

PREVISÃO DA MATERIALIZAÇÃO DO RISCO DE INSOLVÊNCIA DO GRUPO OI

PREDICTION OF THE MATERIALIZATION OF INSOLVENCY RISK IN THE OI GROUP

PREVISIÓN DE LA MATERIALIZACIÓN DEL RIESGO DE INSOLVENCIA DEL GRUPO OI

Gislaine Aparecida Santana Sedyama

Mestra em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG)

Professora Adjunta da Universidade Federal de Viçosa (UFV)

Endereço: Av. Peter Henry Rofls, s/n, Campus Universitário, CEP 36.570-900. Viçosa, MG, Brasil

Telefone: (31) 3899-1588

E-mail: gislaine.santana@ufv.br

Lais Batista Baquim

Graduada em Ciências Contábeis pela Universidade Federal de Viçosa (UFV)

Endereço: Av. Peter Henry Rofls, s/n, Campus Universitário, CEP 36.570-900. Viçosa, MG, Brasil

Telefone: (31) 3899-1588

E-mail: laisbbaquim@gmail.com

Fernanda Maria de Almeida

Doutora em Economia pela Universidade Federal de Viçosa

Professora Adjunta da Universidade Federal de Viçosa (UFV)

Endereço: Av. Peter Henry Rofls, s/n, Campus Universitário, CEP 36.570-900. Viçosa, MG, Brasil

Telefone: (31) 3899-1612

E-mail: fernanda.almeida@ufv.br

Artigo recebido em 13/03/2018. Revisado por pares em 02/07/2018. Reformulado em 15/07/2018. Recomendado para publicação em 18/07/2018. Publicado em 01/08/2018. Avaliado pelo Sistema *double blind review*.



RESUMO

Este artigo discute se as informações contábeis divulgadas pelo Grupo OI subsidiavam a previsão da materialização do risco de insolvência (pedido de recuperação judicial). Fundamentado no modelo de previsão de insolvência de Brito e Assaf Neto (2008) e da análise dos Balanços Patrimoniais, Demonstrações do Resultado e do Fluxo de Caixa, Relatórios de Sustentabilidade e da Administração e Notas Explicativas divulgados entre 2009 e 2015, constatou-se que os seguidos processos de reestruturação societária geraram operações descontinuadas; aumento de despesas financeiras e endividamento; queda nas Unidades Geradoras de Receita e baixa na geração de recursos, conduzindo a empresa a insolvência.

Palavras-chave: Evidenciação; Informações Contábeis; Qualidade da Informação; Risco de insolvência.

ABSTRACT

This article discusses whether the accounting information disclosed by the OI Group subsidized the forecast of the materialization of the insolvency risk (request for judicial recovery). Based on Brito and Assaf Neto's (2008) insolvency forecast model and the analysis of the Balance Sheet, Statement of Income and Cash Flow, Sustainability Report and Management and Explanatory Notes published between 2009 and 2015, it was found that the recurrent corporate restructuring processes generated discontinued operations; increase in financial expenses and indebtedness; decrease in revenue generating units and a decrease in the generation of resources, leading to insolvency.

Keywords: Disclosure; Accounting information; Quality of Information; Insolvency risk.

RESUMEN

Este artículo discute si la información contable divulgada por el Grupo OI subsidiaba la previsión de la materialización del riesgo de insolvencia (solicitud de recuperación judicial). En el modelo de previsión de insolvencia de Brito y Assaf Neto (2008) y del análisis de los Balances Patrimoniales, Demostraciones del Resultado y del Flujo de Caja, Informes de Sostenibilidad y de la Administración y Notas Explicativas divulgadas entre 2009 y 2015, se constató que los seguidos procesos de reestructuración societaria generaron operaciones descontinuadas; aumento de los gastos financieros y endeudamiento; la caída en las Unidades Generadoras de Ingresos y baja en la generación de recursos, conduciendo la empresa a la insolvencia.

Palabras- claves: Evidencia; Información Contable; Calidad de la información; Riesgo de insolvencia.

1 INTRODUÇÃO

As pressões exercidas pelo ambiente externo sobre as organizações fazem com que estas estejam constantemente expostas a riscos capazes de ocasionar dificuldades de ordem financeira e gerencial, e induzi-las à insolvência. Assim, carecem da adoção de práticas gerenciais que permitam compreender, de modo dinâmico, quais aspectos internos e externos influenciam seu desempenho e de que forma estes riscos podem induzi-la ao descumprimento de suas obrigações legais para com terceiros.

Mário e Aquino (2008) reforçam esta ideia ao destacarem que a identificação da possibilidade de insolvência contribui na tomada de decisão dos usuários das informações contábeis. De posse dessas informações, e daquelas contidas nos relatórios emitidos por uma empresa, é possível mensurar o risco que as decisões dos gestores podem gerar e, com isso, evitar maiores perdas - tal como a decretação de falência, onde a empresa não consegue saldar suas obrigações dentro do prazo contratual e ter a descontinuidade de suas atividades.

No Brasil, até 2004, os processos falimentares eram amparados pelo Decreto-lei 7.661/45, o qual previa a possibilidade de se retirar do mercado uma empresa nociva à economia, seja por sua má administração ou pela inviabilidade de seu negócio, e a possibilidade de cobrança de dívidas e satisfação do credor. Por não auxiliar na superação da crise econômica das empresas insolventes, debates relativos aos direitos falimentares se fizeram crescentes e conduziram, em 2005, a promulgação da Lei 11.101 a fim de regular a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária.

A recuperação judicial foi implementada com intuito de auxiliar as empresas que estão em estado de insolvência a recuperarem o equilíbrio financeiro, permitindo a continuidade da atividade econômica (SOUSA, 2008), principalmente, daquelas consideradas economicamente viáveis para a economia. Segundo Coelho (2013), a viabilidade de uma empresa se justifica pela sua importância social, a mão de obra e tecnologia empregadas, o volume do ativo e passivo, o tempo da empresa e o porte econômico.

Dados divulgados pelo Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE, 2015) da Fundação Getúlio Vargas revelam que desde o segundo trimestre de 2014, a economia
Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.11, n. 1, mai./ago. 2018.

brasileira está em fase de recessão, caracterizado por um declínio significativo no nível de atividade econômica entre os diversos setores da economia brasileira, por nove trimestres consecutivos. Sendo assim, empresas passaram a apresentar dificuldades em saldar seus credores devido à combinação das elevadas taxas de juros com a complexidade na obtenção de créditos. Por isso, os pedidos de recuperação judicial sofreram recorde histórico no primeiro trimestre de 2016, registrando 1.098 requerimentos. Destes 657 são de micro e pequenas empresas, 282 de médias empresas e 159 de grandes empresas (SERASA EXPERIAN, 2016).

Dentre as empresas que solicitaram recuperação judicial encontra-se a empresa Oi (Grupo Oi), uma das quatro maiores empresas de telefonia do Brasil, líder no mercado de telefonia fixa e a quarta maior no mercado de telefonia móvel. Devido à incapacidade de saldar suas dívidas, que chegaram a R\$ 65,4 bilhões, a operadora decidiu, em junho de 2016, se proteger judicialmente depois de uma série de discussões com credores nacionais e estrangeiros que não geraram acordos (FOLHA DE SÃO PAULO, 2016).

Com extensa lista de clientes e fornecedores, a operadora Oi declarou que seus clientes não seriam prejudicados com o pedido de recuperação judicial. Porém, segundo Sebrae (2016), mais de 2 mil empresas de micro e pequeno porte, que possuem crédito com a Oi, foram afetadas, podendo causar a descontinuidade desses empreendimentos.

Nesse sentido, ao se considerar que as informações divulgadas pelas empresas devem ser relevantes e representar fidedignamente aquilo que se dispõe a representar, e possibilitar que seus usuários compreendam a situação atual da empresa e preveja tendências futuras, torna-se relevante questionar: As informações publicadas pelo Grupo Oi em seus relatórios e demonstrações contábeis subsidiavam a previsão da materialização do risco de insolvência?

Objetivou-se com este estudo compreender se as informações divulgadas nas demonstrações financeiras do Grupo Oi permitiam aos usuários da informação contábil se certificarem da materialização do risco de insolvência. Este estudo se justifica no fato de que os relatórios da administração e de sustentabilidade, tal como os demonstrativos contábeis-financeiros são elaborados e apresentados para usuários externos em geral, a fim de

subsidiá-los no processo de tomada de decisões. Além disso, visam contribuir com o pressuposto básico de que a entidade não tem a intenção, nem tampouco a necessidade, de entrar em processo de liquidação ou de reduzir materialmente a escala de suas operações (CPC 00, 2011).

Diferentes métodos tem sido usado em estudos nacionais e internacionais com o intuito de prever a insolvência e o desempenho futuro de uma organização, com base em indicadores contábeis (BEAVER, 1966; ALTMAN, 1968; ELIZABETSKY, 1976; KANITZ, 1978; ALTMAN, HALDEMAN e NARAYANAN, 1979; OHLSON, 1980; ONUSIC, CASA NOVA e ALMEIDA, 2007; BRITO e ASSAF NETO, 2008; GUIMARÃES e MOREIRA, 2008; SILVA, 2010; SILVA, WIENHAGE, SOUZA, LYRA e BEZERRA, 2012; ALTMAN, IWANICZ-DROZDOWSKA, LAITINEN, SUVAS, 2014; SCALZER, RODRIGUES e MACEDO, 2015; BARIATTI e VAN GALEN, 2016).

Entretanto, há lacuna de estudos que analisem a materialização dos riscos de insolvência a partir da cogitação de informações descritivas apresentadas em relatórios e demonstrativos contábeis divulgados pelas empresas e de indicadores contábeis-financeiros calculados a partir dos modelos de previsão existentes. Parte desta lacuna que este estudo pretende preencher. Dessa forma, entende-se que o presente estudo contribui com a discussão acerca da utilidade, qualidade e relevância da informação contábil na medida em que revela o quanto as informações divulgadas pelo Grupo Oi subsidiavam seus usuários na previsão da materialização de riscos de insolvência e do pedido de recuperação judicial.

Além desta introdução, o estudo aborda os aspectos que permeiam a recuperação judicial e a insolvência, o delineamento metodológico da pesquisa, as discussões e conclusões.

1 REVISÃO DE LITERATURA

1.1 RECUPERAÇÃO JUDICIAL

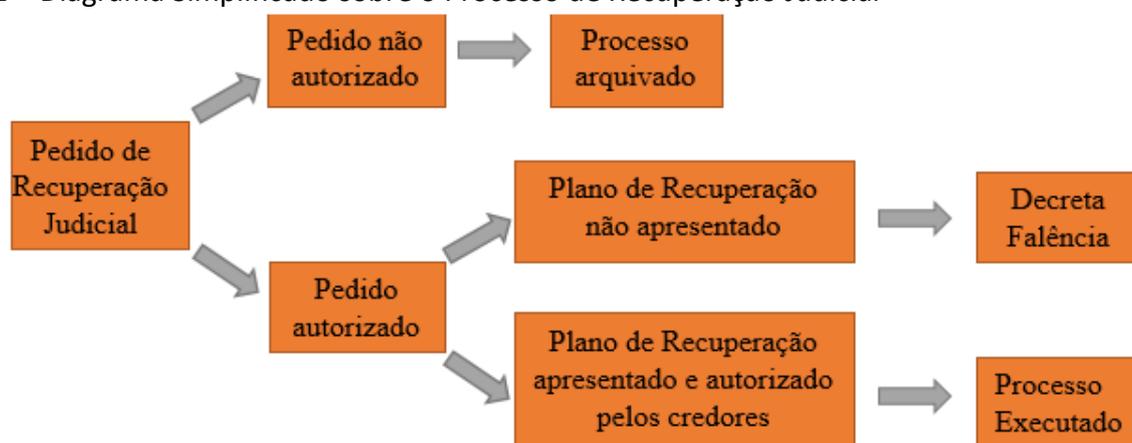
A Lei 11.101 de 2005 que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária tem como intuito evitar a descontinuidade de empresas viáveis. De acordo com seu art. 47, a lei tem por objetivo:

Viabilizar a superação de crise econômico-financeira do devedor, à fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica (PLANALTO, 2005)

Com o surgimento da nova lei houveram modificações nos direitos falimentares, dentro o qual destaca-se a substituição da concordata, que impunha pagamentos e prazos às empresas concordatárias (o que acabava conduzindo-a a falência), por outro instrumento chamado de recuperação judicial cujo objeto é evitar a falência da empresa.

Na concordata, o processo era solicitado pelo devedor e concedida pelo juiz através de favor legal, e não por meio de acordo entre devedor e credor. Sendo assim, não havia a necessidade de apresentação de plano de recuperação judicial, pois se tratava apenas de adiamento do prazo para liquidação das dívidas, sendo de no máximo 24 meses. No processo de recuperação judicial, o devedor apresenta um plano de liquidação das dívidas, que deverá ser negociado com os credores, que poderão aceitar, modificar ou rejeitar o plano, ocorrendo neste último caso, a decretação da falência (OLGUIN, 2013). A Figura 1 apresenta o processo.

Figura 1 - Diagrama Simplificado sobre o Processo de Recuperação Judicial



Fonte: Elaborado pela autora, com base no guia prático - CFA (2011).

Nesse processo a participação dos credores é relevante, pois só é possível ser executado a recuperação judicial após os credores aprovarem o plano apresentado pela empresa recuperanda.

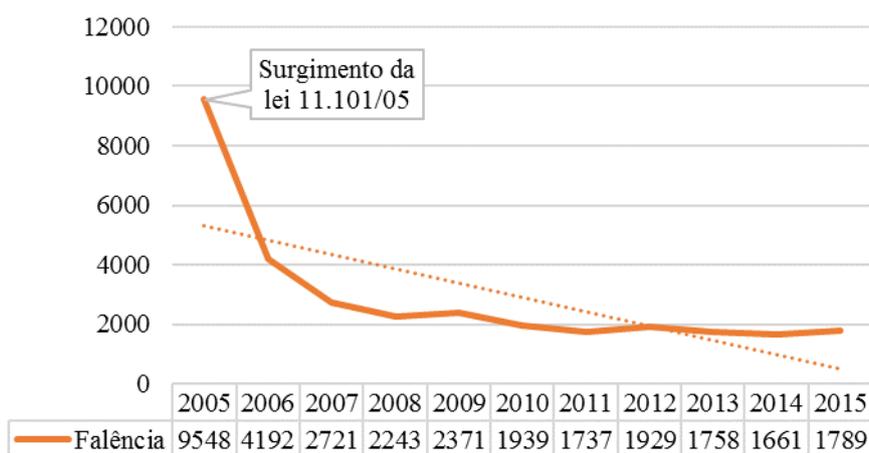
De acordo com o Conselho Federal de Administração (CFA, 2011), o processo de
Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.11, n. 1, mai./ago. 2018.

recuperação judicial se desenvolve em três fases: Postulatória, Deliberativa e Execução. Na fase Postulatória há a ingressão do pedido de recuperação judicial, em que o devedor irá expor as razões da crise econômico-financeira e apresentar as demonstrações contábeis dos últimos 3 anos; a lista completa dos credores e empregados; os extratos atualizados da conta bancária e aplicações financeiras do devedor; as certidões de protestos e relação de todos processos judiciais. Caso falte algum documento, a empresa tem até 30 dias para a correção.

Após a conferência das documentações entregues, há o início da fase de deliberação. Nesta fase o juiz decide se autoriza ou não o processo. Caso o juiz não autorize, o processo é arquivado. Se autorizado, o devedor tem até 60 dias para apresentar o plano de recuperação, e os credores terão mais 30 dias para se manifestar. Caso a empresa não apresente o plano, o juiz decreta falência. A fase de Execução se inicia quando há a aprovação por parte dos credores, do plano de recuperação judicial, onde o devedor se compromete a executar o plano considerando todas as obrigações previstas.

A partir do momento em que todas as fases são concluídas e o processo passa a ser executado, a organização aprofunda a oportunidade de continuar operando no mercado, caso consiga alcançar todos os preceitos do plano e tornar-se novamente uma empresa solvente. Sendo assim, após a implantação da Lei 11.105/05, as empresas com dificuldades financeiras passaram ter a opção de requerer o processo de recuperação judicial, ao invés de descontinuar suas atividades. Com isso, a partir do ano de 2005, houve uma queda significativa dos números de pedidos de falência, como demonstrado na Figura 2 (SERASA EXPERIAN, 2007).

Figura 2 - Pedidos de falência - 2005 a 2015.



Fonte: Elaborado pela autora, com base nos dados do Serasa Experian (2015).

Entre os anos de 2005 e 2006 houve decréscimo brusco de pedidos de falência após a instituição da lei 11.101/05, com variação de aproximadamente 56%. Sendo assim, é possível associar o declínio ao novo processo, pois passou a ser uma alternativa pertinente às empresas insolventes (SERASA EXPERIAN, 2007). Em 2014, o número de pedidos volta a subir devido ao período de recessão que a economia se encontra.

1.2 INSOLVÊNCIA E REPRESENTAÇÃO FIDEDIGNA DA INFORMAÇÃO

Os termos insolvência e falência muitas vezes são utilizados de forma semelhantes, porém, são terminações distintas. Para Kasper (2016) a literatura sobre insolvência reconhece o termo como um tipo específico de falha corporativa, que se resume na falta de influxos de caixa decorrentes da insolvência do fluxo de caixa e da insolvência do balanço, quando há excesso de passivos sobre ativos.

Mário e Aquino (2008) reconhecem a insolvência como o estado no qual uma empresa não tem condições de saldar suas obrigações. Já a falência, pode ser entendida como um procedimento jurídico, no qual a empresa não tem condições de quitar seus credores e nem realizar acordo com os mesmos fora do tribunal (WARNER, 1977). Desse modo, a insolvência pode ser caracterizada como uma fase momentânea, sendo que em caso de persistência, pode conduzir à falência.

Para Assaf Neto (2014), uma empresa apresenta dificuldades financeiras “quando seus fluxos de caixa correntes não se mostram capazes de cobrir suas despesas de

transações”, ou seja, quando não há capacidade de quitar suas obrigações de curto prazo. Na persistência desse cenário, a empresa pode se tornar insolvente, quando o ativo total é incapaz de cobrir o passivo - não havendo a possibilidade de saldar seus credores. Caso a empresa não realize o pagamento no período estipulado no contrato da operação de crédito, a empresa pode entrar em processo de falência (ASSAF NETO, 2014, p. 548).

Os sinais de dificuldade financeira começam a ser apresentados alguns anos antes das empresas alcançarem estágios críticos de falência ou concordata. Por isso, o estado de insolvência não é um evento repentino, mas algo que se intensifica ao longo dos anos. Como a divulgação de informações pelas empresas é feito por meio de demonstrações contábeis e relatórios descritivos, estes podem apresentar indícios de que um cenário de insolvência se aproxima e revelar maior propensão de uma empresa falir em um futuro não muito distante.

Para ser possível analisar o cenário econômico-financeiro-social de uma organização de forma adequada, é imprescindível que os demonstrativos contábeis-financeiras e os relatórios divulgados pela empresa contenham informações que compreendam as características qualitativas fundamentais da informação contábil útil (CPC 00, 2011), que são a relevância e a representação fidedigna, além daquelas capazes de melhorar a utilidade da informação, quais sejam: compreensibilidade, relevância, confiabilidade e comparabilidade.

A informação é considerada relevante quando é capaz de influenciar as decisões que possam ser tomadas por seus usuários. As informações relevantes podem ter: a) valor preditivo se puder ser utilizada como dado de entrada em processos empregados pelos usuários para predizer futuros resultados; b) valor confirmatório, se servir de *feedback* às avaliações prévias (confirmá-las ou alterá-las); ou c) ambos. No caso de sua omissão ou sua divulgação distorcida (*misstating*), a informação é capaz de influenciar decisões sobre a entidade específica que reporta a informação, nesse caso, diz-se que a informação é material.

Mediante as informações divulgadas pela organização, é possível fazer uma análise do cenário passado, atual e futuro de uma organização (ASSAF NETO, 2012). Desse modo, a análise de balanços possibilita aos usuários compreender os motivos que determinaram a atual posição da empresa, bem como prever tendências futuras.

Ao longo dos anos vários modelos estatísticos de previsão foram desenvolvidos com o intuito de atribuir uma probabilidade de não cumprimento das obrigações assumidas pelas empresas em um determinado horizonte de tempo. O primeiro modelo foi proposto por Fitzpatrick (1932) para investigar as diferenças entre as razões de sucesso industrial das empresas com empresas falidas, e revelou que todas as proporções analisadas previram o fracasso em algum grau. Em seguida, Smith e Winakor (1935) investigaram as tendências de vinte e uma proporções contábeis de vinte e nove empresas que haviam passado por dificuldades financeiras entre 1923 e 1931 e concluíram que a proporção entre o capital de giro líquido e o total de ativos foi o preditor mais acurado de falhas, com sua declinação evidente em dez anos antes do evento.

Em 1942, Merwin superou algumas das deficiências dos estudos de Fitzpatrick (1932) e Smith e Winakor (1935) ao analisar uma amostra muito maior de firmas e descobrir que a partir de um número “grande” de proporções não reveladas que foram examinadas, três razões eram “especialmente sintomáticas da iminente descontinuidade”; ativos circulantes para o passivo circulante, patrimônio líquido para o endividamento total e capital de giro líquido para o ativo total.

Encorajado pelas descobertas dos estudos de Fitzpatrick (1932), Smith e Winakor (1935) e Merwin (1942), Beaver (1966) incorporou em seu estudo o potencial da razão como uma ferramenta preditiva. Reuniu uma amostra de índices financeiros de 79 empresas falidas ao longo de um período de onze anos (1954 a 1964) e uma seleção comparativa de empresas que não faliram. A seleção de firmas não falidas foi feita de acordo com uma análise de par com base no tamanho da indústria e da empresa, assim para cada empresa falida na amostra, uma empresa não falida foi selecionada entre 12.000 corporações norte-americanas, baseando-se na premissa de que os critérios utilizados para a formação dos pares poderiam influenciar nos resultados dos índices calculados. Beaver (1966) concluiu que nem todos os índices analisados foram capazes de prevenir as dificuldades financeiras e que os índices proporcionaram maior grau de certeza para a classificação das empresas não falidas.

Em 1968 Altman analisou o risco de insolvência de empresas nos Estados Unidos a partir de um modelo de análise discriminante para previsão de insolvência das empresas que

utilizou diversas variáveis combinadas simultaneamente. Os trabalhos de Beaver (1966) e de Altman (1968) influenciaram vários outros estudos, como o de Elizabestky (1976), Altman, Haldeman e Narayanan (1977) com a introdução do modelo Zeta (Z-Score), Kanitz (1978), Olson (1980) que desenvolveu o primeiro modelo de regressão logística para prever insolvência de empresas.

A metodologia proposta por esses estudos tem fornecido até o momento uma plataforma sólida para compreensão da evolução da literatura sobre insolvência nacional e internacionalmente, e influenciado a inclusão de metodologias de programação matemática, redes neurais e análise envoltória de dados no estudo de insolvência em vários setores.

2 DELINEAMENTO METODOLÓGICO

2.1 CLASSIFICAÇÃO DA PESQUISA E CARACTERIZAÇÃO DA UNIDADE DE ANÁLISE

Classifica-se o presente estudo como descritivo-explicativo (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006), com abordagem qualitativa e quantitativa do problema (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006), uma vez que se objetiva especificar as características e estabelecer as causas que conduziram o Grupo Oi a pedir, em junho de 2016, sua recuperação judicial, e com isso, verificar se o conjunto de informações divulgadas pelo grupo, por meio dos relatórios e demonstrativos contábeis, permitiam os usuários da informação preverem a materialização do risco de insolvência e o pedido de recuperação judicial.

O Grupo Oi surgiu a partir de uma junção, em 2009, entre a Telemar Norte Leste S.A. e o Brasil Telecom S.A., sendo que tais sociedades foram formadas a partir da privatização da Telebrás em 1998. Atualmente o grupo é composto pelas seguintes sociedades: Oi S.A., Telemar Norte Leste S.A., Oi Móvel S.A., Copart 4 Participações S.A., Copart 5 Participações S.A., Portugal Telecom *International Finance* B.V. e Oi Brasil *Holdings Coöperatief* S.A.

No início das atividades ofertavam apenas prestações de serviços de telefonia fixa e posteriormente, foram incorporados os serviços de telefonia móvel, internet e TV por assinatura. Os serviços são comercializados pela marca Oi e está presente em 5.570 municípios brasileiros, dispondo cerca de 70 milhões de clientes. O serviço de telefonia fixa abrange cerca de 34% da parcela do mercado brasileiro, e a telefonia móvel 18,52%. A

internet banda larga possui 5,7 milhões de acessos e há aproximadamente 1,2 milhão de assinaturas de TV.

Devido às prestações de serviços serem centralizadas na marca Oi, formou-se uma identidade simples e reconhecida por todo território brasileiro e em alguns lugares no exterior. Sendo assim, a operadora tornou-se uma das principais marcas do mercado de telecomunicações do Brasil, sendo reconhecida, durante os últimos 4 anos, como uma das vinte cinco marcas brasileiras mais valiosas (INTERBAND, 2015).

3.2 COLETA E TRATAMENTO DOS DADOS

A partir de uma análise documental do Balanço Patrimonial (BP), Demonstrações de Resultados do Exercício (DRE), Demonstrações do Fluxo de Caixa (DFC), Notas Explicativas (NE), Relatório da Administração (RA) e Relatório de Sustentabilidade (RS), disponibilizados no *site* da Bovespa, relativos ao período de 2009 a 2015, foram levantados os dados que fundamentaria a análise proposta pelo estudo. Esses dados foram coletados e organizados no *Excel* de modo a possibilitar os cálculos dos índices e delineamento da equação matemática que permitiria prever a insolvência.

Para analisar a insolvência do Grupo Oi, foi escolhido o modelo de previsão de insolvência desenvolvido por Brito e Assaf Neto (2008) pelo fato destes autores utilizarem como amostra para seu estudo empresas de capital aberto não financeiras, com papéis listados na Bolsa de Valores do Estado de São Paulo (Bovespa), sendo algumas caracterizadas como insolventes, similar ao caso do Grupo Oi, e por seu modelo apresentar resultados significativos e expressivo nível de acerto das classificações obtidas.

O Modelo de Brito e Assaf Neto (2008) foi formulado com o intuito de avaliar “se as demonstrações contábeis fornecem informações que permitam aos seus diversos usuários prever a ocorrência de uma insolvência empresarial”. Sendo assim, os autores desenvolveram um modelo de classificação de risco de grandes empresas, construído através de uma amostra de 60 empresas de capital aberto, 30 classificadas como solventes e 30 como insolventes, entre 1994 e 2004. O termo insolvente foi utilizado para referenciar as empresas que entraram em processo de concordata ou falência.

A população do estudo destes autores compreendeu empresas, não financeiras, listadas na Bolsa de Valores de São Paulo. Para a amostra, foram selecionadas empresas que tiveram ações negociadas como concordatárias e aquelas em situação de falência, caracterizadas como insolventes. Após essa identificação, para cada empresa insolvente, foi incluída uma empresa solvente na amostra, do mesmo setor econômico e de tamanho equivalente. Desse modo, foi analisado as demonstrações contábeis do penúltimo exercício anterior ao ano do evento de *default* da empresa insolvente, e no ano correspondente da empresa selecionada como solvente.

O método de emparelhamento das amostras utilizado foi embasado nos modelos desenvolvidos por Beaver (1966), Altman (1968) e Sanvicente e Minardi (1998). Através da construção do modelo, se desejava prever o evento de *default* - quando uma empresa torna-se concordatária ou falida. Segundo os autores, “o *default* de grandes empresas é tradicionalmente considerado como de baixa probabilidade e de elevado impacto”, como protagonizado pelo Grupo Oi.

A técnica estatística utilizada para a construção do modelo de Brito e Assaf Neto (2008) foi a de regressão logística. Segundo Brito, Assaf Neto e Corrar (2009) “a regressão logística gera uma função matemática cuja resposta permite medir a probabilidade de uma observação pertencer a um grupo previamente estabelecido, dado o comportamento de um conjunto de variáveis explicativas. ”

As variáveis explicativas basearam-se em índices econômico-financeiros, considerando-se para o teste os 25 índices mais frequentemente utilizados nas pesquisas semelhantes, como os índices de liquidez, rentabilidade, atividade, estrutura, análise dinâmica e fluxo de caixa. O modelo final de Brito e Assaf Neto (2008) é composto pelos 4 índices de maior grau de significância, representados pela seguinte equação matemática:

$$\ln \left(\frac{p}{1-p} \right) = - 4,4740 - 4,528X_{12} + 18,433X_{16} - 14,080X_{19} - 11,028X_{22}$$

Em que:

p = probabilidade de ocorrer o evento de *default*

$1-p$ = probabilidade de não ocorrer o evento de *default*

$p/1 - p$ = a razão de probabilidades

X_{12} = (Lucro acumulado + Reserva de lucros) / Ativo total

X_{16} = (Passivo circulante financeiro + Exigível a longo prazo financeiro) / Ativo Total

X_{19} = (Ativo circulante – Passivo Circulante) / Ativo Total

X_{22} = (Ativo circulante financeiro – Passivo circulante financeiro) / Vendas líquidas

A probabilidade associada à ocorrência do evento pode ser obtida pela expressão:

$$p = \frac{1}{1 + e^{-(4,4740 - 4,528X_{12} + 18,433X_{16} - 14,080X_{19} - 11,028X_{22})}}$$

De acordo com o modelo, a empresa será classificada como solvente se $p=0$ e insolvente se $p=1$ (BRITO; ASSAF NETO, 2008).

Em relação aos resultados alcançados por Brito e Assaf Neto (2008) a partir do modelo proposto pode-se verificar que na amostra 27 empresas eram solventes e 3 insolventes, ou seja, nível de acerto de 90%. Na amostra das empresas insolventes, 26 foram classificadas como insolvente e 4 como solvente, logo o nível de acerto foi de 86,7%. Sendo assim, o modelo apresentou um percentual total de acerto de 88,3%, classificando 7 empresas incorretamente. Os autores concluíram que “as demonstrações contábeis fornecem informações que permitem classificar as empresas como prováveis solventes ou prováveis insolventes, com bom nível de precisão” (BRITO; ASSAF NETO, 2008). Desse modo, torna-se um modelo adequado para análise proposta neste estudo.

Cabe ressaltar que as informações coletadas na análise documental e tabuladas no *Excel*, foram utilizadas no cálculo dos índices de previsão para o Grupo OI, conforme propõe o modelo de Brito e Assaf Neto (2008). Esses índices serão apresentados e discutidos na subseção 4.1. Em seguida, serão apresentados os achados que podem justificar a classificação de solvência e insolvência gerada pelo modelo (subseção 4.2) e por fim, são discutidos elementos que justificam a atual crise financeira enfrentada pelo Grupo OI (subseção 4.3).

3 ANÁLISE E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

3.1 PREVISÃO DA INSOLVÊNCIA DO GRUPO OI

As informações presentes nos demonstrativos divulgados pelo grupo foram coletadas e aplicadas no modelo de Brito e Assaf Neto (2008) a fim de verificar a insolvência do Grupo Oi. Os resultados das variáveis calculados estão apresentados na Tabela 1.

Tabela 1 - Resultado das variáveis referentes ao modelo de insolvência entre os anos de 2009 e 2015

Variáveis	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
$X_{12} = (LA+RL) / AT$	0,01	0,06	0,08	0,02	0,03	-0,02	-0,10
$X_{16} = (PCF+ELPF) / AT$	0,19	0,19	0,30	0,52	0,53	0,38	0,63
$X_{19} = (AC-PC) / AT$	0,03	0,07	0,11	0,06	0,03	0,07	0,13
$X_{22} = (ACF-PCF) / VL$	0,20	0,35	0,67	0,17	-0,02	-0,11	0,21
p	0	0	0	1	1	1	1

Fonte: Elaborado pela autora, com base no BP, DRE e DFC do Grupo Oi (2009 a 2015).

A variável X_{12} indica o volume de lucros retidos pela empresa em relação ao ativo. Quanto maior for o resultado do índice, melhor, pois significa que a empresa está investindo mais no Ativo com recursos próprios. Em todos os anos, o resultado desse índice foi baixo, provavelmente relacionada a política de dividendos da companhia. Em 2009 e 2013 foram distribuídos, aproximadamente, 500 milhões de dividendos (RA, 2009 e 2013). Em 2011 e 2012 esse valor chegou a 2 bilhões e 1 bilhão de dividendos, respectivamente. (RA, 2011 e 2012).

Com a distribuição elevada, a parcela de lucros retidos direcionada a investimentos no ativo ficou comprometida. De 2009 a 2011 essa variável apresentou aumento, chegando a destinar 8% dos lucros retidos ao ativo, porém a partir de 2012 começou a diminuir, tornando-se negativa nos anos de 2014 e 2015 devido aos prejuízos gerados nesses anos.

De acordo com o RA (2014), o prejuízo acumulado em 2014 foi de 4,4 bilhões de reais, devido ao resultado negativo de operações descontinuadas. Em 2015, o prejuízo acumulado chegou a 9,6 bilhões de reais relacionado ao aumento de 56% das despesas financeiras do período (RS,2015). Esses resultados negativos foram consequência da fusão de uma empresa portuguesa com o Grupo Oi, em 2014, que será discutido na próxima seção.

A variável X_{16} demonstra quanto do ativo total da empresa é financiado por endividamentos financeiros. Entende-se por endividamentos financeiros aqueles não relacionados a atividade operacional da empresa. Segundo Silva (2010), para esse índice, quanto menor, melhor, pois “quanto menos a empresa depender de recursos remunerados para financiar seu ativo melhor será a qualidade de sua estrutura de capitais”. Em 2012, 2013 e 2015, mais de 50% do Ativo Total era financiado por recursos remunerados, demonstrando forte dependência da companhia por capital de terceiros (BP 2012, 2013 e 2015). A variável se elevou em todos os anos, exceto em 2014, provavelmente devido a uma dívida de 27 bilhões classificada como “passivo relacionado a ativo mantido a venda”, não compondo o endividamento financeiro (BP, 2014).

No entanto, em 2015 essa dívida foi classificada na conta empréstimos e financiamentos, após a incorporação do endividamento da Portugal Telecom (empresa fundida ao grupo em 2014) no passivo financeiro do Grupo OI (RS, 2015). Desse modo, as dívidas financeiras chegaram a 61 bilhões de reais, resultando em um aumento considerável do índice, de modo que o ativo total passou a ser financiado 63% por endividamentos financeiros. No decorrer da análise dos resultados, o alto endividamento da companhia será discutido de forma mais detalhada.

A variável X_{19} indica a situação financeira da empresa, demonstrando o quanto é possível investir no ativo total através dos recursos de curto prazo, após saldar todas as obrigações de mesma natureza, sendo assim, quanto maior, melhor. O índice se elevou de 2009 a 2011, pois o aumento dos recursos de curto prazo era maior que o aumento da dívida de mesma natureza, quando comparado aos anos anteriores. Em 2011, a sobra financeira chegou a financiar 11% do ativo total do Grupo OI (BP, 2009 a 2011).

Em 2012, o índice apresentou redução, pois o passivo circulante aumentou 98% e o ativo circulante 72%, em relação a 2011 (BP, 2011 e 2012), demonstrando que as dívidas tiveram maior aumento comparado aos recursos. Em 2013 esse cenário persistiu, pois o ativo circulante apresentou queda de 15% e o passivo circulante de 9%, em relação a 2012. Logo, apenas 3% do ativo total passou a ser financiado pela sobra financeira (BP, 2012 e 2013).

Em 2014 o índice voltou a se elevar, pois, após ocorrer problemas com a empresa fundida no Grupo OI neste ano, foi acordado a venda de ativos, os quais seriam classificados como “Ativos Mantidos para a Venda”, o que gerou aumento no ativo circulante do grupo. Em contrapartida, houve aumento do passivo circulante, pois a dívida da empresa fundida, estava classificada em “Passivos Mantidos para a Venda”. Como o aumento dos recursos de curto prazo foi maior que as dívidas de curto prazo houve melhora no índice (BP, 2014).

Em 2015 o índice continuou aumentando, pois foi realizada a venda da empresa portuguesa e os ativos mantidos para a venda passaram a serem classificados como Caixa. Já a maior parte dos passivos mantidos para a venda passaram a compor os Empréstimos de Financiamentos de Longo Prazo (RS, 2015). Neste ano, a sobra financeira representava 13% do Ativo Total.

A variável X_{22} “indica a relação entre a posição financeira da empresa, em determinado momento, e seu volume de vendas” (SILVA, 2010). A posição financeira é calculada a partir da diferença entre o Ativo Circulante Financeiro e o Passivo Circulante Financeiro, também chamada de saldo de tesouraria, que demonstra se a organização é capaz de cumprir suas obrigações financeiras de curto prazo com recursos financeiros de curto prazo. No índice, essa diferença é relacionada a Receita de Vendas (SILVA, 2010).

De 2009 a 2011, o Grupo OI se mostrou capaz de realizar seus pagamentos financeiros de curto prazo, através de recursos de mesma natureza, pois o índice apresentou saldo positivo. Em 2011, por exemplo, era possível saldar todas as dívidas financeiras de curto prazo e ainda havia saldo de tesouraria que representava 67% das vendas líquidas (BP, 2011). A partir de 2012, o índice apresentou queda devido a diminuição do ativo circulante financeiro e aumento do passivo circulante financeiro, pois, após os processos de cisão e incorporação realizados neste ano, houve queda no caixa e aumento de empréstimos e financiamentos de curto prazo (RA, 2012).

Em 2013 e 2014, o índice apresentou saldo negativo, pelo fato dos recursos financeiros de curto prazo se tornarem menores que as obrigações financeiras de curto prazo, ou seja, a parcela da receita de venda destinada ao ativo circulante financeiro não era suficiente para saldar as dívidas financeiras de curto prazo (BP, 2013 e 2014). Em 2015, os

recursos financeiros de curto prazo voltaram a ser maiores que as dívidas de mesma natureza, devido ao aumento significativo de caixa, com a venda da Portugal Telecom, e o saldo de tesouraria passou a representar 21% das vendas líquidas. A Tabela 2 apresenta a classificação da situação financeira do Grupo OI, entre os anos de 2009 e 2015, conforme propõe a equação do modelo.

Tabela 2 – Classificação do Modelo Brito e Assaf Neto entre os anos de 2009 e 2015

Ano	Resultado	Classificação
2009	0	Solvente
2010	0	Solvente
2011	0	Solvente
2012	1	Insolvente
2013	1	Insolvente
2014	1	Insolvente
2015	1	Insolvente

Fonte: Elaborado pelos autores (2018).

De acordo com o modelo, o Grupo OI foi classificado como Solvente do ano de seu surgimento, até 2011. Podemos observar que o resultado no decorrer desses três anos foi igual a 0, ou seja, a empresa apresentava boa saúde financeira. A partir de 2012, o modelo classificou a sociedade como insolvente, pois o resultado passou a ser igual a 1.

Através das discussões sobre as variáveis do modelo, foi possível verificar que em 2012 todos os índices apresentaram desempenho ruim. O que nos permite inferir que a classificação de Insolvência decorreu dos processos de cisão e incorporação ocorridos nesse mesmo exercício. Nos anos seguintes, o Grupo OI não conseguiu se recuperar financeiramente, persistindo a mesma classificação.

Estudo realizado por Silva, Wienhage, Souza, Lyra e Bezerra (2012) revelou que modelos baseados em relatórios descritivos divulgados pelas empresas, em média, tinham maior probabilidade de sucesso na previsão do que aqueles baseados apenas em números contábeis. Tal afirmação corrobora os achados dessa pesquisa, uma vez que os relatórios descritivos do Grupo OI se revelaram essenciais na explicação das variações ocorridas nos índices ao longo do tempo, além de permitirem visualizar as razões que poderão justificar as classificações geradas pelo modelo em estudo e ajudarem a entender a crise financeira que o Grupo OI se encontra.

3.2 OS EFEITOS DA REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA

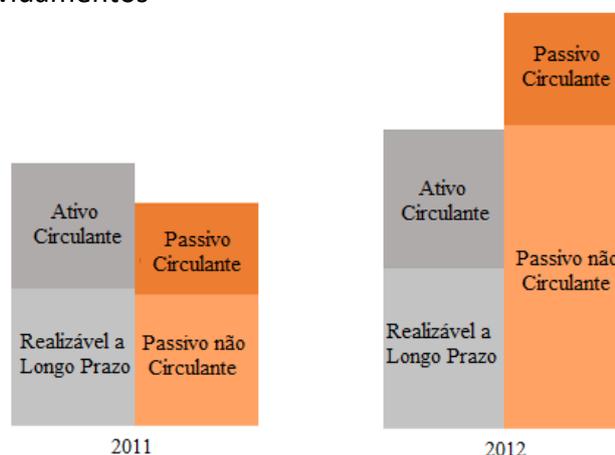
3.2.1 Processo de cisão e incorporação

Em 2012 o grupo passou por reorganização societária, no qual houve processos de cisão e incorporação da Tele Norte Leste Participações S.A. (TNL), Telemar Norte Leste S.A. (Tmar) e Coari Participações S.A. (Coari). O intuito era concentrar todas as participações acionárias do Grupo Oi em uma única companhia listada na bolsa de valores, denominada Oi S.A, reduzir custos operacionais, administrativos e financeiros e alinhar os interesses dos acionistas (NE, 2012).

Informações divulgadas no RA de 2012 revelam que após a reestruturação a Oi passou a assumir uma parcela das dívidas da Tmar, com isso, as dívidas de curto prazo aumentaram 172% em relação ao ano anterior, passando de aproximadamente 1 bilhão para 3 bilhões de reais, e as de longo prazo de 7 bilhões para 30 bilhões de reais, aumento de 334%.

Antes da reestruturação societária a empresa possuía capacidade de pagar suas dívidas de curto e longo prazo com os recursos disponíveis no ativo circulante e realizável a longo prazo, e ainda havia sobra de recursos como margem de segurança. Porém, com o significativo aumento das dívidas em 2012, o ativo circulante e o realizável a longo prazo tornaram-se insuficientes para o pagamento das dívidas da companhia (Figura 3).

Figura 3 - Recursos x Endividamentos



Fonte: Elaborado pelos autores com base nos dados do Balanço Patrimonial do Grupo Oi – Bovespa.

Nota-se que em 2011 o saldo do Ativo Circulante e do Realizável a Longo Prazo era suficiente para saldar as dívidas de Curto e Longo Prazo. Porém, em 2012 o saldo de endividamento passou a ser superior ao Ativo Circulante somado ao Realizável a Longo Prazo e esse cenário persistiu durante os anos seguintes. Sendo assim, a quitação das dívidas tornou-se dependente de gerações de recursos futuras e de uma possível venda de ativos permanentes.

Segundo Matarazzo (2010), para uma empresa ser considerada financeiramente saudável e ser independente de recursos de terceiros, é ideal que o Patrimônio Líquido (PL) cubra o Ativo não Circulante e que ainda reste uma parcela suficiente para financiar o Ativo Circulante. O Grupo Oi se mostrou dependente de recursos de terceiros, pois o Ativo não Circulante apresentou saldo, em média, 1,7 vezes maior que o PL nos anos de 2009 a 2011, ou seja, todos os recursos próprios eram aplicados no Ativo não Circulante e ainda era necessário utilizar recursos de terceiros para o restante dos investimentos realizados no Ativo Permanente e no Ativo Circulante. Em 2012 esse cenário se intensificou e o Ativo não Circulante passou a ser 4 vezes maior que o PL, demonstrando uma forte dependência a capitais de terceiros.

Outro fato relevante foi o decréscimo de 26,5% do saldo de caixa, passando de 6 bilhões em 2011, para 4 bilhões em 2012. Informações divulgadas no RA de 2012 revelam que havia a previsão de elevados desembolsos nesse período relativos ao direito de retirada, bonificação e dividendos, o que trouxe impacto negativo no caixa da companhia.

Em relação aos dividendos, em 2012 foi pago mais de 2 bilhões de dividendos e juros sobre o capital próprio, referente ao ano de 2011. Os dividendos distribuídos em 2011 foram 198% maior que o Lucro Líquido do período, pois, além da distribuição de parte do lucro do exercício, também foi utilizada a Reserva de Lucros.

Para Modigliani e Miller (1961), a distribuição de dividendos deve ocorrer após a empresa definir seu plano de investimentos, desse modo, a quantia a distribuir será o valor excedente ao montante necessário para o financiamento. No caso do Grupo Oi o excesso de dividendos distribuídos poderiam ter sido utilizados para investir nas necessidades da

companhia, o que diminuiria a captação de recursos de terceiros.

3.2.2 Processo de Fusão

Em 2010, a Portugal Telecom (PT) passou a integrar a estrutura societária do Grupo Oi, devido a uma aliança industrial entre as companhias. Segundo o RA (2011) a entrada da Portugal Telecom na estrutura societária da empresa agregaria importante *know-how* para a Oi em termos de tecnologia, operações, qualidade dos serviços e ofertas de produtos.

Com intuito de expandir internacionalmente e criar uma operadora multinacional, em 2013, as companhias assinaram um memorando de entendimento para a formação de uma companhia, a CorpoCo, através do processo de fusão entre a Oi e a Portugal Telecom.

A transação visa consolidar a posição das duas empresas como operadoras líderes nos mercados brasileiro e português. Economias de escala significativas, ganhos em sinergia, redução do risco e maior produtividade são alguns dos benefícios previstos com a fusão, que pretende manter as marcas comerciais da Oi e da PT (RS, 2013)

Em 2014, com intuito de dar continuidade ao processo de fusão, foi acordado um aumento de capital social da Companhia no valor total de 13,9 bilhões de reais, sendo 8,2 bilhões de reais em espécie e 5,7 bilhões de reais em ativos da Portugal Telecom. Nos ativos da PT estava incluso uma aplicação de recursos, em papel comercial, de aproximadamente 2,5 bilhões de reais (897 milhões de euros) em uma sociedade do grupo português Espírito Santo, Rio Forte. O vencimento dos títulos ocorreu no dia 15 (847 milhões de Euros) e 17 de julho de 2014 (50 milhões de Euros). Porém, a Rio Forte não liquidou suas obrigações e declarou falência em dezembro de 2014. (NE, 2014).

Segundo Fato Relevante divulgado no *website* da companhia, em 2014 “a Oi não foi informada, nem participou das decisões que levaram à realização das aplicações de recursos em questão”. Diante dos fatos ocorridos, a Oi decidiu vender os Ativos da Portugal Telecom com intuito de garantir a flexibilidade financeira, aumentar a liquidez e fortalecer seu posicionamento no mercado brasileiro. Em dezembro de 2014 foi determinada a venda desses ativos para uma companhia francesa, denominada Altice S.A (RS 2014).

De acordo com informações divulgadas no RS de 2015:

No último trimestre de 2014, em decorrência da intenção de venda da PT Portugal à Altice S.A., os ativos e passivos da subsidiária Portugal Telecom *International Finance* – PTIF estavam classificados como “operações descontinuadas”, não integrando, dessa forma, nosso Endividamento Consolidado. Com a efetiva venda da PT Portugal, foi determinado que a PTIF se mantivesse na esfera da Oi, passando a respectiva dívida a ser consolidada no nosso balanço, assim como o caixa recebido pela venda da Portugal. (RS, 2015)

Em 2015, após a conclusão da venda, os Empréstimos e Financiamentos de Curto Prazo, aumentaram 165% em relação a 2014 e os de Longo Prazo, 53,9%. Desse modo, a dívida bruta do Grupo Oi passou de 40 bilhões de reais para 64,8 bilhões de reais. O caixa e as aplicações financeiras também tiveram aumento considerável, indo de 2 bilhões de reais para 16 bilhões de reais, porém, não foi o suficiente para trazer de volta a saúde financeira do grupo.

O processo de fusão, além de ter afetado o endividamento do Grupo Oi, também prejudicou o resultado dos exercícios de 2014 e 2015. Em 2014, as operações descontinuadas geraram um saldo negativo de aproximadamente 4 bilhões de reais, afetando o resultado do período que apresentou prejuízo de 4,4 bilhões de reais (BP, 2014). Em 2015, as dívidas da Portugal Telecom passaram a fazer parte do passivo do grupo, causando aumento no endividamento e financiamento, sendo que a maior parte da dívida era proveniente de moeda estrangeira. Como consequência, a despesa financeira nesse exercício foi de 13 bilhões de reais, com uma variação de 126% em relação a 2014, causando um prejuízo de 5,4 bilhões de reais para a companhia (BP, 2015).

Além dos problemas financeiros propiciados pelo processo de fusão, o valor de mercado do Grupo Oi teve expressiva queda. De acordo com a reportagem divulgada no site Globo (2016), em abril de 2012, antes de divulgarem o acordo de fusão, o valor de mercado do Grupo Oi estava avaliado em 21,3 bilhões de reais, o maior já registrado. Em 2016, o valor de mercado do grupo apresentou-se desvalorizado em 97%, sendo avaliado em 606 milhões de reais.

Segundo Bomfim (2014), ainda existem muitos questionamentos relacionados aos benefícios que os processos de fusões e aquisições podem exercer sobre o desempenho econômico-financeiros das companhias envolvidas. O processo de fusão da Oi com a PT tornou-se um exemplo de insucesso e nos mostra a importância de realizar uma profunda análise sobre a empresa alvo, antes de realizar qualquer processo, como fusão, incorporação

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.11, n. 1, mai./ago. 2018.

ou cisão.

3.3 DECLÍNIO DAS UNIDADES GERADORAS DE RECEITAS

As Unidades Geradoras de Receitas (UGR) do Grupo OI são compostas basicamente pelos segmentos: Residencial (telefonia fixa, banda larga e Tv por assinatura), Mobilidade Pessoal (cobertura móvel) e Empresarial/Corporativo (telefonia fixa, móvel e banda larga). Na Tabela 3 apresenta-se a média da UGR, da Receita de Venda e da Receita gerada por UGR entre os anos de 2012 a 2015, separados por segmento.

Tabela 3 - UGR e Receitas Médias por segmento com dados com base nos anos de 2012 a 2015

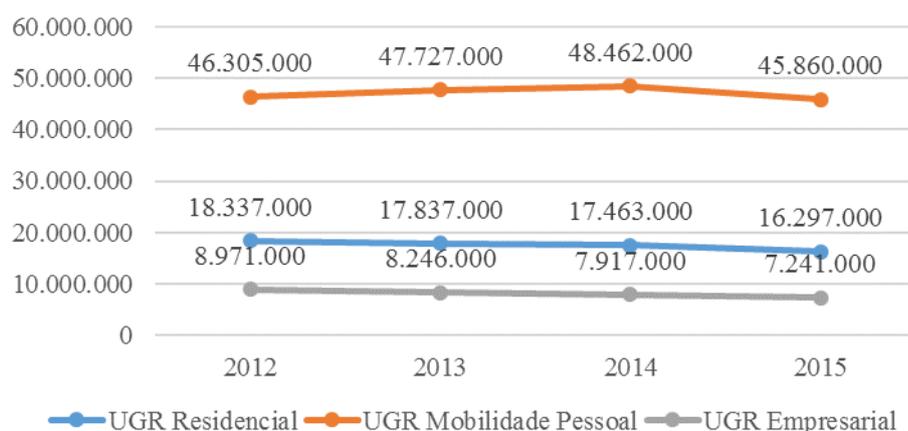
	UGRs Média	Receita de Venda Média	Receita/UGRs Média
Mobilidade Pessoal	47.088.500	R\$ 8.687.000.000	R\$ 184
Residencial	17.483.500	R\$ 9.754.500.000	R\$ 558
Empresarial/Corporativo	8.093.750	R\$ 8.109.000.000	R\$ 1.002

Fonte: Relatório de Sustentabilidade (2012, 2013, 2014, 2015)

O segmento Mobilidade Pessoal é o que mais apresenta UGRs, seguido pelo Residencial e Empresarial/Corporativo. Ao se relacionar o número de clientes por segmentos com as respectivas receitas geradas é possível verificar que o Empresarial/Corporativo é o mais rentável, já que cada cliente gera em média R\$1.002,00 de receita. Em segundo lugar está o segmento Residencial e, por último, Mobilidade Pessoal, gerando em média R\$558,00 e R\$184,00 por cliente, respectivamente.

Na Figura 4 demonstra-se um decréscimo das UGRs dos segmentos Residencial e Empresarial/Corporativo, de 11% e 19%, respectivamente, comparando o ano de 2015 em relação ao ano de 2012. Apenas o segmento Mobilidade Pessoal apresentou crescimento entre 2012 e 2014, porém em 2015 decresceu.

Figura 4- Unidades Geradoras de Receita por Segmento.



Fonte: Relatório de Sustentabilidade do Grupo Oi (2012, 2013, 2014 e 2015).

As UGRs mais rentáveis (Empresarial e Residencial) foram as que mais decresceram durante os anos analisados, o que pode ter sido o fator responsável pela diminuição da Receita de Venda do Grupo Oi, desde 2013. No RS dos anos de 2012, 2013, 2014 e 2015 foi possível encontrar explicações sobre as variações das UGRs durante os anos analisados. Estas serão apresentadas de modo mais detalhado a seguir.

3.3.1 UGR residencial

Em 2012 houve crescimento de 3% em relação ao ano de 2011, impulsionado pelo crescimento dos serviços de banda larga e TV por assinatura e pela diminuição dos cancelamentos de linhas fixas. (RS, 2012). Em 2013 e 2014 houve expansão dos serviços de TV por assinatura e banda larga fixa, porém a redução do número de linhas fixas foi superior as expansões citadas, resultando em uma queda da UGR Residencial de 2,7% em 2013, se comparado a 2012 e de 2,1% em 2014, quando se compara a 2013. (RS, 2013 e 2014).

Os dados apresentados na Figura 4 revelam que, no ano de 2015, houve queda de 6,7% nos serviços residenciais em relação a 2014, no entanto, não foi divulgado no RS de 2015 o motivo da redução.

3.3.2 UGR Mobilidade Pessoal

No ano de 2012 houve crescimento anual de 7% em relação ao ano anterior, impulsionado pela expansão significativa do pós-pago e das recargas pré-pagas. (RS, 2012).

O crescimento de 2013 e 2014 foi relacionado aos mesmos fatores de 2012, com uma variação de 3,1% em 2013, em relação a 2012, e de 1,5% em 2014, em relação a 2013. Segundo o RS de 2014, algumas medidas contribuíram para essa expansão, como: reposicionamento de ofertas e pacotes diários, simplificação do portfólio de recarga e lançamento de novos pacotes. Em 2015 houve redução de 5,4%, em relação a 2014. Essa redução não foi justificada pela empresa nos relatórios divulgados.

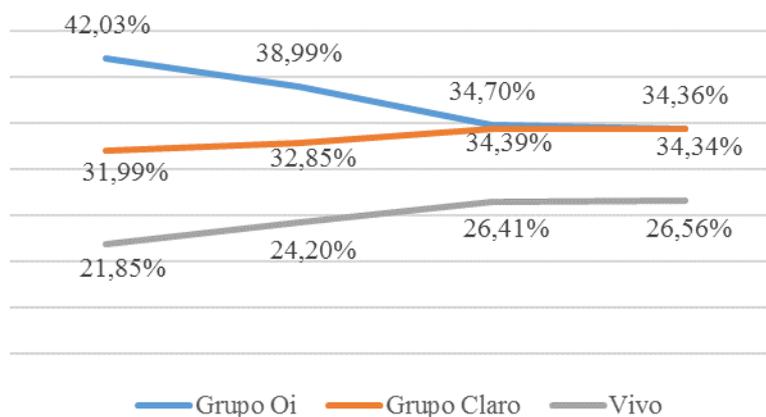
3.3.3 UGR Empresarial/Corporativo

Em 2012 houve crescimento de 14,3% em relação ao ano anterior, relacionado a expansão da telefonia fixa, pós-pago e banda larga. (RS, 2012). O decréscimo ocorrido em 2013 foi de 8,1%, em relação ao ano de 2012, e de 4% em 2014, em relação ao ano anterior. Segundo a companhia a queda foi resultado do foco na qualidade das vendas e contínua limpeza da base de clientes. (RS, 2013 e 2014). Em 2015 houve queda de 8,5% neste segmento justificada no RS de 2015 como decorrente da desaceleração do ambiente macroeconômico brasileiro.

3.3.4 Telefonia Fixa

Nos últimos anos, um dos motivos que justificaram a queda de UGR do Grupo OI foi a redução de telefonia fixa. Segundo o processo de Recuperação Judicial divulgado no *website* da companhia, o interesse dos clientes em possuir o serviço de telefonia fixa apresentou queda devido a preferência pelo serviço móvel. Porém, um dos motivos que podem estar relacionados na diminuição desse serviço é a concorrência, como demonstrado na Figura 5, em que se compara a porcentagem da participação no mercado de telefonia fixa correspondente as três maiores operadoras do Brasil.

Figura 5 - Market Share de Telefonia Fixa.



Fonte: Teleco (2016).

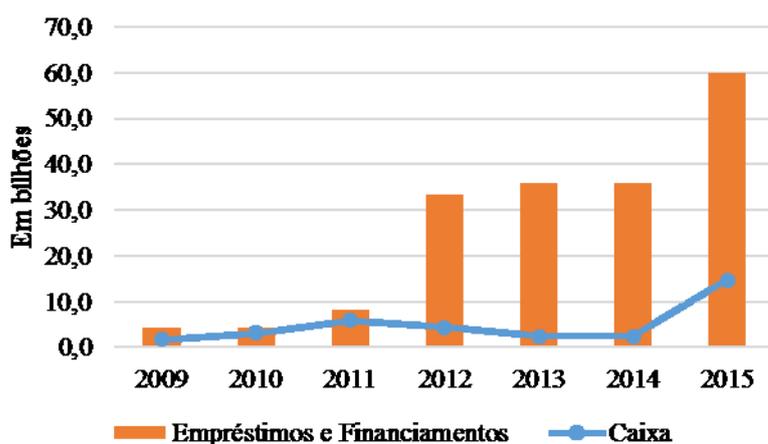
Nota-se que o Grupo Oi, em três anos, perdeu 7,67% de sua participação no mercado de telefonia fixa brasileira, e em contrapartida, o Grupo Claro teve um aumento de 2,35% e a Vivo de 4,71%. Com essa redução na participação e devido à queda dos outros serviços ofertados pelo grupo, a receita de venda vem decaindo desde 2013. Como consequência, há menor geração de caixa e contas a receber, dificultando ainda mais a solvência da companhia.

3.4 ELEVADO ENDIVIDAMENTO

No Grupo Oi, desde o seu surgimento, o uso de capital de terceiros é superior ao capital próprio. De 2009 a 2011, em média, 61% dos Ativos da companhia eram financiados por capital de terceiros e 39% por capital próprio. A partir de 2012, mais de 80% dos Ativos eram financiados por capital de terceiros e apenas 20% por capital próprio, demonstrando elevada dependência do grupo por recursos de terceiros.

Segundo Assaf Neto (2012, p. 31), a remuneração do capital próprio é mais cara que a remuneração do capital de terceiros, pois os acionistas costumam exigir retorno maior pelo capital investido comparado as despesas financeiras geradas pelo capital de terceiros. Porém, no caso do Grupo Oi, os empréstimos e financiamentos aumentaram substancialmente, em 2012 e 2015, após as reestruturações societárias, mas a geração de caixa não acompanhou este crescimento, como pode-se verificar na Figura 6.

Figura 6 - Caixa versus Endividamento.



Fonte: Balanço Patrimonial do Grupo Oi (2009 a 2015).

Entre 2009 e 2011 o saldo da conta caixa era proporcional aos empréstimos e financiamentos utilizados pela companhia, porém, de 2012 a 2014 o saldo de caixa diminuiu e, em contrapartida, os empréstimos e financiamentos apresentam considerável ascensão. Em 2015 houve relativo aumento de caixa, mas não o suficiente para saldar as elevadas dívidas. Para Junior e Zani (2000), “o uso ilimitado de capital de terceiros, em maior ou menor grau, exerce pressão sobre o fluxo de caixa da empresa, o que, no limite, pode levá-la à falência.”

Além da desproporcionalidade entre a geração de caixa e o endividamento, no decorrer dos anos, o custo desse capital começou a se elevar. Os empréstimos e financiamentos acarretam juros, sendo que em moeda estrangeira, pode haver também, flutuações negativas na taxa de câmbio, podendo aumentar ainda mais o valor da remuneração deste capital.

No exercício de 2015, a moeda estrangeira passou a compor a maior parte das dívidas financeiras, representando 78,49% devido a integralização da dívida da Portugal Telecom no passivo do grupo, e conseqüentemente a despesa financeira aumentou 125,89% em relação ao ano anterior. Neste mesmo ano, o resultado apresentou prejuízo de 5,3 bilhões de reais, justificado pelo aumento significativo das despesas financeiras (RS, 2015).

Com intuito de reduzir o endividamento da companhia e melhorar a estrutura financeira, no final de 2012, o grupo começou uma estratégia de correção do balanço patrimonial por meio da venda de ativos (RS, 2014). Neste ano foi alienado pela empresa torres fixas e móveis, pois eram ativos considerados não essenciais ao negócio da

Companhia. Em 2013, foi anunciada a venda de cabos submarinos de fibra ótica e de 4.120 torres de telefonia fixa e móvel, incluindo a locação do espaço das torres para assegurar a continuidade das prestações de serviços. Em 2014 foi concluída a venda de 3.648 torres, no valor total de 2,7 bilhões de reais.

A estratégia de correção do balanço patrimonial em 2015 foi executada com a venda da Portugal Telecom, que segundo o RS 2015, foi um grande passo para a redução da alavancagem e fortalecimento da flexibilidade financeira. Segundo o RA (2015) “o uso destes recursos será destinado exclusivamente para o pagamento de dívidas da Companhia”. A estratégia realizada pelo Grupo OI durante 3 anos, não foi suficiente para a correção do Balanço Patrimonial, pois o endividamento continuou a crescer (como demonstrado na Figura 6), e a companhia precisou pedir proteção judicial para não decretar falência.

Além desses fatores que demonstram a dificuldade financeira do Grupo OI, houve o rebaixamento da companhia na classificação de risco de inadimplência entre 2013 e 2014. Para Assaf Neto (2012), existem instituições capazes de medir o risco de inadimplência de empresas, por meio de uma classificação da capacidade de pagamentos, realizada através de índices.

A Standard & Poor's é uma empresa de classificação de risco, com atuação no mercado mundial. A classificação mais alta atribuída pela empresa é AAA, que engloba as empresas com capacidade de pagamento Extremamente Elevada, e a classificação mais baixa é D, quando a empresa já está em processo de Vulnerabilidade e Inadimplência. Na Tabela 4 demonstra-se como o Grupo OI foi classificado, de 2009 a 2016.

Tabela 4 - Classificação de Risco de Inadimplência pela Standard&Poor's, com dados referentes aos anos de 2009 a 2016

Ano	Grau de Risco	Classificação de Pagamento
2009, 2010, 2012 e 2013	BBB-	Adequada
2014	BB+	Risco
2015	B+	Alto Risco
2016/1	CCC	Vulnerabilidade atual a inadimplente
2016/2	D	Inadimplência

Fonte: O Globo (2009), Telesíntese (2011), StandardandPoors (2012), Exame (2014), Valor (2015) e StandardandPoors (2016).

De 2009 a 2013 o Grupo OI foi classificado como “Capacidade de Pagamento

Adequada”. Em 2014, devido ao não recebimento referente ao investimento da empresa Rio Forte, de 897 milhões de euros, houve um rebaixamento na classificação para BB+. Então, a companhia passou a apresentar Risco na capacidade de pagamento. No ano de 2015 a classificação diminuiu novamente para B+, apresentando Alto Risco de pagamento, devido à baixa geração de receita e fluxos de caixa, e aumento no endividamento, compondo um perfil de risco financeiro agressivo.

No primeiro trimestre de 2016, o grupo foi rebaixado para CCC, apresentando Vulnerabilidade atual a Inadimplente, devido ao alto endividamento e de perspectivas desfavoráveis para refinanciamento da dívida. A agência Standard & Poor’s divulgou em março de 2016 que se o Grupo Oi não realizasse a recompra da dívida nos próximos 12 meses, haveria “grandes chances para um *default* em algum momento em 2017, porque a Oi apresentaria fluxo de caixa negativo em 2016 e 2017 em face de um cronograma de pagamento de dívida rigoroso” (STANDARD AND POORS 2016). Após o pedido de recuperação judicial, a empresa Oi passou a ser classificada como inadimplente.

Tais achados corroboram os estudos realizados por Lachtermacher e Espenchtitt (2001), Brito, Assaf Neto e Corrar (2009) e Horta (2010) ao revelar que quanto maior for o exigível total da empresa, maior será o risco dela não conseguir pagar seus compromissos e cair num estado de insolvência.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O estudo teve por objetivo compreender se as informações divulgadas pelo Grupo Oi permitiam aos usuários destas informações preverem a materialização do risco de insolvência. Os indicadores encontrados a partir do modelo de Brito e Assaf Neto (2008) revelaram que as contínuas reestruturações societárias, ocorridas em 2012 e 2014, comprometeram a solvência do Grupo Oi. A partir do ano de 2012, os empréstimos e financiamentos aumentaram substancialmente e a geração de caixa não acompanhou este crescimento, desse modo, a empresa não possuía sobra financeira significativa.

Os investimentos no ativo provenientes de lucros retidos foram baixo nos anos analisados, devido a elevada distribuição de dividendos. Além disso, o Grupo Oi passou a ser altamente dependente de recursos remunerados, pois o ativo passou a ser, quase que

inteiramente financiado por capital de terceiros.

A partir desses processos, o endividamento total passou a ser superior aos recursos de curto prazo somado ao realizável a longo prazo. Com isso, o grupo passou a depender de vendas de ativos para conseguir saldar as dívidas. Essa tentativa foi realizada, mas os recursos obtidos com a venda de ativos não foram suficientes para reduzir as dívidas da companhia.

Ademais, após o insucesso no processo de fusão com a Portugal Telecom, a companhia passou a apresentar prejuízos devido ao custo das operações descontinuas com a venda da PT e ao aumento da despesa financeira, com acréscimo de empréstimos e financiamentos provenientes de moedas estrangeiras.

Outro fator importante, foi a queda das Unidades Geradoras de Receitas que teve como consequência a diminuição da Receita Líquida do grupo a partir de 2013. Esse fator, resultou em menor geração de caixa e de contas a receber, dificultando ainda mais a solvência da companhia. O grupo continua sendo líder em telefonia fixa, porém vem perdendo mercado para as operadoras concorrentes.

Desse modo, os usuários da informação contábil possuíam informações relevantes que indicavam a possibilidade de ocorrência de uma crise financeira no Grupo OI e, conseqüentemente, o pedido de recuperação judicial, tal como compreender os fatores que conduziram a tal situação.

Esse estudo amplia o escopo dos estudos sobre insolvência, pois além de corroborar com estudos que buscam identificar as variáveis contábeis consideradas relevantes para a previsão de falência, revela que a qualidade da informação divulgada nos demonstrativos contábeis e sua representação fidedigna são fundamentais nas análises dos usuários externos quando estes buscam prever a materialização do risco de insolvência de uma empresa.

6 REFERÊNCIAS

ALTMAN, E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy. **The Journal of Finance**, v. 23, n. 4, p. 589-609, 1968.

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.11, n. 1, mai./ago. 2018.

ALTMAN, E. I. IWANICZ-DROZDOWSKA, M., LAITINEN, E. K., SUVAS, A. Distressed Firm and Bankruptcy Prediction in an International Context: A Review and Empirical Analysis of Altman's Z-Score Model. **SSRN e-Library**, p. 1-47, 2014.

ALTMAN, E. I., HALDEMAN, R. G., NARAYANAN, P. Zeta analysis: a new model to identify bankruptcy risk of corporations. **Journal of Banking and Finance**, v. 1, n.1, p. 29-54, 1977.

ALTMAN, E. I.; BAIDYA, T. KN; DIAS, L. M. R. Previsão de problemas financeiros em empresas. **Revista de administração de empresas**, v. 19, n. 1, p. 17-28, 1979.

ASSAF NETO, A. **Estrutura e análise de balanços: Enfoque econômico-financeiro**. (10 ed.). São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. (7 ed). São Paulo: Atlas, 2014.

BARIATTI, S., VAN GALEN, R. Study on a New Approach to Business Failure and Insolvency- Comparative Legal Analysis of the Member States' Relevant Provisions and Practices.

European Union, p. 1- 464, 2016. Disponível em:

https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/insolvency_study_2016_final_en.pdf

BEAVER, W. Financial ratios as predictors of failure. **Journal of Accounting Research**, (Supplement), v. 5, p.71-111, 1966.

BOMFIM, E. T. **Performance de empresas brasileiras: avaliação do efeito provocado por operações de fusões e aquisições**. 2014. 97 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)- Universidade de Brasília, Brasília. 2014.

BRITO, G. A. S.; ASSAF NETO, A. Modelo de classificação de risco de crédito de empresas. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 19, n. 46, 2008.

BRITO, G. A. S.; ASSAF NETO, A.; CORRAR, L. J. Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. **Revista Contabilidade & Finanças-USP**, v. 20, n. 51, 2009.

BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre; CORRAR, Luiz João. Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. **Revista de Contabilidade e Finanças**. 2009, vol.20, n.51, pp.28-43.

CODACE, Comitê de Datação de Ciclos. Econômicos. **Instituto Brasileiro de Economia (IBRE), Fundação Getulio Vargas (FGV)**, 2015. Disponível em:

<<http://portalibre.fgv.br/lumis/portal/file/filedownload.jsp?fileid=8a7c82c54db5ca9f014ef8794f847120>>. Acesso em 23 de agosto de 2016.

COELHO, F. U. Comentários à lei de falências e de recuperação de empresas. (9 ed.). São Paulo: Saraiva, 2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS – CPC, Pronunciamento Conceitual Básico CPC 00 (R1) – Estrutura Conceitual para Elaboração e Divulgação de Relatório Contábil-Financeiro, 2011. Disponível em:

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.11, n. 1, mai./ago. 2018.

<http://static.cpc.mediagroup.com.br/documentos/147_cpc00_r1.pdf> Acesso em 16 de fevereiro de 2017.

CONSELHO FEDERAL DE ADMINISTRAÇÃO – CFA. Recuperação Judicial de Empresas. Brasília, 2011. Disponível em:

<http://www.cfa.org.br/servicos/publicacoes/cartilha/arte_final_cartilha_16_WEB.pdf>. Acesso em 05 de setembro de 2016.

ELIZABETSKY, Roberto. Um modelo matemático para decisão de crédito no Banco Comercial. São Paulo: Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, 190p, 1976.

EXAME. S & R corta rating da Oi para grau especulativo a “BB+”. 18 de julho de 2014. <<http://exame.abril.com.br/mercados/s-p-corta-rating-da-oi-para-grau-especulativo-a-bb/>>. Acesso em 24 outubro de 2016.

FITZPATRICK, P. J. A Comparison of Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Firms. **The CPA Journal**, v, 12, n. 3, p. 598-605, 1932.

FOLHA DE SÃO PAULO. Oi pede recuperação judicial de R\$ 65 bilhões, a maior da história do Brasil. 20 de junho de 2016. Disponível em:

<<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/06/1783621-oi-pede-recuperacao-judicial-de-r-53-bilhoes.shtml>>. Acesso em 20 de agosto de 2016.

GUIMARÃES, A.; MOREIRA, T. B. S. Previsão de insolvência: um modelo baseado em índices contábeis com utilização da análise discriminante. **Revista Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 12, n. 1, p. 151-178, jan./abr. 2008

HORTA, Rui Américo Mathiasi. Uma metodologia de mineração de dados para a previsão de insolvência de empresas brasileiras de capital aberto. 2010. Tese de Doutorado. Dissertação (Doutorado em Engenharia Civil)-Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro.

INTERBRAND. Marcas brasileiras mais valiosas em 2015. Disponível em: <<http://www.rankingmarcas.com.br/2015/>>. Acesso em 14 de setembro de 2016.

JUNIOR, W.; ZANI, J. Os juros sobre o capital próprio versus a vantagem fiscal do endividamento. **Revista de Administração**, São Paulo, v. 36, n. 2, p. .89-102, 2001.

KANITZ, S. C. Como prever falências de empresa. **Revista Negócios em Exame**, p. 95-102, 1978.

KASPER, K. Permanent Insolvency Prediction Model in the Example of Estonian MicroEnterprises Financed with Start-up Grant. **Working Paper**, 2016. Disponível em: http://dspace.ut.ee/bitstream/handle/10062/52390/kasper_kaspar.pdf

LACHTERMACHER, Gerson; ESPENCHITT, Dilson Godoi. Previsão de falência de empresas: estudo de generalização de redes neurais. ENCONTRO NACIONAL DA ANPADENANPAD, v. 25, 2001

MARIO, P.; AQUINO, A. Falências. In: IUDÍCIBUS, S.; LOPES, A. (Org.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2008.

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.11, n. 1, mai./ago. 2018.

MATARAZZO, D. C. **Análise financeira de balanço**. (7 ed.). São Paulo: Atlas, 2010.

MERWIN, C. Financing Small Corporations in Five Manufacturing Industries, 1926-36. New York: National Bureau of Economic Research. 1942.

MILLER, M. H.; MODIGLIANI, F. Dividend policy, growth, and the valuation of shares. **The Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, 1961.

O GLOBO. S & P eleva rating de empresa do grupo Oi a grau de investimento. 13 de agosto de 2009. Disponível em: <<http://oglobo.globo.com/economia/sp-eleva-rating-de-empresas-do-grupo-oi-grau-de-investimento-3202753>>. Acesso em 24 de outubro de 2016.

OHLSON, J. A. Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy. **Journal of Accounting Research**, v. 18, n.1, p. 109-131, 1980;

OLGUIN, P. R. Recuperação de empresas e concordata face ao princípio da preservação. **Ambito Jurídico**, Rio Grande, v. 16, n. 108, 2013. Disponível em: <http://www.ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=12689>. Acesso em 20 setembro de 2016.

ONUSIC, L. M.; CASA NOVA, S. P. C.; ALMEIDA, F. C. Modelos de previsão de insolvência utilizando a análise por envoltória de dados: aplicação a empresas brasileiras. *Revista de Administração Contemporânea*, v. 11, n.2, p. 77-97, 2007;

PEREZ, M. M. **Uma contribuição ao estudo do processo de recuperação de empresas em dificuldades financeiras no Brasil**. 2007. 222 f. Tese (Doutorado em Administração)- Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil. 2007.

PLANALTO. Presidência da República. Casa Civil. Lei nº 11.101 de 09 de fevereiro de 2005. (Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária). Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l11101.htm>. Acesso em 16 de agosto de 2016.

REBELLO, M. B. **Modelos de Previsão de Insolvência: Uma Análise Comparativa de seus Resultados**. 2011. 119 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis)- Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, Brasil. 2011.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa**. (3 ed.). São Paulo: MacGraw-Hill, 2006.

SCALZER, R. S.; RODRIGUES, A.; MACEDO, M.A.S.; Insolvência empresarial: um estudo sobre as distribuidoras de energia elétrica brasileiras. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 12, n. 27, p. 27-60, 2015.

SERASA EXPERIAN. Número de recuperações judiciais supera mais de 1.000 ocorrências no ano. 2016. Disponível em:<<http://noticias.serasaexperian.com.br/numero-de-recuperacoes-judiciais-supera-mais-de-1-000-ocorrencias-no-ano-revela-serasa-experian/>>. Acesso em 16 de agosto de 2016.

SERASA EXPERIAN. Queda das falências reflete melhora da atividade econômica do país em 2007. 2007. Disponível em: <<http://noticias.serasaexperian.com.br/queda-das-fal%3%aancias-reflete-melhora-da-atividade-econ%3%b4mica-do-pa%3%ads-em-2007-indica-serasa-6/>>. Acesso em 18 de agosto de 2016.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS – SEBRAE. Agência Sebrae de Notícias. 2016. Disponível em: <<http://www.agenciasebrae.com.br/sites/asn/uf/na/crise-da-oi-afeta-micro-e-pequenas-empresas,8dbf91c79e5e5510vgnvcm1000004c00210arcrd>>. Acesso em: 05 de setembro de 2016.

SILVA, J. P. **Análise financeira das empresas**. (10 ed.). São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, J.O.; WIENHAGE, P.; SOUZA, R. P.S.; LYRA, R. L. W. C.; BEZERRA, F. A. Predictive Capacity of Insolvency Models Based on Accounting Numbers and Descriptive Data. **Journal of Education and Research in Accounting**, v. 6, n. 3, p. 228-242, 2012.

SMITH, R. F.; WINAKOR, A. H. Changes in Financial Structure of Unsuccessful Corporations. Bureau of Business Research, University of Illinois, 1935.

SOUSA, D. C. Os avanços da nova lei de falências. **Ambito Jurídico**, Rio Grande, n. 58, 2008. Disponível em: <http://www.ambitojuridico.com.br/site/index.php?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=2724>. Acesso em 30 de agosto de 2016.

STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES. **Standard & Poor's Corporate Ratings Criteria**. Standard & Poor's, 2012. Disponível em: <http://www.standardandpoors.com/pt_la/web/guest/article//view/type/html/sourceassetid/1245334597443>. Acesso em 24 de outubro de 2016.

STANDARD & POOR'S RATINGS SERVICES. **Standard & Poor's Corporate Ratings Criteria**. Standard & Poor's, 2016. Disponível em:<http://www.standardandpoors.com/pt_la/delegate/getpdf?articleid=1605209&type=news&subtype=rating_action>. Acesso em: 24 de outubro de 2016.

TELECO. Inteligência em Comunicações. 2016. Disponível em:<http://www.teleco.com.br/mshare_fix.asp>. Acesso em 18 de agosto de 2016.

TELESINTESE. Portal de telecomunicações, internet e tic's. S & P reafirma rating “BBB-” para Oi. 08 de setembro de 2011. Disponível em: <<http://www.telesintese.com.br/sap-reafirma-rating-bbb-para-oi/>>. Acesso em 24 de outubro de 2016.

VALOR. S & P reduz perspectiva de nota “BB+” da Oi para negativa. 02 de abril de 2015. Recuperado em 24 outubro, 2016. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/empresas/3990632/sp-reduz-perspectiva-de-nota-bb-da-oi-para-negativa>>. Acesso em 24 de outubro de 2016.

WARNER, J. B. Bankruptcy, absolute priority, and the pricing of risky debt claims. **Journal of Financial Economics**, v. 4, n. 3, p. 239-276, 1977.

Revista Eletrônica de Estratégia & Negócios, Florianópolis, v.11, n. 1, mai./ago. 2018.