

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CASO HIPOTÉTICO: AQUISIÇÃO DA OI PELA TIM

João Pedro Veiga Ponce de Leon

No. de matrícula: 1610560

Orientador: Profa. Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Prof. Marcio Garcia

Junho, 2020

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CASO HIPOTÉTICO: AQUISIÇÃO DA OI PELA TIM

João Pedro Veiga Ponce de Leon

No. de matrícula: 1610560

Orientador: Profa. Maria Elena Gava

Coordenador de Monografia: Prof. Marcio Garcia

"Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor".

Junho, 2020

"As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor"

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, gostaria de agradecer a todo o departamento de Economia da PUC-Rio, seus professores e funcionários, pelo suporte e ensinamentos ao longo de 4 anos.

À minha família, pelo apoio incondicional durante toda a minha formação acadêmica, ainda mais forte nesta reta final.

Aos meus amigos de curso, em especial ao André Moretta, Bruno Fischer, Danilo Brandão, Francisco Costa, João Pedro Fonseca e Thiago Bocayuva, por me acompanharem nessa jornada. Tenho certeza que muitas ainda virão.

Finalmente, à minha orientadora, Maria Elena Gava, pelos seus conselhos e sugestões, que muito ajudaram a chegar ao resultado final deste trabalho.

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	7
2.	O CENÁRIO ECONÔMICO	9
3.	O SETOR DE TELECOMUNICAÇÃO NO BRASIL	11
3.1.	Histórico do Setor	11
3.1.1	Vivo	13
3.1.2	Claro	13
3.1.3	Tim	14
3.1.4	Oi	14
3.1.5	Histórico de Fusões	14
3.2.	Um Panorama Atual	15
4.	PLC 79 - REGULAÇÃO DAS TELECOMUNICAÇÕES NO BRASIL ..	18
4.1	As Questões Regulatórias no Brasil.....	18
4.2	O que é o PLC 79?	19
4.3	A OI S.A. e o PLC 79	21
5.	AS EMPRESAS	23
5.1	OI S.A.	23
5.2	TIM	31
6.	INTRODUÇÃO À AQUISIÇÃO	36
6.1	Classificando a Aquisição	36
6.2	Passos da Aquisição	37
7.	TEORIA DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	38
7.1	Contabilidade para a Avaliação de Empresas	38
7.2	O Método de Fluxo de Caixa Descontado.....	42
7.1.1	Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).....	43
7.1.2	Capital Asset Pricing Model (CAPM)	44
7.1.2.1	Taxa Livre de Risco (R_F)	46
7.1.2.2	Prêmio de Risco.....	46
7.1.2.3	Beta	47

8.	VALUATION DA OI S.A.	48
8.1	Premissas Macroeconômicas	48
8.2	Receita	48
8.3	Custos e Despesas	50
8.4	Lucro Operacional	51
8.5	CAPEX	51
8.6	Capital de Giro	52
8.7	Fluxo de Caixa Livre para a Firma	52
8.8	Taxa de Desconto	53
	8.8.1 Custo de Capital de Terceiros	53
	8.8.2 Custo de Capital Próprio	54
8.9	Perpetuidade e Valor da Firma	55
9.	A AQUISIÇÃO	56
9.1	Valor da Sinergia	56
9.2	Preço a ser pago.....	57
9.3	Método de Pagamento	58
10.	CONSIDERAÇÕES SOBRE O CONTEXTO ECONÔMICO ATUAL ..	60
11.	CONCLUSÃO	62
12.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	63

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Expectativas Macroeconômicas 2020	10
Tabela 2: Regiões das Operações de Telecomunicação pós Sistema Telebrás	12
Tabela 3: Histórico das principais fusões do setor de Telecom	14
Tabela 4: Distribuição do Setor de Telecom no Brasil	16
Tabela 5: Divisão do Espectro de Telefonia Móvel por Companhia	17
Tabela 6: Distribuição da Telefonia Fixa	21
Tabela 7: Distribuição da Receita da Oi S.A.	28
Tabela 8: Distribuição dos Custos da Oi S.A.	28
Tabela 9: Endividamento da Oi S.A.	29
Tabela 10 Investimento da Oi S.A.	29
Tabela 11: Gráfico da Distribuição de Receita da TIM	32
Tabela 12: Custos da TIM	34
Tabela 13: DRE Resumido da TIM	35
Tabela 14: Resumo Balanço Patrimonial	40
Tabela 15: Resumo da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)	41
Tabela 16: Formação do Fluxo de Caixa Livre	43
Tabela 17: Premissas Macroeconômicas	48
Tabela 18: Projeção da Receita Oi S.A.	49
Tabela 19: Projeção dos Custos e Despesas Oi S.A.	50
Tabela 20: Projeção do EBIT Oi S.A.	51
Tabela 21: Projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Firma	53
Tabela 22: Valor da Firma e Perpetuidade Oi S.A.	55

1. INTRODUÇÃO

A companhia de telecomunicações Oi S.A. começou sua história em 1998 já com atuação em 30% do território brasileiro e, desde então, se mantém entre as quatro principais do setor. Apesar disso, a empresa entrou com um requerimento de recuperação judicial em 20 de junho de 2016, com base na Lei de Recuperação Judicial e Falências (Lei nº 11.101/2005). O processo foi deferido em 29 de junho de 2016 e, então, começaram os esforços da equipe de gestão para salvar a que ainda é uma das companhias mais presentes nas casas dos brasileiros.

Até o presente momento, os esforços da empresa em se reerguer não trouxeram resultado e ela segue passando por uma situação financeira extremamente delicada. Além de enorme destruição do patrimônio, a Oi não está sendo capaz de gerar caixa com suas operações. Somente entre os meses de junho e agosto de 2019, a empresa reportou uma queima de 524 milhões de reais¹.

Apesar da situação em que a companhia se encontra, não parece razoável acreditar que ela vai, simplesmente, declarar falência e encerrar as suas operações. Seus ativos são de altíssimo valor e ela ainda se encontra fortemente presente no imaginário do brasileiro. Nesse contexto, muitos avaliam a possibilidade de o mais provável futuro da empresa ser uma aquisição. Em um setor marcado por longo histórico de fusões e aquisições, esse cenário parece plenamente plausível.

Pelos mais diversos motivos, que ainda serão apresentados no decorrer deste trabalho, há uma leitura muito forte de que a TIM entrará nesse processo como uma das mais prováveis adquirentes, resultando em uma companhia que competirá no mesmo nível da Vivo e Claro, que, hoje, são as maiores do setor, de acordo com os últimos relatórios da Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL).

Dessa forma, o objetivo do trabalho será, primeiramente, esmiuçar o mercado de telecomunicação do Brasil no cenário econômico atual, com o objetivo de contextualizar a possível fusão dentro do histórico do setor. Em seguida, serão desenvolvidas análises dos dados e resultados da Oi e da TIM, sendo realizado o

¹ Dados retirados do Relatório de Recuperação Judicial da Oi de Agosto/19.

*valuation*² da primeira. Também serão abordados todos os aspectos da fusão, incluindo os incentivos, valor a ser pago, e método de pagamento, de forma a entender todo o processo de aquisição.

² Avaliação de Empresas, método para calcular o valor de uma empresa.

2. O CENÁRIO ECONÔMICO

O ano de 2019 se encerrou não atendendo às expectativas do mercado, mas ainda com um tom otimista, com alguns bons indicadores para o futuro. O crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) foi de apenas 1,1% no ano (divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística, IBGE), tendo em vista uma estimativa, no início do ano, de aproximadamente 2,5%, de acordo com o primeiro relatório FOCUS³ do ano. Foi batido o recorde histórico do Ibovespa⁴, acima dos 115 mil pontos, mínima histórica da taxa SELIC, taxa de juros de referência para todo o mercado, em 4,5% ao ano e, ainda, a aceleração de alguns setores importantes indicadores de melhora, como o de varejo. A inflação fechou o ano em 4,31%, de acordo com o Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA), principal medidor de inflação do Brasil, próximo à meta definida pelo governo de 4,25%. O desemprego fechou o ano em 11,6 milhões, a uma taxa de 10,6% no último trimestre de 2019 (IBGE).

Mesmo com o início de um acordo de trégua para a guerra comercial entre os Estados Unidos e a China, os mercados apresentaram grande volatilidade em decorrência da incerteza gerada. Assim, o Dólar fechou o ano em R\$ 4,03.

O ano de 2020 começa nesse contexto, e logo a atenção do mundo inteiro se tornou enfrentamento do vírus COVID-19, com todas as suas consequências para a população e a economia mundial. Evidentemente, não é o objetivo do trabalho se alongar nesse tema. Dessa forma, foram utilizados para as projeções os dados com data-base do final de 2019, momento da confecção de grande parte do trabalho. O cenário posterior é de enorme incerteza, e os dados são atualizados diariamente com relevante variação.

O relatório FOCUS apresenta de forma consolidada as expectativas do mercado para os principais dados econômicos brasileiros. Para ilustrar o contexto seguinte à data-base, seguem as medianas das expectativas para o final do ano de 2020, de acordo com o relatório divulgado em 17 de abril de 2020.

³ Publicação divulgada online periodicamente pelo Banco Central do Brasil

⁴ Principal índice da B3 – Brasil, Bolsa, Balção, refletindo o desempenho das principais empresas brasileiras.

Tabela 1: Expectativas Macroeconômicas 2020

Mediana - Agregado	2020		
	Há 4 semanas	Há 1 semana	Hoje
IPCA (%)	3,04	2,52	2,23
IPCA (atualizações últimos 5 dias úteis, %)	2,90	2,35	2,19
PIB (% de crescimento)	1,48	-1,96	-2,96
Taxa de câmbio - fim de período (R\$/US\$)	4,50	4,60	4,80
Meta Taxa Selic - fim de período (% a.a.)	3,75	3,25	3,00

Fonte: Relatório Focus, 17 de abril de 2020

É evidente o impacto negativo esperado na economia, como consequência da paralisação quase total dos mercados por conta do enfrentamento do vírus. As expectativas para o PIB estão em constantes revisões para baixo, assim como diversos outros dados de desenvolvimento. Nesse cenário de incerteza o câmbio está muito volátil em uma tendência de alta, e há um grande debate para até onde a SELIC pode cair.

O desemprego, que já estava em níveis altos, ainda em recuperação da crise iniciada em 2015, da qual o Brasil estava começando a se recuperar, também está sentindo muito os impactos do vírus. Fechando em 10,6% o ano de 2019, as expectativas são de aumento significativo. De acordo com o BOCOM BBM⁵, em abril, esse número pode chegar próximo de 13% com os resultados da crise.

Assim, o principal ponto é que o atual cenário econômico é extramamente desafiador e incerto para o país e, como consequência direta, para as empresas. Então, analisando um caso hipotético de aquisição, é de se esperar que isso tenha um peso decisório.

⁵ Banco resultado da aquisição do Banco BBM pelo Bank of Communications chinês, um dos maiores bancos do mundo.

3. O SETOR DE TELECOMUNICAÇÃO NO BRASIL

3.1 HISTÓRICO DO SETOR

A Lei Geral de Telecomunicações (Lei nº 9472/97) serviu como marco regulatório do setor de Telecom, orientando, também, a privatização do Sistema Telebrás⁶. Assim, quebrava-se o monopólio estatal do setor, e criava-se a Agência Nacional de Telecomunicações, nova responsável por regular o mercado, agora privado.

O Governo Federal abriu como justificativa para a proposta de privatização os seguintes fatores (Penna Filho, 2009):

1. A busca do acesso universal aos serviços básicos de telecomunicações;
2. O aumento das possibilidades de oferta de serviços, em termos de quantidade, diversidade, qualidade e cobertura territorial;
3. A possibilidade de competição justa entre os prestadores de serviços;
4. Preços razoáveis para os serviços de telecomunicações.

Dessa maneira, o sistema Telebrás foi à leilão e dividiu o país em três regiões de direito às concessionárias, além da privatização da Embratel⁷, denominada como a região IV. Diferente das outras, essa não é uma região física, e explorava o serviço de telecomunicações de longa distância. Apesar de ser denominada a quarta região, cobria a maior parte do território nacional.

Cada uma dessas regiões, além da principal, possuía também uma concessão concorrente. Essa outra concessão concorrente era operada por uma segunda empresa,

⁶ Conjunto de empresas de telefonia fixa e celular anteriormente controlada pela Telebrás que foram alienadas no processo de privatização, além do Centro de Pesquisa e Desenvolvimento, que prestavam todos os serviços de telecomunicações atualmente prestados pelas companhias resultantes da Cisão Telebrás e suas operadoras controladas. Teve sua formação no início da década de 70.

⁷ Empresa fundada em 1965 pelo presidente Castelo Branco, responsável principalmente por operações de telecomunicações via satélite. Foi privatizada por Fernando Henrique Cardoso em 1998, no mesmo momento que o Sistema Telebrás, com o intuito de privatizar todo o setor.

denominada empresa espelho (i.e. no estado de São Paulo a principal é a Telesp e a empresa espelho é a Vésper SP). Essa estratégia foi adotada com o objetivo de incentivar o desenvolvimento do setor.

Tabela 2: Regiões das operações de Telecomunicação pós Sistema Telebrás

REGIÃO	ÁREA DE ABRANGÊNCIA	INCUMBENTS	EMPRESA ESPELHO
I	Estados do Rio de Janeiro, Minas Gerais, Espírito Santo, à região Nordeste e aos Estados do Pará, Amapá, Amazonas e Roraima	Tele-Norte / Nordeste / Leste	Vésper
II	Distrito Federal, à região Sul, e aos Estados de Mato Grosso do Sul, Mato Grosso, Goiás, Tocantins, Rondônia e Acre	Tele Centro-Sul	GVT
III	Estado de São Paulo.	Telesp	Vésper SP
IV	Embratel (Longa Distância)	MCI	Intelig (Consórcio Bonari)

Fonte: MIRANDA NETO (2008, p.83)

Sendo assim, três concessionárias de telefonia local fixa foram designadas a regiões distintas, explorando redes que já haviam sido construídas, criando um mercado praticamente monopolista.

Nesse contexto, a Anatel definiu altas tarifas para o uso de telefonia móvel, que serviriam como subsídio para incentivar o investimento dessa categoria, ainda em fase embrionária no país.

Pode-se dizer que, de maneira geral, nos anos seguintes o governo alcançou os objetivos com a privatização. Em 1990, existiam 10 milhões de acessos telefônicos fixos, quando, em 2005, o número superou 136 milhões, sendo 50 milhões de acessos fixos e 86 milhões de acessos móveis (Mocelin, 2007).

A partir daí começa o período de consolidação do setor de Telecom, agora privado, permeado por diversos eventos de fusão e aquisição entre seus participantes. A maneira mais fácil de entender a estrutura que o setor tem hoje é pensando nas quatro gigantes do setor (Vivo, Claro, TIM, Oi) como as líderes desse processo. Em seguida, será realizado um breve resumo de cada uma delas. Todas as informações foram retiradas de material divulgado pelas próprias companhias por meio de seu RI (Relação com o Investidor). Por serem essenciais ao escopo deste trabalho, a OI e a TIM serão mais aprofundadas no capítulo 5.

3.1.1 VIVO

Até 2010, a Vivo pertencia à Portugal Telecom, maior empresa de telecomunicações de Portugal, quando foi vendida para o grupo espanhol Telefónica. Nesse momento, ela herda toda a sua estrutura, que, desde a extinção do Sistema Telebrás, controlava a Telesp, responsável pelas operações no estado de São Paulo. Em 2006, a TVA foi comprada pelo grupo, que passa a incluir em seu portfólio serviços de TV por assinatura, também herdado pela Vivo posteriormente. Assim, ela se consolida como líder no mercado de Telecom no Brasil, operando pela telefonia fixa e móvel, banda larga, e TV por assinatura.

3.1.2 CLARO

A Claro é o braço da mexicana América Móvil no Brasil, que herdou as principais estruturas da Embratel, quando esta foi comprada pelo grupo mexicano, em 2011. A marca atua desde 2003 no país, passando por importantes momentos, como a incorporação da NET em 2014, oferecendo, também, os serviços de banda larga e de TV por assinatura. Mais tarde, em 2019, com a compra Nextel, ela se consolidou como a segunda maior operadora de telefonia móvel do Brasil, atrás apenas da Vivo.

3.1.3 TIM

A Tim é o braço brasileiro da Telecom Itália, maior empresa de telecomunicações do país. Começou as operações em 1998 com a privatização do Sistema Telebrás. Comprou a Intelig em abril de 2009, até então sua principal rival, e se apropriou de uma enorme rede de distribuição, se consolidando como a 3ª maior empresa do setor.

3.1.4 OI

A Oi é a maior operadora de telefonia fixa do país, mas apenas a quarta maior de telefonia móvel. Tem sua origem em 1998, também como uma consequência da privatização do setor, e herdou grande parte do sistema de telefonia fixa existente no Brasil. Com a aquisição da Brasil Telecom em 2008, aumentou ainda mais o seu sistema. Hoje é a companhia com maior rede de distribuição do país, alcançando 25 estados. (Formulário de Referência OI S.A., 2019)

3.1.5 HISTÓRICO DE FUSÕES

Tabela 3: Histórico das principais fusões do setor de Telecom

	Vivo	Claro	Tim	Oi
Fixo/TV	Telefônica	Embratel (2004)	Intelig (2009)	Telemar
	GVT (2015)	Vesper (2003)	AES Atimus (2011)	Brasil Telecom (2008)
	Geodex (2007)	NET (2005)		GlobeNet (2002)
	Atrium (2004)	A&T Latin America (2010)		MetroRED (2003)
	TVA (Grupo Abril - 2006)	Vivax (2006)		Pegasus (2002)
	CTBC	ESC 90 (2009)		
	CETERP (2000)	BIG TV (2009)		
Móvel	Telesp Celular	Tess (2001)	Tele Celular Sul	Oi
	Tele Centro-Oeste (2003)	BCP / BSE (2003)	Maxitel (2000)	Brasil Telecom (2008)
	Global Telecom	ATL	Tim Brasil	Amazônia Celular (2007)
	NBT	Telet (2005)	Tele Nordeste Celular	Tele Norte Celular
	Telemig Celular	Americel (2005)		
	Tele Sudeste Celular	Nextel (2019)		
	Tele Leste Celular			

Fonte: Relatório de Gestão JGP Gestão de Recursos

A tabela acima mostra um resumo do processo de consolidação do setor, com as principais aquisições e fusões ocorridas desde o momento da privatização e início desse novo ciclo de Telecom no Brasil.

No contexto da discussão de uma possível fusão das empresas Oi e Tim, é importante frisar a relevância do histórico do setor. Os fundamentos econômicos para a telecomunicação no Brasil são, desde a sua origem, muito ruins: a carga tributária é historicamente muito elevada, a alíquota ultrapassa 40%, enquanto varia de 20% a 25% nos países desenvolvidos (O Livro Azul das Telecomunicações, 2002); os investimentos são enormes, assim como os custos regulatórios. Além disso, as metas regulatórias impostas são agressivas e sem sentido, obrigando investimento em operações obsoletas e não-lucrativas⁸.

Por conta disso, o único caminho viável para o setor era passar por um processo de consolidação, diminuindo a concorrência com as aquisições e proporcionando ganhos de escala que trazem uma grande sinergia de custos. Acredita-se que o último ponto nessa história possa ser a fusão dessas duas empresas. Assim, o setor acaba com três grandes *players* competindo em um mercado mais robusto, e garante a inexistência de um duopólio.

3.2 UM PANORAMA ATUAL

É importante traçar um panorama geral de como está distribuído o mercado de Telecom atualmente, dominado por essas quatro companhias. Primeiramente, para oferecer uma dimensão do mercado como um todo, são apresentados alguns dados gerais da Indústria, todos divulgados pela Anatel em seus relatórios.

Considerando os serviços de Telefonia Móvel, Telefonia Fixa, Banda Larga e TV por Assinatura, em agosto de 2019 o setor de Telecomunicações no Brasil possuía

⁸ Divulgado em: <<http://www.telesintese.com.br/para-a-oi-aprovacao-do-plc-79-e-urgente/>>. Acesso em: 23 de novembro 2019.

312,27 milhões de contratos ativos.

Tabela 4: Distribuição do Setor de Telecom no Brasil

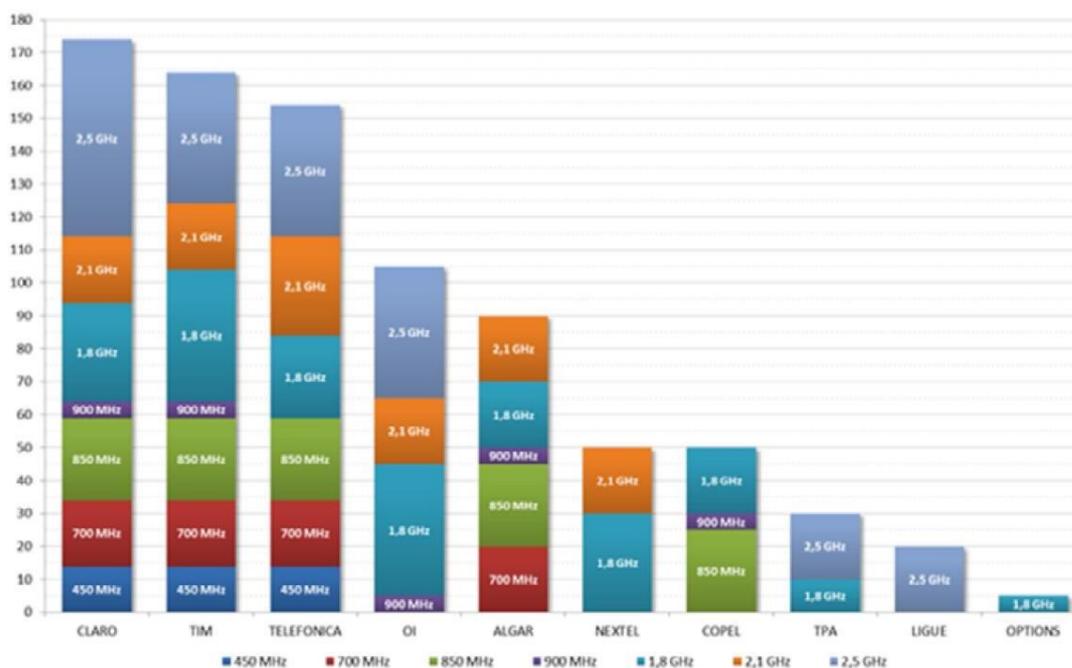


Fonte: Anatel

Pode-se perceber no diagrama acima que, tanto na operação de telefonia fixa como na móvel, a Vivo lidera o mercado. Já em banda larga e TV por assinatura a Claro, muito por conta da sua das suas operações com a NET, anda à frente. É importante perceber que a única frente que vêm realmente crescendo nos últimos anos é a de banda larga. Com as novas mudanças tecnológicas, principalmente a TV por assinatura e a telefonia fixa, vêm sofrendo bastante e perdendo sua relevância no contexto do setor.

O gráfico a seguir retrata a divisão de espectro de telefonia móvel por companhia. Essa noção se torna relevante quando pensamos no desenvolvimento natural do setor a caminho da tecnologia do 5G, o que está muito atrelado ao futuro da Oi no contexto de telecomunicações.

Tabela 5: Divisão do Espectro de Telefonia Móvel por Companhia



Fonte: Relatório de Gestão JGP Gestão de Recursos

Para entender a importância da Oi nesse novo cenário, algumas questões técnicas serão brevemente analisadas. Pelas leis da física, quanto maior o espectro da frequência da telefonia celular, menor é o alcance das antenas, quando mantida a mesma potência. Isso significa que o espectro 4G, à princípio, precisa de menos antenas que o 5G. Por conta da massiva quantidade de dados, os reguladores foram forçados a alocar frequências mais altas de transmissão, de forma a suportar esse volume. Dessa maneira, a entrada do 5G vai forçar todas as companhias a implementar novas redes de conexão, com mais antenas distribuídas e mais custos associados.

Como já foi comentado, a Oi é a empresa que possui a maior rede conectada pelo Brasil, com vasto território, alcançando 25 estados, e ligada por 360.000 quilômetros de fibra óptica e estrutura associada - dutos, antenas, prédios (Formulário de Referência OI S.A., 2019). Ativos como esses se tornarão muito estratégicos no desenvolvimento do setor em direção a essa nova tecnologia. O leilão do espectro do 5G está esperado para ocorrer em algum momento de 2020. Nesse cenário, a Oi se torna muito atraente às suas concorrentes, já que, a responsável pela sua aquisição, terá a chance de entrar nesse novo mercado com muito mais força.

4. PLC 79 E A REGULAÇÃO DAS TELECOMUNICAÇÕES NO BRASIL

4.1 AS QUESTÕES REGULATÓRIAS NO BRASIL

Quando se fala em uma fusão entre duas das maiores empresas de um setor tão relevante para o funcionamento do país, é preciso entender como se dá a relação do regulador com o regulado.

Durante o início da década de 2000, a Anatel concedeu e aprovou para diversas operadoras a migração do Sistema Móvel Celular para o Sistema Móvel Pessoal. A grande diferença dos dois sistemas é que o primeiro é um serviço público de concessão, enquanto o segundo é um serviço privado de autorização. De acordo com a Lei Geral de Telecomunicação de 1997, no parágrafo único do artigo 83, concessão “de serviço de telecomunicações é a delegação de sua prestação, mediante contrato, por prazo determinado no regime público, sujeitando-se a concessionária aos riscos empresariais, remunerando-se pela cobrança de tarifas dos usuários ou por outras receitas alternativas e respondendo diretamente pelas suas obrigações e pelos prejuízos que causar”. Já no serviço privado de autorização, segundo Grotti (2001, p.187):

“a) não há contrato com o poder público, mas sim o estabelecimento de uma relação jurídica não contratual, advinda de uma autorização; b) não há dever de continuidade na prestação dos serviços; c) não há dever de universalização de serviços; d) não há direito à manutenção do equilíbrio econômico-financeiro; e) o direito de exploração dos serviços é por prazo indeterminado; f) os preços são livres, inexistindo, portanto, controle estatal a respeito.”

Inicialmente, esse processo gerou uma maior concorrência a nível nacional, com leilões para novos espectros de transmissão. Entretanto, a migração para um regime de autorização também facilitava a transferência de controle das empresas, tornando mais simples processos de fusões e aquisições do setor, o que contribuiu para o seu processo

de consolidação a nível nacional (Costa e Quintilla, 2009). Outro efeito dessa alteração vem por meio dos incentivos aos investimentos. A lógica é simples, em um regime de concessão, não há incentivos para investir na estrutura do sistema, dadas as incertezas e possíveis reversões de bens, ação pela qual a empresa perderia o direito à determinada operação. Isso foi fundamental no desenvolvimento de telefonia móvel que ainda estava se iniciando no Brasil.

Outro momento importante envolvendo as ações do regulador foi a fusão entre a Oi e a Brasil Telecom em 2008. Ambas operavam o Serviço Telefônico Fixo Comutado, como é chamada a prestação de serviços de Telefonia Fixa no Brasil. Havia uma defesa na época que não poderiam acontecer fusões entre dois prestadores de serviço desse sistema. A Anatel, por outro lado, apoiou a fusão e a viu como uma forma de manter a competitividade do setor.

Mais recentemente, a agência flexibilizou as regras de capacidade espectral máxima por área de autorização por empresa. Por traçar limites de uso mais elevados, é um outro fator que facilitaria uma fusão no mercado de Telecom.

Com isso, nota-se como a Anatel não tem um histórico de se opor a evoluções no sentido da consolidação do setor. Isso é importante para o objeto deste trabalho, tratando de um possível próximo passo dessa história.

4.2 O QUE É O PLC 79?

A Lei Geral das Telecomunicações de 1997 (LGT) teve como objetivo privatizar o setor e fazer a distribuição do Sistema Telebrás. Até recentemente, as regras do jogo não haviam sido alteradas, e ela ainda continuava como o grande marco regulatório do setor no Brasil. Diversos pontos foram amplamente debatidos no atraso dessa regulação e sua incompatibilidade com o contexto atual.

De maneira geral, a legislação era muito restritiva. Por terem sido desenhadas em um momento em que a telefonia móvel quase não existia no Brasil, a LGT tinha regras de investimento muito antigas e presas a sistemas que, atualmente, quase não são utilizados pelo brasileiro. Isso tinha consequências muito negativas,

principalmente, para as companhias que oferecem o serviço de telefonia fixa.

Dessa maneira, em 2016 o Projeto de Lei da Câmara 79 foi posto a debate e deu-se início o seu longo processo de tramitação nas casas da Câmara e do Senado. Em 10 de Setembro de 2019, após muita pressão de todos os agentes do mercado, inclusive da própria Anatel, o texto foi aprovado e, finalmente, a antiga legislação foi atualizada e o setor vê um novo marco regulatório.

Algumas mudanças do PLC 79 são importantes destacar⁹. São elas:

1. A Anatel autoriza as concessionárias a operar em regime privado, como autorização, permitindo a renovação dos contratos sempre que as companhias cumprirem com as obrigações, garantindo a elas maior previsibilidade que o regime de concessão;
2. Reduz os encargos do setor, orientando a política de telecomunicações a um modelo com menos pagamentos ao governo, e mais investimentos nas redes;
3. Flexibilização da prestação de serviço de telefonia fixa, desburocratizando os investimentos no setor e dando mais liberdade para a empresa optar pelos melhores negócios;
4. Cria um mercado secundário de espectros. Uma vez aprovado pela Anatel, as operadoras com autorização de uso de uma frequência poderão vender esse direito.

Com essas mudanças, é muito visível a flexibilização do setor em geral, facilitando e incentivando investimentos em novas tecnologias. Além disso, reforça, mais uma vez, a visão da Anatel de não se opôr a consolidação do setor. A criação de um mercado secundário de espectros, o novo regime de autorização, e um incentivo do regulador pela expansão das redes para novas regiões, abre portas para novos movimentos de aquisição, em que as grandes empresas tenderão a absorver as menores para alcançar essas novas áreas.

⁹ As informações foram retiradas do site do Senado Federal, Projeto de Lei da Câmara N°79, de 2016.

4.3 A OI S.A. E O PLC 79

Nesse contexto, é importante ressaltar o impacto da mudança proposta pelo PLC 79 na Oi. Como comentando anteriormente, o serviço de telefonia celular móvel foi sendo trocado do SMC para o SMP ao longo da década de 2000, e hoje já é totalmente operado por autorização com o SMP. Por outro lado, o serviço de telefonia fixa não seguiu o mesmo caminho, e ainda está muito presente dentro do regime de concessões, com 54,94% dos acessos da categoria.

Tabela 6: Distribuição da Telefonia Fixa

Telefonia fixa	ACESSOS EM SERVIÇO, TELEFONIA FIXA				ACESSOS POR TIPO DE OUTORGA, TELEFONIA FIXA		
	Grupo / Tecnologia	Acessos	Market Share	Índice de Reclamações	Tipo	Acessos	Percentual
	Vivo	11.472.951	32,62%	1,57	Concessionárias	19.323.062	54,94%
	Oi	10.932.374	31,08%	2,03	Autorizadas	15.849.697	45,06%
	Claro	10.053.845	28,58%	0,57	Total	35.172.759	100,0%
	Outras	2.713.589	7,72%	Não se aplica			
	Total	35.172.759	100,0%				

Fonte: Anatel

A Oi ainda é mais presente proporcionalmente na telefonia fixa do que na móvel, muito mais do que suas concorrentes. Ela domina 31,08% das linhas fixas do mercado, enquanto somente 16,43% das móveis. Enquanto isso, Vivo, Claro e Tim, estão proporcionalmente em maior peso na telefonia móvel do que na fixa. Com números de: 32,28% e 32,62%, 24,73% e 28,58%, e 23,96% e 0, respectivamente¹⁰.

Por estar muito mais presente na Telefonia Fixa, a Oi era a empresa que mais tinha a se beneficiar dessas alterações. Por exemplo: a Oi era obrigada pela regulação do setor a realizar a manutenção de todos os orelhões instalados, além de diversos outros investimentos em tecnologias já obsoletas e não-lucrativas, por conta do regime de concessão. Apesar do PLC 79 não revogar completamente essas políticas, pois as operadoras não podem deixar de oferecer alguns serviços obrigatórios de telefonia fixa,

¹⁰ Dados do Panorama Setorial de Telecomunicações de Agosto/19, da Anatel, divulgado no site da agência.

ele as flexibiliza a partir do regime de autorização, dando maior liberdade às companhias.

5. AS EMPRESAS

O objetivo desse capítulo é apresentar, ainda que brevemente, a situação das companhias envolvidas nesse trabalho. Alguns pontos começarão a ficar claros.

De um lado, a Oi S.A. em um complexo processo de Recuperação Judicial, com uma evidente dificuldade de reversão de cenário, continua com uma constante queima de caixa, ainda que justificada por investimentos na infraestrutura das redes.

No escopo desse trabalho, é relevante frisar, mais uma vez, o seguinte ponto. Apesar das dificuldades da Oi S.A. em se recuperar, os ativos que ela possui, toda a sua rede de distribuição, de cabos de fibra ótica e infraestrutura, são ativos de altíssimo valor.

Do outro lado está a Tim, reportando números cada vez melhores, e se mostrando uma empresa com grande capacidade de crescimento, conseguindo manter uma saúde financeira, que será ainda mais explorada a frente no trabalho, com o intuito de apresentar a viabilização da aquisição.

Dessa forma, temos uma companhia com ativos de valor, e a outra em constante crescimento, buscando oportunidades para expandir os seus negócios no mercado de telefonia, visando as novas tecnologias do setor.

Assim, o caso hipotético da aquisição da Oi pela Tim ganha forma.

5.1 OI S.A.

Breve Histórico da Empresa

Como foi apresentado no capítulo 3, o Governo Federal iniciou em 1997 uma reforma na regulamentação do setor com a Lei Geral de Telecomunicações.

Foi privatizado então todo o sistema Telebrás, e dele surgiram diversas empresas atuando num mercado agora regulado pela Anatel, uma agência reguladora independente.

A história da Oi começa exatamente nesse momento, operando no mercado de telefonia fixa sob a marca da Telemar (anteriormente Tele Norte Leste S.A), e que possui

diversas subsidiárias abaixo dela. Desde seu início já cobria aproximadamente 64% do território nacional, herdando parte das estruturas já existentes no sistema Telebrás.

Em 2001, todas as empresas que estavam abaixo da Telemar se fundiram para formar uma única empresa.

Nesse momento, também foi lançado o serviço de banda larga. Já em 2002, foi criada a marca Oi, que seria o braço da empresa no serviço de telefonia móvel, no qual ainda não atuava. Também obteve autorização da Anatel para operar os serviços de longa distância em todo território nacional.

Durante os anos seguintes foram lançados diversos pacotes de serviços, tanto na telefonia fixa quanto na móvel, esta última que cresceu rapidamente.

Finalmente, em 2007, a Oi virou a marca única da companhia, e todos os serviços foram englobados abaixo dela. Nesse mesmo momento foram dados vários passos importantes para a empresa. Ela ampliou a rede de frequências 2G, venceu a licitação das frequências 3G, obteve permissão para entrar no mercado de São Paulo e, finalmente, obteve grau de investimento pela agência de classificação de risco Fitch Rating's¹¹.

Em 2008, mais um passo gigante foi dado. Foi anunciada a proposta de compra do controle da Brasil Telecom Participações, e em 2009 concluiu-se a aquisição. Isso foi muito importante no desenvolvimento do serviço de internet banda larga, e permitiu à Oi se tornar a maior provedora do país nos serviços de internet e de telefonia fixa. Com essa aquisição, ela passou a ter a herança da rede de duas das três empresas responsáveis pela telefonia fixa na época da privatização, a Tele Norte Leste S.A. e Tele Centro-Sul (Brasil Telecom).

Isso explica o fato da Oi ter hoje a mais extensa estrutura de rede do país, e também sua vasta conexão de fios de fibra ótica. Esta última foi construída ao longo dos anos, principalmente pela Brasil Telecom. Um exemplo foi a aquisição do sistema de cabos de fibra ótica submarinos da 360 Networks Américas do Brasil Ltda., em 2003. (Formulário de Referência, 2019).

Mais um evento vale ser destacado, que é a fusão da Oi S.A. com a Portugal

¹¹ A Fitch Ratings é uma das três maiores agências de classificação de risco de crédito, ao lado da Standard & Poor's e da Moody's.

Telecom. Isso ocorreu no ano de 2013, que se seguiu de um aumento de capital proposto pela companhia, acarretando na aquisição de ativos portugueses e africanos da empresa portuguesa, expandindo sua estrutura.

Em junho de 2016 houve o acontecimento que mudou completamente o rumo da empresa, o seu pedido de Recuperação Judicial. Com uma série de problemas a empresa foi forçada a seguir com esse processo, com o objetivo de reestruturar a sua dívida e conseguir dar continuidade aos negócios. Esse processo se estende até hoje, e será mais discutido no tópico a seguir.

Panorama Atual

Com o pedido de Recuperação Judicial, chegamos na situação que a companhia se encontra hoje.

Não é a proposta deste trabalho discutir esse processo em si, mas o seu reconhecimento é importante para entendermos o momento e as dificuldades que a empresa passa. Ele está diretamente ligado ao caso aqui discutido de uma possível aquisição.

A Oi S.A. concluiu em 2016 (Formulário de Referência, 2019):

“a apresentação do pedido de recuperação judicial seria a medida mais adequada para (i) preservar a continuidade da oferta de serviços de qualidade a seus clientes, dentro das regras e compromissos assumidos com a ANATEL, (ii) preservar o valor das Empresas Oi, (iii) manter continuidade de seu negócio e sua função social, protegendo assim de forma organizada os interesses das Empresas Oi, de seus clientes, de seus acionistas de demais partes interessadas, e (iv) proteger o caixa das Empresas Oi.”

Em 5 de setembro de 2016 foi anunciado o Plano de Recuperação Judicial, que visava basicamente reestruturar a dívida de curto prazo da empresa. O tamanho da lista

de Credores da empresa nesse momento atingia aproximadamente 65,1 bilhões de reais (Formulário de Referência, 2019). O trâmite legal a partir desse momento é extenso, mas enfim houve a aprovação do Plano de Recuperação, a dívida foi reestruturada e novos acordos foram feitos com os Credores.

É relevante apresentar a operação e estrutura da empresa atualmente. A Oi atua em todo o território brasileiro oferecendo diversos serviços de telecomunicação: telefonia fixa e móvel, televisão por assinatura, serviço de internet e banda larga. Alguns números: 53,4 milhões de Unidades Geradoras de Receita (“UGR”), 378,6 mil km de fibra ótica instalada (maior rede do Brasil), 16,2% do *market share* de telefonia móvel e cerca de 30,6% em telefonia fixa.

Nos anos recentes a companhia focou na melhoria de qualidade, transformação digital, controle de custos, gestão do caixa, aceleração dos investimentos em fibra ótica, e modernização da rede. Sempre mantendo os prazos do processo de Recuperação Judicial.

No Plano de Recuperação foi apresentado um aumento de capital, concluído ao longo de 2019, no valor de 4 bilhões de reais, valor esse que foi utilizado para investir na rede de fibra ótica, com o objetivo de se preparar para o mercado de 5G. Importante destacar o esforço da companhia nesse serviço que, como foi apresentado anteriormente, no capítulo 3, é um dos principais fatores atrativos da companhia hoje numa possível aquisição.

Em seus esforços de melhorar a saúde da empresa, gerando caixa e liquidez, a Oi concluiu em 2019 a emissão de debêntures pela Oi Móvel e promoveu a venda de ativos, como a Unitel¹².

Estrutura Operacional

Das 53,4 milhões de UGRs da companhia, 12.659 mil estão no segmento Residencial, 34.006 no segmento Móvel, 6.591 mil no segmento B2B (*Business to*

¹² Unitel é uma empresa em Angola prestadora de serviços na área de telecomunicações móveis.

Business)¹³, e 172 mil em telefones públicos.

No segmento Residencial, a Oi opera nos serviços de telefonia fixa, banda larga e TV Paga, e fibra. Vem apresentando crescimento somente a área de TV Paga, por meio da Oi TV, e o serviço de fibra, com crescimento acelerado. A telefonia fixa vem caindo como reflexo da redução da demanda por esse serviço, e a Banda Larga briga com uma competição maior de outros *players*.

Para o segmento Móvel, a Oi vem apresentando um desempenho satisfatório, conseguindo preservar sua participação no mercado. Além disso, é oferecido o serviço da Oi Play, que concentra um conteúdo já programado de filmes e séries, competindo com grandes concorrentes como Netflix e Amazon.

No segmento corporativo de B2B, a companhia atua em contratos Empresariais e Corporativos, dando suporte a clientes institucionais, basicamente nos serviços de telefonia fixa, móvel e banda larga.

Uma apresentação dos números recentes da Companhia

Desde que apresentou seu Plano de Recuperação, o foco da companhia foi a redução dos custos e simplificação operacional, com o objetivo de levantar capital para conseguir (i) pagar os seus credores, (ii) acelerar o investimento na tecnologia de fibra ótica, vista como fundamental nesse momento das telecomunicações, nesse horizonte de 5G.

Nesse contexto, no ano de 2019 a receita líquida apresentou uma queda de 8,7% em relação a 2018, totalizando 20.136 milhões de reais.

¹³ Em português, negócio para negócio, serviço para o próprio meio corporativo.

Tabela 7: Distribuição da Receita da Oi S.A.

Segmento	Receita ⁺
Residencial	7.264,00
Mobilidade Pessoal	7.017,00
B2B	5.528,00
Outras Receitas	140,00
Internacional	187,00

*Valores em milhões

Fonte: Relatório da Administração da Empresa, 2019 – Elaboração do Autor

O total de custos e despesas operacionais no ano de 2019 foi de 16.234 milhões.

Tabela 8: Distribuição dos Custos da Oi S.A.

Segmento	Custos ⁺
Serviços de Terceiros	6.031,00
Aluguéis e seguros	2.576,00
Pessoal	2.529,00
Manutenção da rede	1.014,00
Interconexão	487,00

*Valores em milhões

Fonte: Relatório da Administração da Empresa, 2019 – Elaboração do Autor

Reportou um EBITDA de 6,058 milhões, com uma margem de 30,4%. O prejuízo que a companhia apresentou em 2019 foi na ordem de 9 milhões de reais. Nesse último ano, em seus esforços de investir em suas operações, acabou com um endividamento superior em 10,8% quando comparado com 2018. Tanto o prejuízo quanto o

endividamento são um pouco explicados por (i) *accrual*¹⁴ de juros em moeda nacional e estrangeira (ii) desvalorização do Real.

Tabela 9: Endividamento da Oi S.A.

R\$ Milhões	Dez/19	Dez/18	% Dívida Bruta
Endividamento			
Curto Prazo	327	673	1,8%
Longo Prazo	17.900	15.777	98,2%
Dívida Total	18.227	16.450	100,0%
Em moeda nacional	8.705	7.633	47,8%
Em moeda estrangeira	9.521	8.817	52,2%
Swap	0	0	0,0%
(-) Caixa	-2.300	-4.624	-12,6%
(=) Dívida Líquida	15.927	11.826	87,4%

Fonte: Relatório da Administração da Empresa, 2019

O que chama atenção nos últimos relatórios da Oi S.A. é a sua constante queima de caixa. Desde que entrou com o pedido de Recuperação Judicial vem todos os anos reportando queimas relevantes, em 2019 de 50,3% em relação a 2018. Isso é explicado pela companhia como já previsto no Plano de Recuperação, com o foco de investimento em CAPEX (*capital expenditure*, em inglês — despesa de capital, investimentos em capital), e pagamento dos credores.

Esse investimento foi dividido da seguinte forma.

Tabela 10: Investimento da Oi S.A.

R\$ Milhões	2019	2018
Investimentos		
Rede	6.389	5.096
Serviços de TI	621	614
Outros	803	368
Total	7.813	6.078

(*) Considera somente os investimentos no Brasil

Fonte: Relatório da Administração da Empresa, 2019

¹⁴ O acréscimo do fator da correção de juros no montante da dívida.

Os investimentos de rede incluíram melhorias no serviço de fibra e banda larga, melhoria da qualidade da rede móvel, expansão das redes 4G e 4,5G¹⁵, e investimentos em equipamentos de transmissão de voz e dados. Além disso, o constante esforço em preservar e expandir a sua rede de fibra.

De maneira geral, analisando os relatórios de gestão e demonstrativos da Companhia, podemos perceber alguns pontos chaves da situação da Oi hoje. São eles:

1. Foco na redução de custos e simplificação dos processos operacionais;
2. Forte investimento em rede e estrutura, visando se preparar para as novas tecnologias do setor, e preservar as atuais;
3. Apesar dos esforços em pagar os credores, constantes aumentos no endividamento operacional;
4. Relevante queima de caixa, mesmo que justificada pelo seu Plano de Recuperação.

Sendo assim, vemos uma Companhia que apresentou há pouco mais de 3 anos um pedido de Recuperação Judicial, e que vem lutando para ser bem-sucedida.

A estratégia adotada foi de aumento de investimento, com objetivo de potencializar suas operações e reverter o cenário atual. Para isso, foram utilizados diferentes instrumentos para levantar caixa, como aumentos de capital junto aos acionistas, vendas de ativos *non-core* (não essenciais ao negócio), como a venda da Unitel¹⁶, e emissão de debêntures.

Mesmo com todo esse levantamento ao longo de 3 anos, a Companhia não parece estar sendo capaz de reverter o cenário atual de prejuízo e queima de caixa, para se tornar uma empresa lucrativa e geradora de caixa.

¹⁵ Também conhecido como 4.5G, 4G+ e 4G Max, é o nome dado a uma conexão semelhante ao 4G, mas que utiliza até 5 faixas ao mesmo tempo. Isso permite que uma quantidade maior de dados seja transmitida, com fluidez, simultaneamente por muitos usuários.

¹⁶ UNITEL é uma empresa em Angola prestadora de serviços na área de telecomunicações móveis. Faz parte do negócio não essencial da Oi S.A.

5.2 TIM

Breve Histórico da Empresa

Assim como a Oi S.A., a Tim aparece no mercado brasileiro como resultado da privatização do sistema Telebrás, em 1998. Ela foi o braço da Telecom Itália Mobile (TIM) no país. Diversas empresas subsidiárias do antigo sistema foram, em 1998, agrupadas em uma só, a Tele Celular Sul Participações S.A., que logo mais foi comprada pelo grupo italiano. Nesse início, a TIM começa basicamente como uma operadora de telefonia móvel, já com enorme peso no mercado e atuando em todo território nacional.

Somente em 2007 a empresa possuiu licença do regulador para operar no serviço de telefonia fixa. Em 2009 foi aprovada pela ANATEL a oferta de compra da Intelig pela Telecom Itália, que logo passa a ter o nome único de TIM. Foi nesse momento que a TIM deu um grande passo para se tornar a empresa que é hoje, absorvendo uma enorme estrutura e capacidade.

Com a privatização de 1998, a Intelig passou a ser a empresa espelho do Sistema Embratel. Foi construída a rede mais moderna de telecomunicação do país, além da absorção de todo o sistema de longa distância nacional e internacional da Embratel. A Intelig também expandiu ao longo dos anos a sua rede de telefonia fixa. Com a aquisição, a Tim entrou nesse mercado, ainda novo para ela. Também se tornou a maior em serviços de longa distância para telefonia móvel, e se consolidou entre as maiores do setor de telecomunicações como um todo.

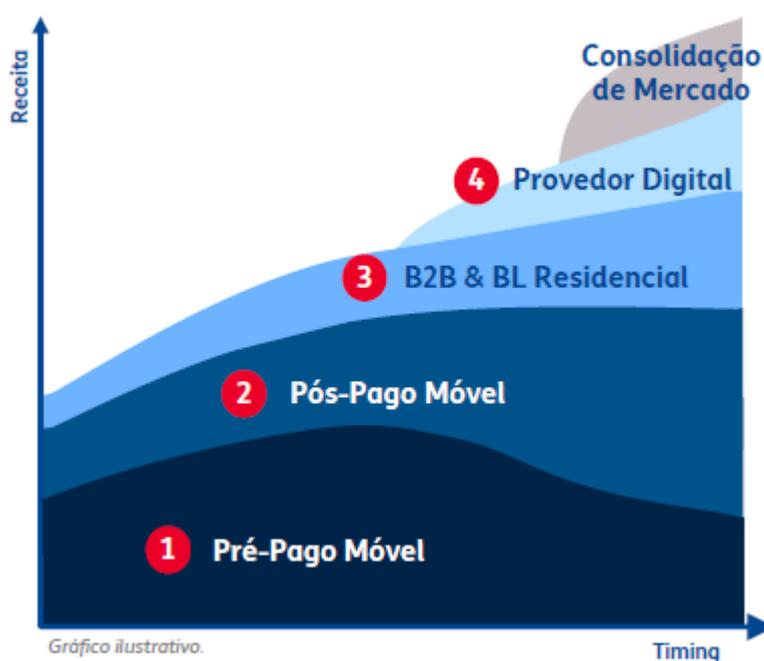
Ao longo dos anos apresentou um crescimento e desenvolvimento relevante no setor de telecomunicação, com diversas conquistas. Com o foco da atuação do setor de telefonia móvel, expandiu os seus negócios no mercado de 3G, e mais tarde 4G, e alcançou o topo do mercado dos telefones pré-pagos, em que a cobrança é prévia e limitada.

Panorama e Estrutura atual

A Tim é a terceira maior do mercado no serviço de telefonia móvel, com um *market share* de aproximadamente 24%, atrás somente da Claro e da Vivo. Também é

relevante no mercado de B2B e banda larga residencial. No gráfico ilustrativo abaixo é possível ver a distribuição da receita entre os segmentos que a Tim atua, com dados do terceiro trimestre de 2019. É fácil perceber que o grande foco de receita é a telefonia móvel, seja no pré-pago ou pós-pago.

Tabela 11: Gráfico da Distribuição de Receita da TIM



Fonte: Apresentação Institucional da Empresa 3T2019

Em semelhança com a Oi, e na verdade com as demais empresas do setor, houve um foco no investimento na infraestrutura das redes, preparando-se para as próximas tecnologias, principalmente o 5G. Como já foi comentado aqui, um dos pontos-chaves dessa tecnologia é uma vasta rede de fibra ótica. Nesse sentido, a Tim continuou investindo na sua rede e ultrapassou, em 2019, a marca de 100 mil km de rede. Ainda pequena quando comparada com os quase 400 km da Oi.

Por meio de canais digitais, também está procurando obter eficiência em seu atendimento ao cliente, com uma grande expansão do canal Meu TIM, onde o cliente consegue acessar todos os serviços digitalmente, efetuando pagamentos, cancelamentos, e qualquer tipo de reclamação. Além disso, toda a operação passa por uma tentativa de otimização dos processos e redução de custos, com o objetivo de alcançar não só redução

das despesas, como também ganhar uma eficiência fiscal.

Uma apresentação dos números recentes da Companhia

Nesse contexto, o ano de 2019 foi reportado com o maior EBITDA da história da Companhia, com um valor de 6,8 bilhões de reais, e margem de 39%. O fluxo de caixa operacional foi de 2,1 bilhões de reais, o que permitiu a maior remuneração aos acionistas da história, próxima a 1 bilhão de reais.

A infraestrutura da Companhia alcança 94% da população urbana brasileira, presente em aproximadamente 3.500 cidades, e tem a maior cobertura de 4G do país. Ao longo do ano de 2019, foram investidos 3,85 bilhões de reais, dos quais 93,4% focados em melhorar a rede e tecnologia.

No fechamento de 2019 a Tim tinha uma base de 54,4 milhões de linhas ativas, apresentando uma redução de 2,6% em relação a 2018. O segmento de pós-pago móvel aumentou em 1,2 milhões de linhas, enquanto o pré-pago recuou em 2,7 milhões. A base do serviço de 4G cresceu em 12%, explicada por uma grande migração do serviço de 3G. O segmento de telefonia fixa, que ainda é bastante fraco e não contribui fortemente para a receita da companhia, apresentou um crescimento de 21,1%, atingindo um total de 566 mil acessos. Comparado com o tamanho desse mercado, de aproximadamente 35 milhões de linhas, percebe-se que a Tim é pequena.

A receita líquida de 2019 apresentou um crescimento de 2,3% no ano, chegando a 17.377 milhões de reais. Abaixo encontra-se um resumo da receita operacional da empresa. Evidentemente a grande concentração é na telefonia móvel.

A empresa reportou uma grande redução nos custos e despesas operacionais, com redução de 14,7% no ano. Seguem os números.

Tabela 12: Custos da TIM

DESCRIÇÃO	2019	2018	%A/A
R\$ milhões			
Custos Reportados da Operação	(9.049)	(10.609)	-14,7%
Custos Normalizados* da Operação	(10.579)	(10.610)	-0,3%
Pessoal	(1.005)	(994)	1,1%
Comercialização	(3.428)	(3.626)	-5,5%
Rede e Interconexão	(3.510)	(3.661)	-4,1%
Gerais e Administrativos	(628)	(579)	8,6%
Custo de Mercadorias Vendidas (CMV)	(932)	(884)	5,4%
Provisão para Devedores Duvidosos	(748)	(545)	37,3%
Outras receitas (despesas) operacionais	(328)	(322)	1,9%
Custos Normalizados* da Operação Ex-CMV	(9.647)	(9.726)	-0,8%

17

Fonte: Relatório da Administração da Empresa, 2019

Observando rapidamente os demonstrativos da empresa, é possível perceber uma nítida melhora no ano de 2019. Foi um excelente ano para a companhia, que foi capaz de expandir seus negócios e melhorar suas operações. O resultado foi um crescimento de 32,1% de Lucro Líquido no ano.

¹⁷ Em seus demonstrativos apresentados no Relatório de Administração de 2020, a Companhia se utiliza de alguns indicadores normalizados, como Custos Normalizados, EBITDA Normalizado, entre outros. O objetivo deles é normalizar os valores por alguns lançamentos não recorrentes, como ajustes de contratos operacionais, despesas jurídicas específicas, visando dar uma noção mais generalizada dos valores e suas evoluções.

Tabela 13: DRE Resumido da TIM.

DESCRIÇÃO	2019	2018	%A/A
R\$ milhões			
EBITDA Reportado	8.328	6.372	30,7%
Margem EBITDA Reportada	47,9%	37,5%	10,4p.p.
Depreciação & Amortização	(4.189)	(3.954)	5,9%
Depreciação	(2.313)	(2.250)	2,8%
Amortização	(1.876)	(1.704)	10,1%
EBIT	4.139	2.418	71,2%
Margem EBIT	23,8%	14,2%	9,6p.p.
Resultado Financeiro Líquido	614	(537)	n.a.
Despesas financeiras	(816)	(951)	-14,3%
Receitas financeiras	1.430	413	246,5%
Variações cambiais, líquidas	(1)	1	n.a.
Lucro antes dos impostos	4.753	1.880	152,8%
Imposto de renda e cont. social	(988)	665	n.a.
Lucro Líquido	3.765	2.545	47,9%
EBITDA Normalizado*	6.798	6.371	6,7%
Margem EBITDA Normalizada*	39,1%	37,5%	1,6p.p.
EBIT Normalizado*	2.609	2.417	8,0%
Margem EBIT Normalizada*	15,0%	14,2%	0,8p.p.
Resultado Financeiro Líquido Normalizado*	(504)	(604)	-16,6%
Imposto de renda e cont. social Normalizado*	(57)	(262)	-78,3%
Lucro Líquido Normalizado*	2.049	1.552	32,1%
Total de Itens Normalizados	1.716	994	72,7%

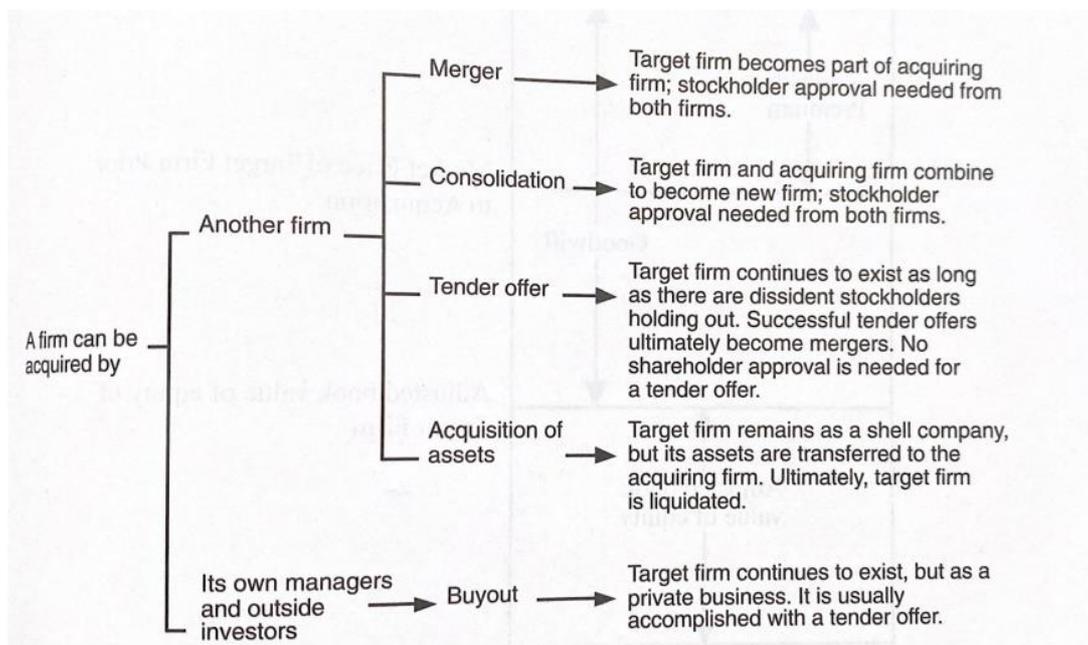
Fonte: Relatório da Administração da Empresa, 2019

6. INTRODUÇÃO À AQUISIÇÃO

Nos capítulos anteriores foram discutidos e apresentados diversos pontos relacionados a aquisição: o cenário macroeconômico; o histórico e formato atual do setor de telecomunicações; e enfim uma apresentação mais detalhada das empresas envolvidas no cenário levantado. O objetivo agora é entrar no processo de aquisição em si, traçando o seu passo a passo e o racional relevante.

6.1 CLASSIFICANDO A AQUISIÇÃO

Em seu livro *Investment Valuation*, Damodaran classifica os processos de aquisição. Basicamente uma firma pode ser adquirida de duas formas. A primeira é pelos próprios gestores, com ou sem a ajuda de investidores externos, processo chamado de *buyout*. Nesse caso, a empresa continua a existir, mas agora como um negócio privado. A segunda forma, mais comum, é uma aquisição por outra empresa. Há diversas formas de fazer isso, Damodaran resume todas essas possibilidades no esquema abaixo:



Fonte: *Investment Valuation* (Damodaran, 2012)

Este trabalho trata do caso de uma fusão (*merger*), onde a empresa alvo (Oi S.A.) é incorporada pela empresa adquirente (TIM), com a aprovação de ambas gestões.

6.2 PASSOS DA AQUISIÇÃO

Damodaran apresenta os quatro passos gerais de uma aquisição. Sem uma ordem específica, podem ser encaminhados paralelamente. São eles: construção do racional da operação (motivos, estratégias e incentivos); escolha da empresa alvo; determinação do valor a ser pago e a melhor forma de pagamento; e como garantir o sucesso futuro da empresa.

Neste trabalho, é apresentado um caso hipotético específico e a seleção da empresa já está determinada. O racional da operação foi construído nos capítulos anteriores com a apresentação do setor e das empresas. Temos dois pontos-chaves que foram discutidos previamente: uma dificuldade de reversão do cenário negativo por parte da gestão da Oi S.A., em paralelo com ativos de grande valor em uma escala nacional relevante, apresentando capacidade de sinergia e alavancagem operacional para a TIM.

A determinação do valor da empresa alvo é o momento crucial do processo, e o mais complexo. Assim, Damodaran o divide em partes. Primeiro deve-se realizar o *status quo valuation*, definido basicamente como o valor da empresa alvo independente da aquisição. Com esse valor, parte-se para a avaliação dos pontos relacionados a ela, nesse caso o valor da sinergia. Este é o potencial que a aquisição oferece em termos de ganhos de escala, redução de custos, entre outros.

Tendo essas avaliações, o valor disposto a ser pago pela aquisição partirá da base: *status quo valuation* + valor da sinergia.

As estimações do valor da sinergia são consideradas imprecisas por grande parte da literatura, mas não por isso devem ser descartadas. Por conta disso, será apresentada a frente uma breve discussão subjetiva desse ponto. Assim, o restante do trabalho apresentará o *status quo valuation* e a forma de pagamento pela aquisição.

7. TEORIA DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Todos os agentes participantes do mercado financeiro, sejam grandes investidores institucionais, ou pequenos investidores na pessoa física, ao agirem no mercado, têm em mente um valor associado a um ativo. No caso da bolsa de valores, esse ativo é a ação empresa.

O mercado funciona exatamente nas distorções entre o valor associado por um agente e o preço em que o ativo está sendo negociado. A qualquer preço, existem vendedores e compradores atuando. Dessa maneira, há uma divergência de pensamento entre as duas pontas. A um dado preço, um agente acredita que o valor da empresa é inferior, então atua no lado vendedor, e na lógica oposta, um agente acredita que o valor da empresa é superior ao preço, atuando do lado comprador.

Nessa dinâmica, quem é capaz de alcançar com maior precisão o valor real de determinada empresa, é quem se sairá melhor no mercado. Para isso, são utilizadas diferentes formas de análise. A análise fundamentalista é uma das mais utilizadas hoje em dia, tendo como seus discípulos grandes nomes, como Benjamim Graham¹⁸ e Warren Buffet¹⁹. Esse estudo consiste em analisar os fundamentos das empresas para conseguir chegar, com a maior precisão possível, no seu valor justo, através dos demonstrativos contábeis divulgados pelas empresas. Nos subcapítulos abaixo, serão melhores explicados alguns instrumentos utilizados para essa análise, que será base para o desenvolvimento desse trabalho.

7.1. CONTABILIDADE PARA A AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Sendo fundamentais para realizar a avaliação de uma empresa, é importante entender melhor quais são os seus principais demonstrativos financeiros. São dois os

¹⁸ Benjamin Graham foi um influente economista americano. Graham é considerado o precursor da estratégia buy and hold (comprar com visão de longo prazo) de investimentos em ações.

¹⁹ Warren Edward Buffett é um investidor e filantropo americano. É o principal acionista, presidente do conselho e diretor executivo da Berkshire Hathaway.

principais: Balanço Patrimonial (BP) e Demonstração do Resultado do Exercício (DRE).

Balanço Patrimonial

O Balanço Patrimonial de uma empresa é como um retrato da sua situação financeira em determinado momento no tempo. Esse demonstrativo se divide em dois grandes blocos, em que deve haver igualdade. Do lado esquerdo são apresentados, em ordem de liquidez, os Ativos (bens e direitos). Do lado direito, o Passivo (obrigações), em ordem de exigibilidade.

O lado esquerdo, do Ativo, é dividido entre duas partes principais, o Ativo Circulante e o Ativo Não Circulante. O primeiro reflete bens ou direitos que tem liquidez de até um ciclo operacional (geralmente um ano), como as contas de Disponível, Estoques, Contas a Receber. A segunda parte é para os bens e direitos de natureza menos líquida, e são feitas mais divisões: Realizável a Longo Prazo, Investimento, Imobilizado e Intangível. De forma geral, realizável a Longo Prazo são contas a receber com prazo maior de um ano (ou um ciclo). O Investimento pode ser traduzido em aplicações financeiras de maior prazo, ou investimentos em outras empresas, por exemplo. Imobilizado serão ativos como imóveis ou fábricas de posse da empresa. Por último, o Intangível são bens em que a mensuração não é inteiramente objetiva, como patentes ou o valor da marca.

O lado direito, do Passivo, é dividido entre três blocos. O primeiro é o Passivo Circulante, que, assim como o Ativo Circulante, é constituído de obrigações com prazo de até um ciclo operacional, como empréstimos de curto-prazo, contas de fornecedores, ou impostos a pagar. O segundo é o Passivo Não Circulante, que inclui as contas com as obrigações com prazos maiores que um ano. O último bloco é o do Patrimônio Líquido da empresa. Nele são apresentados os recursos que foram investidos na empresa pelos seus proprietários ou acionistas, tendo como a conta principal o Capital Social da empresa.

É importante destacar que o Balanço Patrimonial cumpre o que se chama de Método das Partidas Dobradas. Todo lançamento contábil será feito com duas pontas. Para ser lançado qualquer movimentação de débito é preciso que haja uma movimentação de crédito no mesmo valor. Dessa forma, todo ativo que entra na empresa tem um

correspondente oposto no lado do Passivo, seja no próprio Passivo ou então no Patrimônio Líquido. Assim, chega-se na Equação Contábil Básica: $ATIVO = PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO$.

A tabela abaixo ilustra o resumo de um Balanço Patrimonial.

Tabela 14: Resumo Balanço Patrimonial

ATIVO	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO
<p>Circulante* São contas que estão constantemente em giro – em movimento – sendo que a sua conversão em dinheiro ocorrerá, no máximo, até o próximo exercício social.</p> <p>Não Circulante Compreendem todas as contas que não serão realizadas no próximo exercício social.</p> <p>– Realizável a Longo Prazo Incluem-se nessa conta bens e direitos que se transformarão em dinheiro após o exercício seguinte.</p> <p>– Investimentos São as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade companhia ou da empresa.</p> <p>– Imobilizado São os direitos que tenham por objeto bens corpóreos (palpáveis) destinados à manutenção da atividade fundamental da companhia ou da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive os decorrentes de operações que transfiram à empresa os benefícios, riscos e controle desses bens.</p> <p>– Intangível São direitos que tenham por objetos bens incorpóreos, isto é, que não podem tocar, destinados à manutenção da empresa ou exercidos com essa finalidade, inclusive o fundo de comércio adquirido.</p>	<p>Circulante* São obrigações exigíveis que serão liquidadas no próximo exercício social: nos próximos 365 dias após o levantamento do balanço.</p> <p>Não Circulante Compreendem todas as obrigações exigíveis que não serão liquidadas no próximo exercício social.</p> <p>– Exigível a Longo Prazo São obrigações exigíveis que serão liquidadas com prazo superior a um ano – dívidas a longo prazo.</p> <p>Patrimônio Líquido São recursos dos proprietários aplicados na empresa. Os recursos significam o capital mais o seu rendimento – lucros e reservas. Se houver prejuízo, o total dos investimentos dos proprietários será reduzido.</p>

* Na entidade em que o **Ciclo Operacional** tiver duração maior do que o período de 12 meses, a classificação como **Circulante** ou **Não Circulante** terá por base o prazo do ciclo.

Fonte: (IUDÍCIBUS & MARION, 2011).

Demonstração de Resultado do Exercício

Nesse demonstrativo financeiro, o grande objetivo é chegar no Resultado (lucro ou prejuízo) do período em questão, geralmente de um ano. É apresentado de forma dedutiva (vertical), ou seja, das receitas subtraem-se as despesas e, em seguida, indica-se o resultado (IUDÍCIBUS & MARION, 2011).

Parte-se, então, da Receita Bruta da empresa, e a partir dela começam as deduções. De forma geral, chega-se na Receita Líquida ajustando para possíveis deduções, como imposto cobrado ao consumidor no momento da venda ou devoluções, por exemplo. Em seguida, são deduzidos os Custos da Mercadoria Vendida (CMV), obtendo-se o Lucro Bruto. O Lucro Operacional é obtido deduzindo-se todos os custos operacionais, que incluem as despesas de vendas, despesas administrativas e despesas operacionais. Esse último também é conhecido como LAJIR (Lucro Antes de Juros e Imposto de Renda) ou, mais comumente apresentado, em inglês, como EBIT (Earnings Before Interest and Taxes). Dessa forma, falta somente considerar o resultado financeiro e o pagamento de impostos para chegar ao final do DRE, o Lucro Líquido.

A tabela abaixo ilustra o resumo do DRE de uma empresa genérica.

Tabela 15: Resumo da Demonstração de Resultado do Exercício (DRE)

(=) Receita Bruta
(-) Deduções
(=) Receita Líquida
(-) Custos de Mercadoria Vendida
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas Operacionais
(=) Lucro Operacional
(+/-) Receitas/Despesas Financeiras
(=) Lucro antes de Impostos
(-) Impostos
(=) Lucro Líquido

Fonte: Desenvolvimento do Autor

7.2. O MODELO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O modelo que será utilizado nesse trabalho será o Modelo de Fluxo de Caixa Descontado. Essa abordagem tem sua fundação na regra do valor presente, onde o valor de qualquer ativo é a soma do valor presente dos seus fluxos de caixa futuros (DAMODARAN, 2012). A lógica implícita é que o valor de qualquer empresa será o reflexo da sua capacidade de gerar fluxos de caixa no futuro, ajustados por uma taxa de desconto, que ainda será mais explorada a frente, para chegar ao valor presente desses fluxos.

Equação 1: Cálculo do DCF.

$$DCF = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}$$

Onde:

DCF = Soma dos fluxos de caixa futuro descontados, o valor do ativo.

CF = Fluxo de caixa projetado no período n

r = Taxa de Desconto estimada com base no risco/retorno

n = vida do ativo

Nesse contexto, é importante, portanto, saber o que constitui o Fluxo de Caixa de uma empresa. Chegamos nesse valor a partir do Lucro Líquido reportado no DRE, entretanto alguns ajustes são necessários. No DRE são adotadas regras de acordo com o Regime de Competência. Ele diz que os lançamentos devem ser feitos no momento em que a atividade que gera a despesa ou receita ocorre, e não no momento em que ela é paga ou recebida. Dessa forma, acaba-se considerando no DRE valores que ainda não afetaram, de fato, o fluxo de caixa da empresa. A compra de um bem que será pago daqui a um mês, será considerada no momento da compra, e não no seu pagamento em um mês, por

exemplo. Os ajustes que devem ser feitos, de forma neutralizar esse efeito, são os seguintes.

Tabela 16: Formação do Fluxo de Caixa Livre

Factor	Location
+ EBIT x (1- Tax Rate)	Income Statement
+ Non-cash Expenses (Depreciation, Amortization, etc.)	Income Statement
- Change in (Current Assets - Current Liabilities)	Balance Sheet (current period and previous period)
- Capital Expenditures (CAPEX)	Balance Sheet: Property, Plant, and Equipment (current period and previous period)
= Free Cash Flow	

Fonte: Investopedia

Na Tabela acima, parte-se do Lucro Líquido (igual a EBIT x (1-Impostos)), e então soma-se as despesas contábeis (depreciação e amortização, principalmente), são deduzidos os investimentos em capital (CAPEX) e a variação do capital de giro (ativo circulante – passivo circulante).

Assim, o processo de avaliação da empresa, ou *valuation*, consiste em projetar os fluxos de caixa futuros da empresa, estimar uma taxa de desconto adequada, e então, com essa taxa, ajustar os fluxos de caixa de caixa para o valor presente.

7.2.1 CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC²⁰)

O WACC é a taxa de desconto que será utilizada para ajustar os fluxos de caixa futuros, dentro do Modelo de Fluxo de Caixa Descontado. Ela reflete o custo de capital da firma, ponderado pela forma de financiamento, seja próprio ou de terceiros.

²⁰ Sigla de Weighted Average Cost of Capital.

Equação 2: Cálculo do WACC.

$$\text{WACC} = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd * (1 - Tc)$$

Onde:

Re = Custo do Capital Próprio (*cost of equity*)

Rd = Custo de Capital de Terceiros (*cost of debt*)

E = Valor do Capital Próprio da empresa

D = Valor do Capital de Terceiros da empresa

V = E+D = Total do Capital da empresa (Total do Passivo)

Tc= Taxa de Imposto

Ficará claro que o cálculo do WACC tem uma certa subjetividade intrínseca, pois no seu cálculo são adotadas variáveis cujas previsões não são objetivas, dependendo de analista para analista podem ser adotadas premissas e vieses diferentes. Dessa forma, existe nesse ponto um grande fator de divergência entre as análises, que têm grande impacto no *valuation* final da companhia.

7.2.2 CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM²¹)

O CAPM é o modelo mais utilizado para o cálculo do custo de capital próprio. Ele vai expressar a relação entre risco e retorno esperado de uma ação. A ideia é que toda empresa está sujeita a dois tipos de risco. O primeiro seria o risco sistêmico (risco não-diversificável), ao qual todo o mercado estaria exposto. Nele estariam incluídos fatores

²¹ Modelo de Precificação de Ativos Financeiros, mais conhecido mundialmente pela sigla em inglês CAPM.

que afetam não só a empresa em questão, como todas as outras. O segundo é o risco da própria empresa, que não necessariamente tem relação com o resto do mercado (risco diversificável).

O modelo é apresentado abaixo:

Equação 3: Fórmula do CAPM

$$K_e = R_F + \beta [R_M - R_F]$$

$\underbrace{\hspace{10em}}$
 Risco de Mercado
 $\underbrace{\hspace{10em}}$
 Risco da Empresa

Onde:

K_e = Custo de Capital Próprio

R_F = Taxa Livre de Risco

β = Coeficiente de sensibilidade da empresa ao mercado

R_M = Retorno esperado do mercado

Pela fórmula, o risco de mercado é o resultado da diferença entre a taxa livre de risco, R_F , e o retorno do mercado, R_M . O risco da empresa é o risco de mercado multiplicado pelo coeficiente β , que expressa o quão sensível é a empresa em questão em relação ao mercado.

A lógica implícita na fórmula é que, para qualquer ação, há um retorno esperado que reflete os riscos da empresa e de mercado. Em equilíbrio, o retorno deve ser igual ao de um ativo sem risco, mais um prêmio de mercado ajustado pela sensibilidade da empresa ao mercado (β).

No universo do CAPM, há quatro principais hipóteses assumidas (PÓVOA, 2012):

1. Inexistência de custos de transação;
2. Total liquidez de compra e venda nos mercados;
3. Simetria de informações no mercado;
4. Possibilidade de diversificação (eliminação) total do risco específico da ação, a partir da construção de um portfólio.

Essas hipóteses não são inteiramente factíveis, mas, de qualquer forma, é considerado o melhor modelo do mercado até hoje.

7.2.2.1 TAXA LIVRE DE RISCO (R_F)

A taxa livre de risco é o retorno de um investimento completamente isento de risco. Por conta disso, é um investimento em que o investidor sabe com exatidão, teoricamente, o quanto terá de retorno. Dessa forma, na grande maioria das vezes são considerados títulos do governo, que são estáveis e não possuem risco de inadimplência. A lógica é que a taxa livre de risco reflete o retorno que o ativo mais seguro do mercado garante ao investidor.

7.2.2.2 PRÊMIO DE RISCO

O prêmio de risco, que na fórmula do CAPM é representado por $(R_M - R_F)$, é o quanto os investidores exigem receber a mais por estarem sujeitos ao risco do mercado, em relação ao investimento livre de risco. Quanto maior for o risco do investimento, maior será o prêmio exigido pelo investidor para ter posse desse ativo. No caso do *valuation* de uma empresa da bolsa brasileira, o risco de mercado considerado é o risco do índice Ibovespa, que reflete a variação das empresas mais relevantes listadas na bolsa do país.

7.2.2.3 BETA (β)

O último parâmetro para entender o modelo de CAPM é o beta. Ele é representado pela fórmula abaixo.

Equação 4: Fórmula do Beta

$$\beta_p = \frac{Cov(r_p, r_b)}{Var(r_b)}$$

$Cov(r_p, r_b)$ é a covariância do ativo p com a carteira que reflete o mercado (no caso em questão usaria-se o Ibovespa, enquanto $Var(r_b)$ é a variância dessa carteira. O objetivo desse cálculo é determinar o quão sensível é o ativo p em relação a carteira b. Essa é a sensibilidade do ativo ao risco sistemático, aquele que afeta a todo o mercado.

Dessa forma, temos que para valores de β :

$\beta > 1$: o ativo é mais sensível a mudanças e oscilações do que o mercado. Ele reagirá em magnitudes maiores do que o mercado a algum evento.

$0 < \beta < 1$: o ativo é menos sensível a mudanças e oscilações do que o mercado. Ele reagirá em magnitudes menores do que o mercado a algum evento.

$\beta = 1$: o ativo reage na mesma magnitude que o mercado à oscilações.

$\beta = 0$: o ativo reage de forma oposta ao mercado.

8. VALUATION DA OI S.A.

Serão apresentados brevemente os dados do modelo utilizado para a estimação do valor da companhia, com o objetivo de fornecer uma base para a determinação do valor da aquisição. Se tratando de uma empresa em grandes dificuldades financeiras e com histórico recente de fluxos negativos, foram adotadas premissas simplificadoras nas projeções.

8.1 PREMISSAS MACROECONÔMICAS

Para as premissas macroeconômicas foram utilizados os dados retirados do site do Banco Central, do Sistema de Expectativas de Mercado. Os dados abaixo refletem a mediana das expectativas do mercado na data-base de 31/12/2019.

Tabela 17: Premissas Macroeconômicas

Premissas Macro	2020	2021	2022	2023	2024
PIB	2,30%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Taxa de Juros	4,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,00%
IPCA	3,61%	3,75%	3,50%	3,50%	3,50%
Taxa de Câmbio	4,09	4,00	4,06	4,10	4,10

Banco Central (31/12/2019) – Elaboração do Autor

8.2 RECEITA

A estrutura da receita já foi apresentada no capítulo 5. A Oi S.A. basicamente opera em três principais frentes, residencial, mobilidade pessoal, e B2B.

Há anos a empresa vem apresentando crescimento negativo da sua receita.

Quando isso acontece, alguns problemas são gerados para a estimação dos fluxos de caixa futuros. Damodaran divide esses casos em dois grandes grupos, firmas com problemas de curto prazo, e firmas com problemas de longo prazo. O primeiro grupo normalmente está ligado a fatores específicos daquela empresa, como greves, acidentes, ou, comumente, má gestão. O segundo grupo seriam os casos com problemas menos ligados a empresa, e mais ligados a estrutura do negócio como um todo.

Fazendo uma breve análise do caso da Oi S.A., e comparando-a com outras empresas do setor, o problema parece ser específico da companhia, e não do setor. Dessa maneira, será tratado com um problema de curto a médio prazo. Com a recente alteração da diretoria da companhia²², e as já divulgadas alterações estratégicas, como as vendas de ativos não essenciais, será adotada a premissa de que a nova diretoria será capaz de reverter, ao longo dos próximos anos, esse cenário de crescimento negativo da receita.

De forma simples, foi considerado que nos dois próximos anos o crescimento da Receita Bruta será zero e, a partir do terceiro ano da projeção, o crescimento acompanhará o crescimento da economia (PIB).

Tabela 18: Projeção da Receita Oi S.A.

R\$ milhões	2020	2021	2022	2023	2024
Receita Bruta	27.219	27.219	27.899	28.597	29.312
Crescimento da Receita Bruta	0,00%	0,00%	2,50%	2,50%	2,50%
Tributos e Deduções	7.077	7.077	7.254	7.435	7.621
%	26%	26%	26%	26%	26%
Receita Líquida	20.142	20.142	20.645	21.162	21.691

Elaboração: o Autor

Para chegar na Receita Líquida, são deduzidos os impostos e contribuições. Historicamente esse valor foi de aproximadamente 26% da Receita Bruta, que foi

²² Disponível em: <<https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2019/09/justica-da-aval-plano-para-troca-de-presidencia-da-oi.html>> Acesso em: 22 de abril de 2020.

utilizado para os anos seguintes da projeção.

8.3 CUSTOS E DESPESAS

Os principais custos e despesas da companhia são: serviços de terceiros; aluguéis e seguros; pessoal, e serviços de manutenção de rede. Juntos eles somam quase 90% dos custos e despesas. Todos esses itens estão muito relacionados com o tamanho da operação e da infraestrutura, portanto tem uma natureza constante e proporcional a ela. Historicamente eles se mantêm muito próximo a 75% da receita líquida da empresa. Dessa forma, para projeção dos anos seguintes, foi utilizada a premissa de que a proporção não será alterada. Chega-se a projeção abaixo, considerando todos os custos e despesas, com exceção de depreciação e amortização.

Tabela 19: Projeção dos Custos e Despesas Oi S.A.

R\$ milhões	2020	2021	2022	2023	2024
Custos e Despesas Operacionais de Rotina	15.106	15.106	15.484	15.871	16.268
Brasil	14.882	14.882	15.254	15.635	16.026
Pessoal	2.398	2.398	2.458	2.519	2.582
Interconexão	467	467	478	490	502
Serviços de terceiros	5.743	5.743	5.886	6.033	6.184
Serviços de manutenção de rede	976	976	1.001	1.026	1.051
Custos das mercadorias vendidas/outros	154	154	158	161	166
Publicidade e propaganda	477	477	488	501	513
Aluguéis e seguros	3.971	3.971	4.071	4.172	4.277
Provisões para contingências	209	209	214	219	225
PDD - Provisão para devedores duvidosos	471	471	482	494	507
Tributos e outras despesas (receitas)	18	18	18	19	19
Operações Internacionais	225	225	230	236	242
EBITDA	5.035	5.035	5.161	5.290	5.423

Elaboração: o Autor

Descontando todos esses itens, chega-se ao EBITDA (lucro antes de impostos, resultado financeiro, amortização e depreciação).

8.4 LUCRO OPERACIONAL

A partir do EBITDA, para chegar ao EBIT é necessário somente considerar a depreciação e amortização.

Tabela 20: Projeção do EBIT Oi S.A.

R\$ milhões	2020	2021	2022	2023	2024
EBITDA	5.035	5.035	5.161	5.290	5.423
Depreciação e Amortização	6.201	6.361	6.096	5.702	5.408
% Imobilizado	20%	20%	20%	20%	20%
EBIT	-1.166	-1.325	-934	-412	14

Elaboração: o Autor

Assim, foram deduzidos da receita líquida todos os custos e despesas operacionais. Serão esses valores que farão parte do cálculo do fluxo de caixa livre realizado a frente.

8.5 CAPEX

O plano de recuperação da Companhia está baseado nos altos gastos com investimentos na estrutura de redes e toda a infraestrutura das linhas, principalmente de fibra ótica. Dessa forma, em 2019 cumpriu com o planejado e investiu na ordem de 7,4 bilhões em CAPEX, cerca de 37% da receita líquida. A projeção divulgada para 2020 também foi dessa ordem, mantendo nos níveis de 7 bilhões de reais. Para projeção dos anos seguintes, foi considerada uma gradual redução em proporção da receita operacional, na lógica de, conforme for sendo realizada a recuperação da Companhia e a consolidação das novas redes, o CAPEX se manterá nos níveis históricos de manutenção da estrutura, de aproximadamente 20% da receita líquida.

8.6 CAPITAL DE GIRO

O capital de giro é o montante financeiro que a empresa precisa para manter as suas operações em funcionamento. Para realizar a projeção desse valor, é necessário realizar o cálculo do prazo médio de recebimento e de pagamento da empresa.

Para projetar o prazo médio de recebimento de recursos (ativo), foi calculada a média dos 2 anos anteriores. Dividindo a linha de contas a receber do Balanço de Pagamentos pela receita, e multiplicando por 360 dias do ano, chega-se ao prazo médio de 109 dias para o ativo.

Para o prazo médio de pagamento de recursos, dividiu-se as contas de fornecedores do passivo pelo custo dos bens vendidos, também multiplicado por 360 dias no ano. Dessa maneira, chegou-se ao prazo médio de 203 dias, considerando a média dos últimos 2 anos. Como o prazo do passivo é mais longo do que do ativo, conclui-se que operacionalmente a empresa é capaz de funcionar.

Com esses prazos, é possível projetar a necessidade de capital de giro para os próximos anos. Ter a variação do capital de giro será importante para alcançar o fluxo de caixa livre, em seguida.

8.7 FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA

Agora, com todos os números que foram apresentados anteriormente, pode-se calcular o fluxo de caixa livre para a firma, da forma que foi explicitado no capítulo 7.

Tabela 21: Projeção do Fluxo de Caixa Livre para a Firma

R\$ milhões	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	-1.166	-1.325	-934	-412	14
(-) Imposto de Renda	0	0	0	0	5
NET EBIT	-1.166	-1.325	-934	-412	9
(+) Depreciação e Amortização	6.201	6.361	6.096	5.702	5.408
(-) CAPEX	7.000	5.035	4.129	4.232	4.338
(-) Variação Capital de Giro	133	0	-60	-62	-64
Fluxo de Caixa para a Firma	-2.098	0	1.093	1.120	1.143

Elaboração: o Autor

Para ter o fluxo de caixa correto, é preciso somar as despesas de depreciação e amortização, pois elas têm uma natureza somente contábil, não tendo efeito no caixa. Além disso, é preciso somar as projeções do CAPEX e a necessidade de capital de giro para os anos seguintes.

8.8 TAXA DE DESCONTO

Será realizado o cálculo do WACC, apresentado no capítulo anterior, para chegar na taxa de desconto a ser utilizada para trazer o fluxo de caixa da empresa a valor presente. Para isso, serão calculados o custo do capital de terceiros e o custo de capital próprio, ambos em proporção à estrutura de capital da empresa.

8.8.1 CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

Para o custo do capital de terceiros, será utilizado como *proxy*²³ a taxa da última emissão de dívida da empresa. No final do ano de 2019, em 23 de dezembro, a Companhia

²³ Referência.

divulgou uma emissão de debêntures²⁴. Essa série foi emitida com a seguinte estrutura: vencimento de 24 meses, sendo os 12 primeiros a uma taxa de 12,66% ao ano somada a variação do dólar do mesmo período, e os meses restantes a uma taxa de 13,61% ao ano, também acrescida da variação do dólar do período.

Considerando as projeções estáveis do dólar para o período vigente, a uma taxa em torno de 4,05, será desconsiderada a sua variação. Assim, será utilizada para o custo de capital de terceiros o valor aproximado de 13%.

8.8.2 CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO

Para realizar esse cálculo, será utilizado o modelo de CAPM, explicitado no capítulo anterior. Será necessário estabelecer a taxa livre de risco, o beta (medindo a variação média da companhia em relação ao mercado), e o prêmio de risco.

A taxa livre de risco será o retorno esperado de um ativo com inadimplência nula, ou o mais próximo a zero, existente no mercado. Dessa forma, o ativo mais utilizado pelo mercado no Brasil, segundo Póvoa em “Valuation: Como Precificar Ações”, é a NTN-B mais longa possível. Esse é um título que paga IPCA + uma taxa pré-determinada. Utilizando como data-base 30/12/2019, a NTN-B mais longa do mercado estava pagando IPCA + 3,40%, com vencimento em 2050. Para realizar as projeções, foi considerado que o Banco Central cumprirá a meta de inflação em torno dos 4% atuais. Dessa forma, a taxa livre de risco utilizada foi de 7,40%.

O beta para a companhia Oi S.A. foi retirado do sistema Bloomberg, plataforma internacionalmente utilizada para dados financeiros. Foi encontrado o beta de 0,86, refletindo uma sensibilidade a oscilações um pouco menor do que o mercado.

Póvoa faz um estudo para qual deve ser o prêmio de risco considerado para o caso brasileiro. Por conta de um histórico muito instável do país, a estimativa correta é considerada complicada. Utilizando como referência empírica somente os anos de 2003 a 2010, pois todo histórico restante apresenta dados muito inconsistentes e imprecisos,

²⁴ Títulos de dívida emitidos por companhias privadas.

ele recomenda o uso de 6,5% ao ano.

Dessa maneira, com todos os valores estabelecidos, chegamos ao valor de 6,63% ao ano para o custo de capital próprio. Considerando a estrutura de capital da empresa, levando em conta a dívida líquida e o valor de mercado, chegamos a um E/V (capital próprio/capital total) de 25% e um D/V (capital de terceiros/capital total) de 75%. Assim, chegamos finalmente ao valor do WACC, ou seja, da taxa de desconto a ser utilizada, de 8,10%.

8.9 PERPETUIDADE E VALOR DA FIRMA

Tendo a projeção dos fluxos de caixa dos próximos 5 anos e a taxa de desconto, deve-se realizar o cálculo para chegar ao valor presente desses fluxos. O valor da firma será a soma desses fluxos, mais o valor da chamada perpetuidade. Esse é o valor quando projetamos o futuro da companhia a partir do ano seguinte a última projeção, até o infinito.

Para calcular o valor da perpetuidade, é preciso determinar qual será a taxa de crescimento da empresa nesse período. Foi assumida a premissa de que esse crescimento se dará pelo crescimento da economia, mais a variação de inflação da mesma. Chega-se, portanto, ao valor de 6%. Agora basta descontar a perpetuidade para chegar ao seu valor presente.

Abaixo estão os valores encontrados, refletindo o valor da firma.

Tabela 22: Valor da Firma e Perpetuidade Oi S.A.

R\$ milhões	Valor
WACC	8,10%
DCF Fluxos Projetados	519,40
Crescimento Perpetuidade	6,00%
DCF Perpetuidade	8.510,08
Valor da Firma	9.029

Elaboração: o Autor

9. A AQUISIÇÃO

Uma vez tendo o *status quo valuation*, será discutido o valor de sinergia, e em seguida apresentada a efetivação da hipotética aquisição e seu método de pagamento.

9.1 VALOR DA SINERGIA

Muitas aquisições são justificadas pela sinergia consequente da fusão entre as operações das duas empresas envolvidas. Damodaran explica que a obtenção de sinergias pode ocorrer de diversas formas: redução dos custos como percentagem das vendas; ganhos de economia de escala (a firma é capaz de reduzir proporcionalmente os custos quanto maior a escala do negócio); maior capacidade de financiamento e a melhores taxas de juros por redução dos riscos. Essa sinergia adiciona um prêmio ao valor da aquisição.

Alguns pontos são de importante destaque no caso estudado quando se fala das possíveis sinergias da fusão. A Oi possui a mais vasta rede de telefonia fixa do país, enquanto a TIM é um participante pequeno nesse mercado. Se tratando de um mercado em acelerada redução, não há grande sinergia a ser obtida na telefonia fixa. Por outro lado, essa estrutura associada a rede de fibra ótica das duas empresas, somando quase 500 mil quilômetros pelo país (378,6 km da Oi mais 100 km da Tim), oferece ganhos de escala relevantes no futuro do setor. Com a proximidade da tecnologia 5G, e sua dependência da fibra ótica, explicada previamente, a fusão das operações resultaria em uma forte competidora nesse mercado.

Como foi apresentado anteriormente, o grande foco das operações da Tim está no mercado de telefonia móvel, enquanto a Oi está muito presente na telefonia fixa e serviços de banda larga. Dessa maneira, acima de tudo, o que a Oi tem a oferecer é uma complementaridade nas operações. A Tim será capaz de utilizar a estrutura pré-existente da Oi para expandir as suas operações, ainda reduzidas, aproveitando os ganhos de escala que essa expansão pode oferecer.

9.2 PREÇO A SER PAGO

Além do valor estimado para a empresa alvo, alguns fatores são relevantes na determinação do preço a ser pago. O principal fator destacado por Damodaran é o valor de mercado da empresa, caso ela seja listada em bolsa. Dessa maneira, quanto maior a divergência do valor estimado para o valor de mercado, maior ou menor os potenciais ganhos para a empresa adquirente.

Um segundo fator relevante é a presença de outros ofertantes no mercado. Bradley, Desai e Kim (1988) estimaram, com dados de aquisições entre 1963 e 1984, que os retornos da adquirente iam de 2% para -1,33% de quando eram as únicas ofertantes do mercado, para quando existiam concorrentes. A lógica é óbvia, com maior oferta no mercado, o preço a ser pago tenderá a ser maior, reduzindo os futuros ganhos.

Nesse contexto, tem-se que no final de 2019 a Companhia era negociada em aproximadamente 5,2 bilhões de reais²⁵. Esse será o número relevante a ser levado em consideração na decisão do valor a ser pago, mas ainda com o valor justo estimado anteriormente no capítulo 8 em vista.

É amplamente discutido na literatura o chamado prêmio de aquisição. Essa seria a diferença entre o valor pago e o valor de mercado da empresa alvo no momento anterior à aquisição. A literatura sugere que os acionistas da empresa adquirida tendem a se beneficiar nesses processos, justamente por conta disso, argumentado por exemplo por Healy, Palepu e Ruback (1992).

O prêmio é justificado basicamente pelo valor que pode ser gerado da sinergia entre as empresas. Entretanto, como já foi comentado, esse cálculo é muito abstrato e incerto, carregando uma subjetividade grande.

Michael A. Hitt et al. (2009) apresentaram um levantamento com dados de 20 anos e quase 500 casos de M&A²⁶, em que foi concluído que as empresas pagam uma média de 40% a 50% de prêmio.

²⁵ Demonstrações Financeiras Padronizadas 31/12/2019 – OI S.A.

²⁶ Mergers and Acquisitions, em português, Fusões e Aquisições.

Além disso, foi encontrado pelo valuation realizado da Oi S.A., no capítulo anterior, o valor justo de aproximadamente 9 bilhões. Considerando o valor de mercado de 5,2 milhões, ela já está operando muito abaixo do valor justo, extremamente desvalorizada.

Para um cálculo assertivo do percentual desse prêmio, seria necessário analisar a fundo todos os detalhes da possível sinergia a ser obtida. Como o levantamento apresentado anteriormente aponta um prêmio de 40% a 50% pago em aquisições, será considerado somente que a empresa pagará um prêmio máximo de aproximadamente 40%. Por se tratar de uma empresa em recuperação judicial, com grandes problemas financeiros, e já bastante desvalorizada, não há informações que sustentem um prêmio mais alto nesse caso específico.

Dessa maneira, o percentual estaria em linha com a banda do histórico de M&A e, ainda assim, aplicando esse prêmio ao valor de mercado, a Tim ainda estaria pagando uma quantia significativamente inferior ao *status quo valuation* da Oi S.A.

9.3 MÉTODO DE PAGAMENTO

Em toda aquisição é preciso fazer duas escolhas quanto ao método de pagamento. A primeira é se a fonte de recursos será capital próprio ou de terceiros. Essa é uma decisão que deve ser feita baseada na própria estrutura de capital da empresa. De forma geral, caso ela ainda tenha capacidade de se endividar, deve decidir pelo menor custo, seja o de capital próprio ou de terceiros. Caso não possua mais espaço para endividamento, é necessário levantar capital próprio para a aquisição.

A segunda escolha, paralela à primeira, é se será utilizado caixa ou as próprias ações da empresa para o pagamento. A empresa adquirente pode optar por gerar caixa emitindo novas ações ou emitindo dívida, ou utilizar o caixa acumulado pelas suas operações, para efetuar a aquisição. A outra possibilidade é fazer o chamado *stock swap*, método pelo qual as ações da empresa alvo são trocadas por uma quantidade determinada de ações da empresa compradora. Uma terceira possibilidade é a mistura das duas anteriores, parte com caixa e parte com ações.

A Tim encerrou o ano de 2019 com valor de mercado de 37,9 bilhões de reais, com uma dívida líquida de 8,5 bilhões²⁷. Evidencia-se o baixo nível de endividamento da companhia, na ordem de 22% do capital total. Como foi apresentado no capítulo 5, a Tim reporta uma saúde financeira estável e crescente. Por conta disso, ainda, as taxas de juros de sua dívida são atualmente baixas. Parte de sua dívida é com o BNDES²⁸ com taxas favoráveis e estimulantes ao desenvolvimento, parte definida pela TJLP²⁹. Em janeiro de 2019 a Tim realizou uma emissão de debênture a 104,4% do CDI³⁰, novamente revelando conforto para endividamento (prêmio acima do CDI não é elevado, o que significa um crédito saudável).

Alguns pontos são importantes e devem ser destacados sobre essas decisões. Feito e Menéndez (2013) demonstram que o pagamento com *swap* de ações tem um impacto negativo no desempenho da companhia. Além disso, revela-se um prêmio mais alto quando o pagamento é realizado via ações, explicado pelos maiores custos de transição. Os controladores da empresa adquirente também preferem pagar com caixa pois evitam uma diluição da participação e controle do grupo na futura empresa.

Tendo em vista os pontos levantados, conclui-se que, tendo espaço para se endividar a taxas favoráveis, faz mais sentido para a companhia optar por levantar os recursos para a aquisição por meio de emissão de dívida, gerando caixa, e então realizar o pagamento em *cash*, e não por meio de *stock swap*. Ambas as decisões tendem a gerar maior valor para o futuro da aquisição.

²⁷ Demonstrações Financeiras Padronizadas 31/12/2019 – TIM S.A.

²⁸ Banco Nacional de Desenvolvimento.

²⁹ Taxa de Juro de Longo Prazo. Taxa oferecida para financiamentos do BNDES, geralmente com o objetivo de incentivar o desenvolvimento do país, a taxas mais favoráveis que o mercado.

³⁰ Crédito de Depósito Interbancário, taxa referência para o mercado de crédito brasileiro, muito próximo a Taxa Selic.

10. CONSIDERAÇÕES SOBRE O CONTEXTO ECONÔMICO ATUAL

Pode-se perceber que todos os dados utilizados ao longo do caso apresentado, sejam as premissas macroeconômicas ou os dados particulares das empresas, tiveram como data-base o final de 2019, portanto, desatualizados. Foi feito desta maneira com o objetivo de não complicar excessivamente a análise, misturando-a com os dados mais atuais do cenário econômico pós explosão da COVID-19.

Como foi comentado no capítulo 2, onde foi abordado o cenário econômico, a crise vem sendo muito forte, e afetando a economia real de forma sem precedentes na história, e todos os dados a que se tem acesso são atualizados diariamente. Por isso foi decidido tratar com os números das projeções anteriores a ela.

Entretanto, é evidente que a paralisação da economia mundial tem enorme efeito sobre o caso estudado e, principalmente, sobre as premissas macroeconômicas utilizadas. Então, algumas considerações finais devem ser feitas, pois tem total relação com a efetivação e conclusão do caso de aquisição apresentado até aqui.

Primeiramente, há uma expectativa de redução do PIB para o ano de 2020 atualmente na ordem de 6%, utilizando os dados divulgados pelo Banco Central ao longo do mês de junho. Para o ano de 2021, com a crise ficando para trás, as projeções sobem para um crescimento de 3,5%, e nos anos seguinte se estabilizam em 2,5%. O efeito direto para o caso apresentado é uma alteração nas premissas de crescimento da receita da Oi S.A. Com a economia paralisada, a demanda pelos serviços reduziria em grande medida, afetando todo o cenário projetado. Da forma que foi realizada a projeção, não está embutido todo o pessimismo recente sobre a economia.

As projeções atuais para o dólar e para a taxa de juros também teriam um impacto na elaboração do trabalho. Para o cálculo da taxa de desconto WACC, foi utilizada a taxa de câmbio como constante, pois as variações das projeções eram muito pequenas. Entretanto, houve um salto do dólar como consequência da crise, e as projeções para os anos seguintes superaram a taxa de 5 reais/dólar, o que aumentaria o custo de capital de terceiros.

A Taxa SELIC já sofreu cortes ao longo do ano e se encontra atualmente em 2,25%, muito abaixo do considerado no trabalho. Por ser a taxa referência do mercado de crédito, isso também tem um efeito nas projeções por meio do WACC, ao calcular o custo de capital de terceiros.

Assim, pode-se perceber que a análise é afetada de diversas formas quando se atualizam as premissas macroeconômicas, sendo de vital relevância.

Além disso, em momentos tão incertos, há uma tendência a não tomar medidas tão decisivas para a companhia, como uma aquisição dessa magnitude. Assim, espera-se que a efetivação de um acordo dessa proporção se prorrogue e aguarde a normalização da economia, onde o futuro seja menos incerto.

Um último ponto fundamental é sobre o próprio valor de mercado da empresa alvo Oi S.A., ele sendo a base da aquisição. Exatamente pela atual situação da companhia e da própria crise, e inclusive com rumores de possíveis aquisições, o seu valor de mercado está oscilando fortemente. Desde a data-base utilizada, de 31 de dezembro de 2019, quando a empresa era avaliada pelos 5,2 bilhões de reais apresentado no trabalho, ele chegou a valores inferiores a 3 bilhões, em meados de março, quando a crise se acentuou, e, no final de junho, a valores superiores a 7 bilhões.

Por conta disso, a análise pode ser muito diferente dependendo do momento em que é desenhada. Inclusive, uma possibilidade para situações como essa é a utilização de uma média de negociação dos últimos meses na elaboração do contrato. Dessa forma reduz-se o problema da grande oscilação precedente à efetivação do acordo.

11. CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho foram apresentados o histórico e o formato do setor de telecomunicações no Brasil, contextualizando as duas empresas envolvidas, Oi S.A. e TIM, nesse universo. Foi visto um ambiente amplamente marcado por fusões e aquisições, com uma legislação e regulação muitas vezes atuando a favor desses movimentos.

Assim, as duas empresas foram introduzidas com maior detalhe, evidenciando-se situações e momentos distintos entre elas. A Oi S.A. se mostrou como um bom alvo de aquisição dentro do setor, enquanto a TIM apresentou boas condições para seguir com esse processo.

Após entender melhor o racional da operação, os seus motivos e incentivos, e como a aquisição tomaria forma, foram apresentadas técnicas de avaliação para torná-la mais concreta.

Todo processo de M&A é alvo de muito estudo e pesquisa extremamente detalhada. Neste trabalho, o objetivo foi oferecer uma primeira visão sobre o que deve ser analisado e discutido nesses processos, dentro do caso específico que foi desenhado.

Dessa maneira, a hipótese levantada foi de que a TIM efetuará a aquisição da Oi S.A. emitindo dívida para pagar com caixa, a um prêmio máximo de aproximadamente 40% do valor de mercado da companhia.

Por fim, como foi levantado no capítulo anterior, esse cenário pode ser em grande medida afetado pelo contexto atual de crise econômica, consequente da crise sanitária da COVID-19. Não se espera que haja efetivação do acordo de aquisição com a incerteza atual da economia.

12. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANATEL. **Agência Nacional de Telecomunicações website institucional**. Disponível em: <<https://www.anatel.gov.br/institucional/>>. Acesso em: 23/11/2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL – Disponível em: <<https://www3.bcb.gov.br/>>. Acesso em: 17/04/2020.

BRADLEY, M., DESAI, A. & KIM, E. **Synergistic gains from corporate acquisitions and their division between the stockholders of target and acquiring firms**. Journal of Financial Economic Volume 21, Issue 1, May 1988, Pages 3-40.

CLARO TELECOM PARTICIPAÇÕES S.A. **Claropar RI website**. Disponível em: <<https://claropar.com.br/> >. Acesso em: 16/11/2019.

DAMODARAN, Aswath. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. Wiley. 2012.

FEITO, ISABEL; MENÉNDEZ, SUSANA **Mergers and Acquisitions Valuation: Cash vs Stock Payment**. 2013

GROTTI, Dinorá Musetti – **Regime Jurídico das Telecomunicações: autorização, permissão e concessão**, Rio de Janeiro, 224: 183-196, 2001.

HEALY, P.M.; PALEPU, K.G.; RUBACK, R.S. **Does corporate performance improve after mergers?** Journal of Financial Economics, v. 31, p. 135-175, 1992.

HITT, Michael A. et al. **Mergers and Acquisitions: Overcoming Pitfalls, Building Synergy, and Creating Value**. Marquette University, 2009.

IUDÍCIBUS, S., MARION, J., “**Curso de Contabilidade para não contadores**” 7ª Edição: Atlas, 2011.

INVESTOPEDIA - Disponível em:

<https://www.investopedia.com/terms/f/freecashflow.asp> Acesso em: 22/04/2020.

MIRANDA NETO, José Queiroz de. **REDES, TERRITÓRIO E**

COMPETITIVIDADE: A Estratégia das Empresas de Telefonia Celular no Estado do Pará. 2008. 147 f. Dissertação (Mestrado) - Curso de Geografia, Universidade Federal do Pará, Belém, 2008. Disponível em: <<http://www3.ufpa.br/ppgeo/arquivos/dissertacoes/2008/JoseNeto.pdf>> Acesso em: 23 nov. 2019.

MOCELIN, Daniel Gustavo. **Qualidade do emprego nas telecomunicações pós- privatização.** CADERNO CRH, Salvador, v. 20, n. 50, p. 299-318.

OI S.A. **Oi S.A. RI website.** Disponível em: < <https://www.oi.com.br/ri>>. Acesso em: 16 nov. 2019.

O LIVRO AZUL DAS TELECOMUNICAÇÕES. **Análise setorial e sugestões do setor privado para o Programa de Telecomunicações do próximo governo.**

Material desenvolvido por um grupo de associações representados pela ABRAFIX (Associação Brasileira de Prestadoras de Serviço Telefônico Fixo Comutado), ACEL (Associação Nacional dos Prestadores de Serviço Móvel Celular e TELEBRASIL (Associação Brasileira de Telecomunicações), 2002

PENNA FILHO, Pedro Baptista de Araújo – **Telecomunicações: O Desafio da Integração Nacional, Embratel 1967-2004,** Rio de Janeiro: Editora Ciência Moderna, 2009.

POVOA, A. **Valuation: Como Precificar Ações.** São Paulo: Campus, 2012

QUINTELLA, Rogério H. e COSTA, Márcio Andrade. **O setor de telefonia móvel do Brasil após o SMP: as estratégias das operadoras e a convergência fixa-móvel.**

Revista de Administração Pública RAP FGV – EBAPE, 2009

TELEFONICA. **Telefonica RI website.** Disponível em:

<<http://ri.telefonica.com.br/>>. Acesso em: 16/11/2019.

TIM. **TIM RI website.** Disponível em: < <https://ri.tim.com.br/>>. Acesso em: 16/11/2019.