características do Conselho de Administração e Monitoramento. **Revista de Administração FACES Journal**, v. 15, n. 4, p. 127–143, 2016.

MENDES-DA-SILVA, W. Small Worlds and Board Interlocking in Brazil: A Longitudinal Study of Corporate Networks, 1997-2007. **SSRN Electronic Journal**, v. 9, n. 4, p. 521–548, 2012.

MIZRUCHI, M.S. What Do Interlocks Do? An Analysis, Critique, and Assesment of Research on Interlocking Directors. **Annual Rev. of Sociology**, v. 22, p. 271-298, 1996.

MOL, M. Creating wealth through working with others: Interorganizational relationships. **The Academy of Management Executive**, v. 15, n. 1, p.150, 2001.

NASCIMENTO, F. P. et al. Conselhos de Administração e Board Interlocking entre as empresas listadas no nível 1 de Governança Corporativa da B3. **Revista Pensamento Contemporâneo em Administração**, v.14, n.2, p. 168–190, 2020.

NEWMAN, M; GIRVAN, M. Finding and evaluating community structure in networks. **Physical review. E, Statistical, nonlinear, and soft matter physics**, v. 69 2 Pt 2, p. 26113, 2004.

OKIMURA, R. T. **Estrutura de propriedade, governança corporativa, valor e desempenho das empresas no Brasil**. São Paulo. Dissertação (mestrado) - Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, 2003.

OLIVEIRA, V. T. Análise do Conselho de Administração da BRF S.A. como um campo de ação estratégica. **Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal de São Carlos, São Carlos, 2019.** Disponível em: <https://repositorio.ufscar.br/handle/ufscar/11189>.

PEDERSEN, T., THOMSEN, S. European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study. **Journal of Internacional Bussiness Studies**, n. 28, p. 759–778, 1997.

PENG, M. W. et al. Board interlocks and corporate performance among firms listed abroad. **Journal of Management History**, v. 21, n. 2, p. 257–282, 2015.

PFEFFER, J.; SALANCIK, G. R. The external control of organizations: a resource dependence perspective. New York: **Harper & Row**, 1978.

RIBEIRO, F.; COLAUTO, R. D. A Relação entre Board Interlocking e as Práticas de Suavização de Resultados. **Revista Contabilidade e Finanças**, v. 27, n. 70, p. 55–66, 2016.

SALTORATO, P.; BENATTI, G. Reinventando o campo organizacional do Management: da construção social do Shareholder Value à emergência do CEO Celebridade. **Gestão & Produção**, v. 25, n. 2, p. 251–268, 2018.

SALTORATO, P.; BENATTI, G. The organizational restructuring performative act under shareholder value management ideology. **REVISTA BRASILEIRA DE GESTÃO DE NEGÓCIOS**, v. 19, n. 64, 2017.

SALTORATO, P.; SIGAHI, T. F. A. C.; TESSARINI JÚNIOR, G. EXECUTIVOS SOB INTERVENÇÃO: organização e controle do trabalho sob a lógica da financeirização. **REVISTA DE CIÊNCIAS SOCIAIS - POLÍTICA & TRABALHO**, [S. l.], v. 1, n. 50, p. 175–197, 2019.

SANTOS, R. L.; SILVEIRA, A. Board Interlocking no Brasil : A Participação de Conselheiros em Múltiplas Companhias e seu Efeito sobre o Valor das Empresas. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 5, n. 2, p. 125–163, 2007.

SHLEIFER, A.; VISHNY, R. A Survey of Corporate Governance. **Journal of Finance**, v. 52, p. 737-783, 1997.

SIFFERT FILHO, N. **A teoria dos contratos econômicos e a firma**. Tese (Doutorado em Economia) – FEA/USP, São Paulo, 1996.

SIQUEIRA, T. V. Concentração da Propriedade nas Empresas Brasileiras de Capital Aberto. **Revista do BNDES**. Rio de Janeiro, v. 5, n. 10, p.37-62, dez. 1998.

SZALACHA, J. Interlocking directorates and possible conflict of interests. **Polish Sociological Review**, v. 174, n. 2, p. 205–216, 2011.

TOMAEL, M. I.; MARTELETO, R. M. Redes sociais de dois modos : Two-mode social networks : conceptual aspects. **Transinformação**, v. 25, n. 3, p. 245–253, 2013.

## APÊNDICES

## APÊNDICE A

Tabela de Indicadores obtidas no Gephi para o Board Interlocking

Id	Label	degree	closeness centrality	betweenness centrality	modularity_class
Tupy	Tupy	2	0.270642	0.033898	2
Magnesita	Magnesita	2	0.29798	0.01718	2
Angra	Angra	2	0.295	0.034212	3
Axxiom	Axxiom	2	0.263393	0.004688	0
CEMIG	CEMIG	4	0.35119	0.048174	4
FIESP	FIESP	2	0.33908	0.016464	0
Anglo	Anglo	2	0.270642	0.038202	0
Bozzano	Bozzano	2	0.213768	0.011585	1
TAM	TAM	2	0.232283	0.013615	1
CBD	CBD	3	0.289216	0.031597	3
Brasilpar	Brasilpar	2	0.270642	0.008831	2
AACD	AACD	2	0.261062	0.012218	3
Sitawi	Sitawi	2	0.30102	0.020499	3
IBEF	IBEF	2	0.31383	0.001045	4
FBDS	FBDS	2	0.335227	0.055766	2
Tarpon	Tarpon	2	0.270642	0.006367	2
SRB	SRB	2	0.268182	0.005186	2
Cosan	Cosan	4	0.31383	0.084946	2
CEBRI	CEBRI	2	0.261062	0.008438	2
BHG	BHG	2	0.280952	0.023612	2
Light	Light	2	0.33908	0.016464	0
ABDIB	ABDIB	5	0.383117	0.124312	2
Paranapanema	Paranapanema	2	0.283654	0.009649	2
Coelba	Coelba	2	0.364198	0.04396	2
IBGC	IBGC	3	0.373418	0.07875	2
AES Sul	AES Sul	2	0.31383	0.001045	4
Dayton	Dayton	2	0.31383	0.001045	4
Brasiliiana	Brasiliiana	2	0.31383	0.001045	4
AMEC	AMEC	3	0.36875	0.077859	2
Votorantim	Votorantim	2	0.280952	0.024948	1
Embraer	Embraer	2	0.280952	0.024948	1
Estacio	Estacio	2	0.29798	0.01718	3
Pao de Acucar	Pao de Acucar	2	0.273148	0.010394	3
Eternit	Eternit	2	0.335227	0.038393	3
AES Elpa	AES Elpa	2	0.31383	0.001045	4
AES Gener	AES Gener	2	0.31383	0.001045	4
AES Corporation	AES Corporation	2	0.31383	0.001045	4

Eletrobras	Eletrobras	2	0.31383	0.001045	4
ONS	ONS	3	0.320652	0.016113	4
AMCHAM	AMCHAM	2	0.31383	0.001045	4
USIMINAS	USIMINAS	2	0.310526	0.033898	4
COESP	COESP	2	0.310526	0.033898	4
Taurus	Taurus	1	0.213768	0	2
Marcopolo	Marcopolo	10	0.364198	0.282374	2
Via Varejo	Via Varejo	6	0.286408	0.08155	3
Renova	Renova	8	0.347059	0.163574	0
Taesa	Taesa	3	0.265766	0.007855	4
AES Tiete	AES Tiete	14	0.36875	0.120957	4
AES Eletropaulo	AES Eletropaulo	21	0.440299	0.458111	4
Multiplan	Multiplan	2	0.226923	0.015697	0
Azul	Azul	4	0.245833	0.040324	1
Sulamerica	Sulamerica	5	0.307292	0.068507	3
Banco Pine	Banco Pine	4	0.270642	0.034681	2
Klabin	Klabin	6	0.310526	0.086906	2
Banco Indusval	Banco Indusval	4	0.335227	0.067505	2
Energisa	Energisa	2	0.25	0.011132	2
Alupar	Alupar	2	0.304124	0.010271	2
Banco ABC	Banco ABC	1	0.270642	0	2
Saraiva	Saraiva	1	0.237903	0	4
Sanepar	Sanepar	1	0.237903	0	4



## APÊNDICE B

Tabela de Indicadores obtidas no Gephi para a Composição Acionária

Id	Label	degree	closeness	betweenness	modularity_class
Banco ABC	Banco ABC	0	0	0	0
Banco Indusval	Banco Indusval	0	0	0	1
Banco Pine	Banco Pine	0	0	0	2
Sulamerica	Sulamerica	2	0.5	0	3
AES Tiete	AES Tiete	4	0.75	9	5
Alupar	Alupar	0	0	0	4
Celesc	Celesc	1	0.461538	0	5
AES Eletropaulo	AES Eletropaulo	1	0.461538	0	5
Energisa	Energisa	0	0	0	6
Renova	Renova	2	0.6	0	3
Taesa	Taesa	2	0.5	0	3
Gol	Gol	0	0	0	7
Azul	Azul	0	0	0	8
Taurus	Taurus	0	0	0	9
Klabin	Klabin	4	0.75	8	3
Marcopolo	Marcopolo	0	0	0	10
Multiplan	Multiplan	0	0	0	11
Sanepar	Sanepar	0	0	0	12
Saraiva	Saraiva	0	0	0	13
Via Varejo	Via Varejo	0	0	0	14