

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA
FACULDADE DE GESTÃO E NEGÓCIOS

ENRICO RESENDE GOUVEIA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E ENDIVIDAMENTO DE EMPRESAS DO
SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES**

UBERLÂNDIA

2020

ENRICO RESENDE GOUVEIA

**GOVERNANÇA CORPORATIVA E ENDIVIDAMENTO DE EMPRESAS DO
SETOR DE TELECOMUNICAÇÕES**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Gestão e Negócios (FAGEN) da Universidade Federal de Uberlândia (UFU) para obtenção do Grau de Bacharel em Administração.

Orientação: Prof. Drº. Rodrigo Fernandes Malaquias.

UBERLÂNDIA

2020

Dedico este trabalho a Deus, porque sem Ele não teria sido possível realizá-lo. Dedico também aos meus pais por todo apoio e força que me deram. E dedico ao meu orientador, que me guiou e me apoiou para que esse trabalho pudesse ser concluído, e por fim, dedico a todos professores pelos ensinamentos durante a minha caminhada.

AGRADECIMENTOS

À minha família, em especial, meus pais, Hélio e Marisa, que me incentivaram a cada momento e não permitiram que eu desistisse. E também aos meus avós, Sólon, João Maria, Valdomira e Maria Sebastiana, por me fazerem acreditar que era possível toda a elaboração do presente trabalho.

Aos meus amigos por sempre me apoiarem a continuar na faculdade e seguir meus sonhos enfrentando todos medos e dificuldades.

Ao Prof. Dr. Rodrigo Fernandes Malaquias, por me acompanhar durante 16 meses, oferecendo todo auxílio necessário para elaboração do estudo. E aos membros da banca, Prof.^a Dr.^a Catarine Palmieri Pitanguí Tizziotti e Prof. Dr. Marcelo Ruy, pela disposição para contribuir com o trabalho.

RESUMO

Em muitos setores de atuação, empresas vem buscando apoio financeiro em capital de terceiros. A relação entre gestores e acionistas exige certa mediação, que pode ser otimizada meio de práticas de governança corporativa. Com isso, este estudo busca analisar se os atributos de governança corporativa apresentaram relação com a estrutura de capital de 5 empresas brasileiras de capital aberto do setor de telecomunicações. Para tanto, realizou-se uma pesquisa qualitativa, amparada na técnica de análise documental, em que buscou-se evidências nos Relatórios de Administração de 2018, coletados na bolsa de valores brasileira, B3. Os resultados sugerem que alguns mecanismos de governança corporativa podem dar credibilidade às empresas para a obtenção de novos créditos.

Palavras-chave: Governança Corporativa. Estrutura de Capital. Setor de Telecomunicações.

ABSTRACT

In many sectors of activity, companies have been seeking financial support in third party capital. The relationship between managers and shareholders requires some mediation, which can be optimized through corporate governance practices. Thus, this study seeks to analyze whether the attributes of corporate governance relate to the capital structure of 5 publicly traded Brazilian companies in the telecommunications sector. To this end, a qualitative research was carry out, based on the document analysis technique, in which evidence was sought in the 2018 Management Reports, collected on the Brazilian stock exchange, B3. The results obtained that some corporate governance mechanisms can give credibility to companies to receive new credits.

Keywords: *Corporate Governance. Capital Structure. Telecommunications Industry.*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
2 REVISÃO DA LITERATURA.....	7
2.1 Governança Corporativa	7
2.2 A Estrutura de Capital.....	9
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	10
4 RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	11
4.1 TIM Participações S.A.	13
4.2 Oi S.A.....	14
4.3 Telefônica Brasil S.A.- Vivo.....	15
4.4 Telecomunicações Brasileiras S.A. – Telebrás.....	16
4.5 Algar Telecom.....	17
4.6 Síntese sobre as Companhias, o Endividamento e a Governança Corporativa.....	17
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	18
REFERÊNCIAS.....	20

1 INTRODUÇÃO

Ante o aceleramento das transformações socioeconômicas e a intensificação das crises financeiras nos últimos anos, a economia brasileira tem passado por profundas mudanças. As empresas, ao invés de ficarem confinadas em uma estrutura engessada, têm investido em mudanças significativas nas suas estruturas de propriedade e gestão (LETHBRIGDE, 1997). Assim, o uso de capital proveniente de terceiros é considerado como saída para aumentar o valor da empresa e manter a sua saúde financeira (SILVEIRA, 2004).

Nesse íterim, a governança corporativa vem ganhando espaço por se tratar de um conjunto de mecanismos, internos e externos, que regem a relação entre gestores e acionistas, com fins de harmonizar os interesses de cada e garantir transparência de informações (SILVEIRA, 2004; RIBEIRO DE JESUS; 2004).

Para o setor de telecomunicações, o contexto apresentado não é diferente. Após a concessão pública aos operadores privados, empresas do setor abriram seu capital, e conseqüentemente, incentivaram os investimentos nacionais e estrangeiros que permitiram atender melhor às demandas da população, oferecendo maior variedades de serviços e preços mais acessíveis (CHIAPINOTO *et al.*, 2017). Todavia, apesar do mercado de telecomunicações ter relativamente poucas empresas em atuação, os caminhos para aplicar os recursos financeiros, assim como as relações com credores e acionistas, mostram-se distintos entre elas.

Em muitas vezes, a insistência pelo atropelo, por meio de medidas arbitrárias e que desconsideram os interesses comuns entre os administradores e acionistas podem comprometer o progresso da organização (SILVEIRA, 2002). Sendo a governança corporativa uma forma de elevar a probabilidade de retorno aos investidores, fez-se necessário discutir sobre os diferentes níveis utilizados pelas empresas de capital aberto no setor de telecomunicação do Brasil, buscando evidenciar se -e como- os níveis diferenciados de governança apresentam relação com a estrutura de capital.

Por meio de uma análise documental, aplicada a dados coletados com a bolsa de valores do Brasil (BRASIL, 2018a), a B3, foram observadas características da estrutura de capital e níveis de governança corporativa de 5 empresas de telecomunicação, sendo elas: Algar S.A., Oi S.A., Telebrás S.A., Telefônica Brasil S.A. e Tim S.A.

Antes de dar prosseguimento à discussão sobre esses dados, foi constituído um esteio teórico para compreender melhor conceitos bases sobre o tema presentes na literatura, como os tipos de níveis de governança corporativa existentes. Também foi apresentado a concepção de pesquisadores, como Assunção, Luca e Vasconcelos (2017), Tavares e Penedo (2018), Ribeiro

(2007) e Famá e Perobelli (2003), sobre a forma que o tópico abordado vem se manifestando na prática nos últimos anos.

Posteriormente, analisou-se os documentos coletados buscando encontrar proximidades e distanciamentos entre os níveis de governança corporativa de cada empresa que possam afetar a sua estrutura de capital. Em suma, o trabalho pode contribuir com a bibliografia existente, uma vez que retrata aspectos recentes sobre a governança corporativa em um setor com grande potencial de crescimento, especialmente, pelo fato das transformações da sociedade envolverem cada vez mais o uso dos serviços de telecomunicações que facilitam o envio de informações a distância.

2 REVISÃO DA LITERATURA

2.1 Governança Corporativa

A partir dos anos 90, o tópico de governança corporativa se mostrou em ascensão em países norte-americanos e europeus, encorajando novos investidores no mundo todo apostarem em organizações com elevado potencial de crescimento (LETHBRIGDE, 1997). As condições contextuais do período, marcadas, principalmente, pelo fortalecimento da reordenação da economia perante o interesse capitalista, aumentaram a disposição dos gestores para buscarem formas de aumentar a sua eficiência via alianças estratégicas e parcerias, para que fosse possível sobreviver em mercados cada vez mais competitivos (RIBEIRO DE JESUS, 2004).

Na literatura contemporânea, o conceito de governança corporativa se apresenta em um viés indispensável para o equilíbrio de interesses entre gestores e acionistas. Silva (2006) ressalta que o tópico surge na teoria tradicional como forma de agir na resolução de conflitos e oferecer mecanismos de monitoramento e incentivo para alinhar as expectativas entre as partes envolvidas. Para isso, Ribeiro (2007) destaca que, dentre esses mecanismos de gestão e controle, podem estar o uso de instrumentos, tais como leis, regulamentos internos e práticas comerciais.

Ainda assim, nota-se que governança corporativa deve ser algo peculiar e abranger características próprias de cada organização, administradores e *stakeholders*. Tavares e Penedo (2018) chamam atenção a necessidade de adotar práticas que aumentem a transparência dos processos administrativos e operacionais e gerem uma constante prestação de contas. Tal fato se corrobora no trabalho de Black, Carvalho e Sampaio (2014) ao constatar que práticas, que

se sustentam nessa premissa de *accountability*, fizeram empresas brasileiras com ações na B3 crescerem significativamente entre o período de 2004 a 2009.

Nessa perspectiva, Rossetti e Andrade (2011) se atentam ao fato de que as práticas de governança corporativa não se restringe aos riscos dos investimentos no mercado de capitais, sendo algo que ultrapassa as barreiras da bolsa de valores, consolidando-se como uma adoção de postura ética por parte das empresas, baseada em valores de transparência, honestidade das informações, conformidade com a regulamentação e modelo de gestão.

Para fins de mapeamento e supervisão, a B3 apresenta diferenciados padrões de governança corporativa que se manifestam na prática, sendo denominados de Nível 1, Nível 2 e Nível 3. Apesar dos limites entre cada nível se expressarem bastante fluídos entre si, há diferenças significativas entre as práticas de gestão que podem impactar o desenvolvimento da organização. Para Marchiori *et al.* (2016), no Nível 1, o enfoque é dado aos compromissos de transparência delimitados de acordo com cada setor de atuação. Estes, envolvem o acompanhamento e fiscalização de controladores da companhia, aumentando a validação de dados financeiros da companhia e a visão dos gestores sobre a realidade da empresa (MARCHIORI *et al.*, 2016). O nível 2 é ocupado por organizações que adotam um conjunto mais amplo de práticas. Assim, além da transparência dos demonstrativos financeiros, Marchiori *et al.* (2016) ressaltam que são feitos compromissos societários em que as empresas estendem alguns direitos aos acionistas minoritários e criam espécies de conselhos de corporação profissionalizados. Em suma, é um nível de governança que já se assemelha mais com padrões internacionais (RIBEIRO, 2007). Em relação ao Nível 3, conhecido como Novo Mercado, Nakayasu (2006) enfatiza a ampliação de direitos dos acionistas abrangida por ele. Essa ampliação auxilia na resolução de conflitos por meio de uma câmara de arbitragem, dando maior segurança aos investidores e promovendo uma melhoria na qualidade das informações prestadas. Para Marchiori *et al.* (2016) a possibilidade no Novo Mercado de ampliar ainda mais os direitos dos acionistas exige a adoção de políticas de divulgação de informações mais abrangentes que nos níveis anteriores, fato que aumenta a segurança tanto para acionistas como para gestores. Diante do exposto sobre principais características dos níveis da B3, torna-se evidente que a governança corporativa implica na inserção de práticas que consideram fatores contingenciais relacionados à estratégia e estrutura das organizações (ASSUNÇÃO; LUCA; VASCONCELOS, 2016). Nesse sentido, pode-se dizer que as empresas não podem simplesmente escolher um nível de aderência, precisam apresentar compromisso com as suas práticas de governança para serem enquadradas.

2.2 A Estrutura de Capital

A estrutura de capital é o termo utilizado para definir um arranjo do capital próprio de uma organização com os recursos de terceiros que serão utilizados para financiar o desenvolvimento da empresa por determinado momento (CHIRINKO; SINGHA, 2000).

Vale ressaltar que a concepção de estrutura de capital se deu após muitos embates na economia sobre as possíveis formas de dinamizar a conjuntura financeira de uma empresa (JUNQUEIRA; SOARES; BRESSAN; BERTUCCI, 2017). Devido à velocidade das transformações tecnológicas nos últimos anos, muitas empresas já existentes, ou recém abertas, passaram por um processo de alavancagem da sua oferta de produtos ou serviços. Esse processo não só comprometeu o capital de diversas organizações, mas também aumentou os riscos de falência, uma vez que passaram por processos de grande expansão em espaços curtos de tempo (ROSSETI; ANDRADE, 2011).

Os atributos que compõe a estrutura de capital estão em constante pautas de debates entre estudiosos, principalmente, pelo fato de que, na prática, pode manifestar elevados riscos de endividamento, derivados do uso inadvertido de recursos externos (CHIRINKO; SINGHA, 2000). As principais vertentes que abrangem o tema são a de Durand (1952), que advoga a favor de uma estrutura de capital ótima, e de Modigliani e Miller (1958), que defendem que a forma que as empresas financiam suas atividades não exerce influência sobre o seu valor de mercado. Modigliani e Miller (1958) fizeram uma contraposição à teoria de capital ótima, esta que propõe que existe uma ponderação apropriada entre o capital de terceiros e o capital próprio das empresas, fazendo com o que o custo de capital fosse minimizado e maximizaria seu valor (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007).

Entretanto, há organizações de diversos setores que tendem a se comportar como se a estrutura ótima existisse (FAMÁ; PEROBELLI, 2003), fato que leva a uma reflexão sobre as subjetividades de cada mercado e os atributos que envolvem a decisão de financiamento. Nessa mesma linha, Famá e Perobelli (2003, p. 10) ainda ressaltam que:

A relevância desses atributos sobre a decisão de financiamento deriva dos impactos que eles seriam capazes de exercer sobre os custos e benefícios associados à emissão de ações ou de dívida. Dessa forma, não haveria uma estrutura de capital ótima, mas uma estrutura de capital mais apropriada a cada perfil de empresa.

Para que essa ponte entre o perfil da empresa e o bom funcionamento da estrutura de capital se solidifique, a governança corporativa apresenta-se uma ferramenta importante (BRITO; CORRAR; BATISTELLA, 2007). Isso porque é por meio de práticas de governança,

que envolvem transparência, conselhos participativos e políticas internas, que os acionistas se sentem resguardados ante os riscos de subsidiar financeiramente as organizações (NAKAYASU, 2006).

Dentro do setor de telecomunicações, que é o enfoque do presente trabalho, é possível analisar aspectos da estrutura de capital e governança corporativa sobre diversas vertentes. Estudos como de Chiapinoto *et al.* (2017) e Tavares e Penedo (2018) agregam à literatura existente considerações constatadas por meio de pesquisas qualitativas e quantitativas que auxiliam empresários, acionistas e pesquisadores da área na compreensão dos riscos e benefícios de cada nível de prática de governança.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com fins de levantar os diferentes níveis de governança corporativa utilizado por empresas do setor nacional de telecomunicações, optou-se pela realização de uma pesquisa documental. Ao considerar as diferentes técnicas de pesquisa qualitativa existentes, a pesquisa amparada em documentos é a que mais atende aos objetivos do estudo, posto que o tratamento de informações formais já registradas é capaz de dar utilidade social e novos significados a um documento (BUCKLAND, 1997).

Primeiramente, os esforços foram direcionados para a seleção de materiais, seguido da fase de coleta e tratamentos dos dados. Para garantir a possibilidade de evidenciar empiricamente os objetivos propostos pelo estudo, fez-se necessário utilizar dados fornecidos pelo portal oficial da própria B3, a bolsa de valores brasileira (BRASIL, 2018a).

Para o procedimento de coleta, buscou-se nas empresas listadas do portal da B3 o total de 5 companhias de telecomunicação brasileiras, a Algar S.A., a Oi S.A., a Telebrás S.A., a Telefônica Brasil S.A. e a Tim S.A. . Trata-se de apenas uma amostra dentre todas as empresas do setor nacional, em que considerou-se somente as listadas na B3, que são empresas consolidadas no ramo e com grande amplitude geográfica de atuação. Em especial, foram analisados os relatórios estruturados do ano de 2018, referentes às informações financeiras e informações de administração.

Para dar início ao processo decodificador dos documentos, primeiro foi realizada uma pré-análise voltada para organização do conteúdo. Foram extraídos dados que contribuem com a compreensão da evolução administrativa e financeiras das entidades e que permitem a identificação de algumas práticas de governança corporativa utilizadas por cada empresa.

Posteriormente, os dados selecionados foram interpretados e comparados entre si, consolidando uma análise ampla, subsidiada por argumentos apanhados da literatura apresentada.

4 RESULTADOS E DISCUSSÕES

Antes de embarcar em uma análise mais específica, os primeiros dados apresentados nesta seção trazem características gerais das empresas selecionadas para compor a amostra. Conforme apresentado no Quadro 1, nota-se que a própria B3 delimita o segmento de governança corporativa para cada empresa.

Quadro 1- Amostra de Empresas do Setor de Telecomunicações listadas na B3

Razão Social	Nome de Pregão	Segmento	Códigos de Negociações
Algar Telecom S/A.	Algar Telec	-	BRALGTDBS050
Oi S.A.	Oi	N1	OIBR3; OIBR4
Telec Brasileiras S.A. Telebrás	Telebrás	-	TELB3; TELB4
Telefônica Brasil S.A.	Telef Brasil	-	VIVT3; VIVT4
Tim Participações S.A.	Tim Part S/A	NM	TIMP3

Fonte: Adaptado de Brasil (2018a, p. 1).

Observa-se que a Oi S.A. é alocada ao nível 1, enquanto a Tim S.A. é enquadrada no nível de Novo Mercado. Já as demais empresas não apresentam uma designação específica, o que exige que outros dados sejam analisados. Nesse sentido, no Quadro 2 é apresentada uma síntese de características que permite uma maior compreensão sobre as práticas de governança corporativa de cada empresa que constitui a amostra selecionada.

Quadro 2 – Síntese das Empresas de Telecomunicações sobre Governança Corporativa

Razão Social	Governança Corporativa
Algar Telecom S/A	<ul style="list-style-type: none"> a) Em 2018, a Companhia realizou a sua 7ª emissão pública de debêntures e a 1ª de notas promissórias; b) 20º Prêmio ABRASCA de melhor Relatório Anual concedido pela ANEFAC (Associação Nacional dos Executivos de Finanças, Administração e Contabilidade); c) Conselho de Administração composto por seis membros efetivos, sendo dois deles independentes com reconhecida experiência de mercado; d) Três comitês de assessoramento, não deliberativos: (i) Auditoria e Gestão de Riscos, (ii) Talentos Humanos e Governança Corporativa e (iii) Estratégia e Inovação. e) Auditorias interna e externa.

... continuação da página anterior:

Oi S.A.	<p>a) De setembro de 2015 até março de 2018, havia três comitês não-estatutários e um comitê estatutário de assessoramento ao Conselho de Administração da Companhia: Comitê de Governança Corporativa e Finanças; Comitê de Riscos e Contingências; Comitê de Engenharia, Tecnologia e Redes; e Comitê de Gente, Nomeações e Remuneração (comitê estatutário).</p> <p>b) Em março de 2018, o Conselho de Administração aprovou alterações na estrutura passando a Companhia a ter dois comitês não-estatutários e um comitê estatutário de assessoramento ao Conselho de Administração da Companhia: Comitê de Auditoria, Riscos e Controles; Comitê para Acompanhamento da Implementação da RJ; e Comitê de Gente, Nomeações e Remuneração (comitê estatutário).</p> <p>c) Em relação às suas Assembleias Gerais adotando a prática de estender o direito de voto aos titulares dos <i>American Depositary Receipts</i>, realizando a primeira convocação para as Assembleias Gerais com, no mínimo, 30 dias de antecedência; e, passou a disponibilizar em seu <i>website</i> e no <i>website</i> da CVM e da B3, a cada convocação, um Manual para a participação dos acionistas nas Assembleias Gerais; Quanto à evolução do gerenciamento de riscos, adota práticas relacionadas, tais como “COSO ERM 2017”, “ISO 31000, 2018”, “Caderno 19 de Governança Corporativa do IBGC” e “CVM 586”; e ainda sua atuação estruturada está em conformidade com a norma ABNT NBR ISO 22301:2013.</p>
Telec Brasi- Leiras S.A. Telebrás	<p>a) Em 08 de março de 2018 na 432ª Reunião do Conselho de Administração foi criada a Diretoria de Governança é composta por duas Gerências: a Gerência de Governança e a Gerência de Gestão Empresarial;</p> <p>b) A área de Gestão do Conhecimento realiza a consolidação e envio dos relatórios mensais da administração aos diretores e conselheiros, além da elaboração dos relatórios a todas as partes interessadas;</p> <p>c) Desenvolveu-se a metodologia de Gestão de Riscos com o método Canvas;</p>
Telefônica Brasil S.A	<p>a) Os princípios fundamentais de governança corporativa da Telefônica Brasil S.A. estão contemplados em seu Estatuto Social: A maximização do valor da Companhia;</p> <p>b) A transparência na prestação das contas da Companhia e na divulgação de informações relevantes de interesse do mercado;</p> <p>c) A transparência nas relações com os acionistas, empregados, investidores, clientes e órgãos públicos;</p> <p>d) A igualdade no tratamento dos acionistas;</p> <p>e) A atuação do Conselho de Administração na supervisão e administração da Companhia e na prestação de contas aos acionistas;</p> <p>A atuação do Conselho de Administração no que se refere à Responsabilidade Corporativa, garantindo a perenidade da organização.</p> <p>f) Conselho de Administração da Companhia é composto de um mínimo de cinco e um máximo de dezessete membros, com mandato de três anos;</p> <p>g) Atualmente, os Comitês de Auditoria e Controle, Comitê de Nomeações, Vencimentos e de Governança Corporativa e o Comitê de Qualidade do Serviço e Atenção Comercial são compostos por três membros. O Comitê de Estratégia é composto por quatro membros.</p>
Tim Participa- ções S.A	<p>a) Única Companhia de Telecom no Novo Mercado;</p> <p>b) Pertence ao grupo seletor de carteiras do Índice de Governança Corporativa; Índice de ações com <i>Tag Along</i> Diferenciado da B3 e do índice de Sustentabilidade Empresarial (ISE) onde se comprometem a gerenciar os riscos econômicos, ambientais e sociais;</p> <p>c) Administrada por um Conselho de Administração e uma Diretoria Executiva e supervisionada por um Conselho Fiscal e por um Comitê de Auditoria Estatutário;</p> <p>d) A política de divulgação da companhia utiliza o Portal da Agência Estado, sob forma da instrução nº 547/2014;</p> <p>e) Conselho de Administração é formado por 9 membros, sendo 3 deles independentes; em 2018, reuniu-se 14 vezes; E ainda o Conselho de Administração tem 2 comitês de assessoramento: comitê de Remuneração e o Comitê de Controle e Riscos;</p> <p>f) A diretoria executiva é composta por 6 membros;</p> <p>g) Conselho fiscal é formado por 3 membros;</p> <p>h) A companhia encerrou 2018 com aproximadamente 67% das ações da TIM Brasil Serviços e Participações S.A. sobre controle acionário da TIM Participações.</p> <p>i) O índice da Bolsa de Valores de São Paulo encerrou 2018, com 87.887 pontos.</p>

Fonte: Adaptado de Brasil (2018a), conforme relatório publicado pela respectiva empresa.

Dado o exposto, vale mencionar que as informações apontadas, além de permitirem uma maior compreensão sobre as práticas de governança corporativas utilizadas, também colaboram para um entendimento sobre a estrutura de capital das organizações, fornecendo informações sobre dívidas, ações e índices da B3.

A Tim S.A. destaca-se por ser a empresa brasileira do setor caracterizada como nível de Novo Mercado. Com conselhos que se reúnem frequentemente, a companhia investe em comitê de auditoria, diretoria supervisionada e gerenciamento de riscos econômicos, ambientais e sociais. Assim como foi explicado na parte teórica do trabalho, o Novo Mercado exige ações como as propagadas pela TIM S.A., que geram segurança e transparência em alto padrão de qualidade para os investidores.

Em uma linha promissora, a Telefônica Brasil S.A., a Telecomunicações Brasileira S.A. e a Algar S.A. mostram que têm investindo em práticas que tornem o seu estilo de governança compatível com os parâmetros almejados. Cabe mencionar que é interessante como a adesão em estatuto torna evidente a intenção de consolidar uma boa governança corporativa e reflete em uma boa imagem da organização. Assim como foi feito pela Telefônica Brasil S.A. ao destacar em seu Estatuto Social a igualdade de tratamento entre acionistas, a atuação efetiva do conselho e a transparência de dados.

Nesse sentido, a Oi S.A. vem à tona e evidencia que se espelha em gerenciamento de riscos de fontes de grande referência, como o Caderno 19 de Governança Corporativa do IBGC e a ABNT NBR ISO 22301/13, pode ser uma boa estratégia de desenvolvimento, uma vez que a mesma já se encontra categorizada como Nível 1 na fonte consultada da B3.

Em seguimento, tratou-se de uma análise mais específica dos dados de cada relatório utilizado, dando ênfase às situações financeiras e de endividamento.

4.1 TIM Participações S.A.

De acordo com o Relatório da Administração da Tim Participações S.A. (BRASIL, 2018b) divulgado no site da B3, relativo ao período encerrado em 31 de dezembro de 2018, a TIM Participações é detentora de recibos de depósitos americanos (*American Depositary Receipts – ADRs*), que são negociados na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). Nota-se que essa medida é condizente com os ideais de maior transparência exigidos pelo nível de Novo Mercado, a qual a empresa se enquadra oficialmente pela B3. Ao mesmo tempo, pode ser uma estratégia de emissão de títulos em outros mercados, com intencionalidade de expandir sua estrutura de capital.

No mesmo relatório, em diversos outros momentos a TIM torna explícito seu comprometimento com seus acionistas e metas estipuladas. Como, por exemplo, no trecho selecionado abaixo:

A Controladora TIM Participações não possui empréstimos e financiamentos em 2018. Os financiamentos da controlada, contratados junto ao BNDES, foram obtidos para a expansão da rede de telefonia móvel e possuem cláusulas contratuais restritivas que preveem o cumprimento de determinados índices financeiros calculados semestralmente. (BRASIL, 2018b, p.36)

Torna-se claro que a intenção de obter recursos por meio de financiamentos com entidades, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), fazia parte de um plano de crescimento, que foi devidamente acompanhado periodicamente, e tão bem executado a ponto da empresa ter cumprido com todas suas obrigações previstas em cláusulas de registros formais. É possível encontrar detalhes sobre esse processo de quitação de dívida nos documentos analisados, como no trecho destacado a seguir:

Em 31 de dezembro de 2017, a Companhia amortizou antecipadamente R\$ 800 milhões de dívida existente junto ao BNDES, reduzindo o saldo devedor da linha. Em 2018, outros R\$ 2.200 milhões foram pagos antecipadamente [...] Em maio de 2018, a Companhia obteve uma nova linha de crédito no valor de R\$ 1.500.000 junto ao BNDES para financiar os investimentos em ativos imobilizado (Capex) do triênio 2017-2019. Em 31 de dezembro de 2018, a Companhia não havia utilizada a referida linha de crédito, sendo que essa ficará disponível para utilização até dezembro de 2019, não sendo obrigatória seu desembolso. O custo desta linha de crédito está indexado pela variação da TJLP (Taxa de Juros de Longo Prazo) mais juros de 1,95% ao ano (BRASIL, 2018b, p. 36).

Nota-se que os pagamentos foram realizados de forma fracionada e que a linha de crédito solicitada no fim do ano sequer foi utilizada. Já sobre contratos comerciais no fim de um ano conveniente para novos negócios, destacou-se o trecho abaixo:

A Companhia aproveitou o momento favorável de mercado para fechar antecipadamente uma operação de *swap* a termo. O objetivo foi de garantir um custo atraente de 92,59% do CDI para a terceira tranche do contrato de financiamento em moeda estrangeira do KfW/Finnvera. O desembolso foi realizado em 17 de setembro de 2018 com o valor nominal em dólares de 40 milhões. No mesmo Relatório, no mês de agosto de 2018, a Companhia adquiriu opções de compra de USD 100 milhões com *strike* a R\$ 4,00, com objetivo de mitigar o efeito da variação cambial nos contratos comerciais (BRASIL. 2018b, p. 69).

4.2 Oi S.A.

O Relatório de Administração da Oi S.A. (BRASIL, 2018c) aponta que a entidade apresenta-se em Recuperação Judicial. Em dezembro de 2018, a sua dívida chegou a 16.450

milhões de reais. Se comparado com a mesma época no ano anterior, nota-se que em dezembro de 2017 a dívida era de 54.620 milhões de reais, e nesse espaço de tempo, houve uma redução de 69,9% do valor (BRASIL, 2018c). Cabe destacar que a empresa vem conseguindo cumprir com os compromissos previstos no Plano de Recuperação Judicial (PRJ). Na Figura 5, foram apresentados detalhes sobre o endividamento.

Tabela 1– Endividamento Oi S.A.

R\$ Milhões	Dez/18	Dez/17	% Dívida Bruta
Endividamento			
Curto prazo	673	53.620	4,1%
Longo prazo	15.777	-	95,9%
Dívida total	16.450	54.620	100%
Em moeda nacional	7.633	14.835	46,4%
Em moeda estrangeira	8.817	39.681	53,6%
Swap	-	105	0,0%
(-) Caixa	(4.624)	(6.999)	-28,1%
(=) Dívida Líquida	11.826	47.621	71,9%

Fonte: Adaptado de Brasil (2018c, p. 5).

Apesar da situação, o caixa do final de ano da empresa foi fechado em 4.624 milhões de reais em 2018, e ainda que seja menor em 33,9% em relação a 2017, a redução foi ocasionada pela aceleração do Capital Expenditure (CAPEX) no período (BRASIL, 2018c). Além disso, outras obrigações para o cumprimento do PRJ também influenciam, uma vez que foram realizados diversos pagamentos para os credores nesse período. No geral, o Relatório (2018c) analisado evidencia a companhia aumentou seu capital ao longo dos meses, reforçando o seu caixa.

4.3 Telefônica Brasil S.A.- Vivo

A Administração da Telefônica Brasil S.A., conhecida popularmente como Vivo, demonstrou bastante transparência em seus documentos administrativos, por meio de demonstrações contábeis individuais e consolidadas da companhia referentes ao ano de 2018. Destacou-se o seguinte trecho no Relatório de Administração (BRASIL, 2018d, p. 86):

A Companhia inclui na estrutura de dívida líquida os saldos de: empréstimos, financiamentos, debêntures, arrendamento financeiro, contraprestação contingente e instrumentos financeiros derivativos, deduzidos de caixa e equivalentes de caixa, aplicações financeiras em garantia ao financiamento do BNB e ativo garantidor do passivo de contraprestação contingente.

Para maior compreensão da situação financeira da empresa, na Figura 6 demonstra sistematicamente essa estrutura contábil:

Tabela 2– Endividamento Telefônica Brasil S.A.

Em milhões de reais- Consolidado	2018	2017
Empréstimos e financiamentos	(2.499,8)	(3,494,9)
Debêntures	(3.173,9)	(4.520,8)
Contraprestação contingente GVT	(465,7)	(446,1)
Endividamento total	(6.139,4)	(8.461,8)
Operações com derivativos	56,1	143,8
Endividamentos após derivativos	(6.083,3)	(8.318,1)

Fonte: Adaptado de Brasil (2018d, p. 2).

Desse modo, ao ser comparado com o ano de 2017, nota-se que as dívidas diminuíram significativamente, dando destaque às operações com derivativos e com os endividamentos após derivativos. Para finalizar a representação da situação financeira da Vivo, extraiu-se o seguinte trecho do Relatório de Administração (BRASIL, 2018d, p. 87).

A Companhia encerrou o exercício de 2018 com dívida bruta de R\$ 6.083 milhões (R\$ 8.318 milhões em 2017) ou 8,5% do patrimônio líquido (12,0% em 2017). Os recursos captados são 1,6% denominados em moeda estrangeira (dólar norte-americano e cesta de moedas - UMBNDES) e 98,4% denominados em moeda nacional, sendo que a totalidade da dívida em moeda estrangeira está coberta por operações de *hedge*.

4.4 Telecomunicações Brasileiras S.A. – Telebrás

A Telecomunicações Brasileiras S.A, também conhecida como Telebrás, apresentou o comportamento financeiro dos anos 2016 a 2018, no Relatório de Administração (BRASIL, 2018e), divulgado no site da B3. Na Figura 7, apresenta o grau de endividamento da empresa em questão.

Tabela 3– Endividamento Telebrás

Indicadores financeiros	Medida	2018	2017	2016
Liquidez corrente	Índice	1,8144	1,5885	4,24
Liquidez geral	Índice	0,84	0,73	0,84
Composição do endividamento	%	23,60%	25,60%	11,90%
Grau de endividamento	%	22,60%	26,20%	26,70%
Participação de capital de terceiros	%	29,30%	35,60%	36,50%

Fonte: Adaptado de Brasil (2018e, p. 2).

No Relatório de Administração da Telebrás (BRASIL, 2018e, p. 13), destacou-se que:

O exercício de 2018, quando comparado ao de 2017, demonstrou variação negativa de 37,2%. Essa variação é justificada basicamente pelo prejuízo apurado em 2018, no valor R\$ 224,9 milhões. Com relação a 2016, houve uma variação positiva de 174,1%, refletindo o aumento de capital realizado em 2017 no montante de R\$ 1,3 bilhão.

Desse modo, percebe-se que a situação financeira sofreu abalos negativos em relação aos últimos anos e resultou em um prejuízo. Ainda assim, é perceptível nos dados que há esforços e planejamento para que melhores fechamentos aconteçam nos próximos anos.

4.5 Algar Telecom

Por fim, analisou-se dados da Algar, que apresenta em seu relatório considerações sobre suas demonstrações financeiras e informações coletadas por meio de auditorias independentes na empresa feitas no ano de 2018. A empresa, que apresentava uma dívida bruta de 1.908,8 milhões de reais, teve um aumento de 18,3% em relação ao ano de 2017. Destacase no Relatório de Administração da Algar (BRASIL, 2018f, p. 7):

O maior endividamento- do ano de 2018- é explicado por 2 emissões de dívidas realizadas no 2T18 (7ª emissão pública de debêntures e 1ª emissão pública de notas promissórias), parcialmente compensadas pelas amortizações de dívidas mais caras e/ou de curto prazo, melhorando o perfil de endividamento da Companhia. A dívida líquida, por sua vez, cresceu 10,4% e a Algar Telecom encerrou o ano de 2018 com o saldo de caixa de R\$ 362,0 milhões e uma dívida líquida de R\$ 1.546,8 milhões.

De acordo com o mesmo documento, a companhia possui um perfil de dívida de longo prazo, com somente 13% vencendo em período de curto prazo e todo o restante, cerca de 87%, com vencimento acima de 2 anos. Vale destacar que o indicador de dívida líquida de 1,7% é condizente com *convenants* financeiros internacionais (BRASIL, 2018f).

4.6 Síntese sobre as Companhias, o Endividamento e a Governança Corporativa

Assim como discutido no corpo teórico, considerou-se pertinente reiterar que os dados de endividamentos apresentados tratam-se de informações que constituem o passivo das companhias analisadas. Desse modo, torna-se nítida a participação relativa de recursos de terceiros no estabelecimento da estrutura de capital.

Para substanciar ainda mais o elo entre as companhias analisadas e os conceitos bases do estudo, é preciso enfatizar que a variação de curto e longo prazo na quitação de dívidas são influenciadas por fatores subjetivos internos e externos ao setor de telecomunicações, mas cabe

aos gestores e os acionistas trabalharem em cima de previsões e análise de riscos que alinhem os objetivos de quitação com a realidade financeira da empresa.

Indo ainda mais além, os dados apresentados permitem corroborar a dedutiva de que os níveis de governança corporativa apresentam alguma relação com as decisões de financiamento. Companhias com níveis de governança mais estabilizado, como a TIM S.A. e a Oi S.A., apresentaram maior controle dos seus financiamentos no período analisado. Tal fato evidencia que os princípios de uma boa governança corporativa, como participação em conselhos, alta comunicação com acionistas e transparência nas ações, podem impactar positivamente na situação financeira da empresa.

As empresas Algar S.A., Telefônica Brasil S.A. e Telecomunicações Brasileiras S.A. apresentaram uma estrutura de endividamento mais complexa, com fechamentos relativamente baixos de caixa e até prejuízos financeiros. Sugere-se, assim, que há alguma relação entre a consolidação de práticas de governança, estrutura de capital e liquidação de dívidas.

Outro ponto válido de se mencionar, é que a classificação pela B3 em algum nível de governança corporativa pode aumentar a confiabilidade para concessão de créditos em entidades de financiamento nacionais ou internacionais, como o BNDES, e auxiliar no interesse de compra e venda de ações. O estudo aprofundado de Silveira (2004) caminhou nessa mesma linha e constatou que, de fato, empresas de outros setores que investiram em projetos para implementar melhores práticas de governança se mostraram mais rentáveis ao longo dos anos.

Portanto, ainda que a escolha de práticas de governança corporativa seja algo muito peculiar de cada organização, entende-se que seria oportuno para as companhias ainda não categorizadas em níveis pela B3, se espelharem em outras empresas e demais parâmetros internacionais de referência, para buscarem formas de melhorar a sua governança, e conseqüentemente, obterem uma melhoria na operacionalização de seus recursos de terceiros.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

À vista do conteúdo apresentado, verifica-se que o trabalho atendeu aos objetivos delimitados. Por meio de uma metodologia de análise documental, observou-se uma possível vinculação entre a estrutura de capital e práticas de governança corporativa. Notou-se que a forma de como isso se dá é dependente de condições contextuais acerca do setor, da economia e da sociedade.

Pelo enfoque do estudo ter sido dado ao setor de telecomunicações, ramo promissor ante a intensificação do uso de tecnologias voltadas para a troca de informações, é de

reconhecimento geral que as empresas do setor precisem de estratégias para atender toda a demanda existente. Os dados analisados demonstraram que, nos últimos anos, as empresas analisadas contavam com recursos de terceiros em valores na casa dos milhões de reais.

Para concessões de valores tão elevados, a governança corporativa ocupa um espaço importante para tranquilizar os investidores e dar transparência ao uso do capital. Nesse sentido, a análise realizada por meio da amostra analisada sugere haver alguma relação entre as práticas de governança corporativa e as decisões de financiamento das empresas.

REFERÊNCIAS

ASSUNÇÃO, Renata Rouquayrol; LUCA, Márcia Martins Mendes; VASCONCELOS, Alessandra Carvalho de. Complexidade e governança corporativa: uma análise das empresas listadas na BM&FBOVESPA. **Contabilidade e Finanças**, São Paulo, v. 28, n. 74, p.213-228, ago. 2017. DOI: <https://doi.org/10.1590/1808-057x201702660>.

BLACK, Bernard; CARVALHO, Antônio Gledson; SAMPAIO, Joelson Oliveira. The evolution of corporate governance in Brazil. **Emerging Markets Review**, [S. l.], v. 20, n. 1, p. 176-195, 2014. DOI: 10.1016/j.ememar.2014.04.004.

BRASIL. Brasil, bolsa e balcão- B3. **Consulta em empresas listadas do setor de telecomunicações**, 2018a. Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm. Acesso em: 04 jun. 2019.

BRASIL. **B3- TIM Participações S.A., Relatórios Estruturados**, 2018b. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=17639&idioma=pt-br>. Acesso em: 11 dez. 2019.

BRASIL. **B3- OI S.A., Relatórios Estruturados**, 2018c. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=11312&idioma=pt-br>. Acesso em: 11 dez. 2019.

BRASIL. **B3- Telefônica Brasil S.A., Relatórios Estruturados**, 2018d. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=17671&idioma=pt-br>. Acesso em: 11 dez. 2019.

BRASIL. **B3- Telecomunicações Brasileira S.A.- Telebrás**, 2018e. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=11258&idioma=pt-br>. Acesso em: 11 dez. 2019.

BRASIL. **B3- Algar Telecom S.A, Relatórios Estruturados**, 2018f. Disponível em: <http://bvmf.bmfbovespa.com.br/cias-listadas/empresas-listadas/ResumoDemonstrativosFinanceiros.aspx?codigoCvm=21032&idioma=pt-br>. Acesso em: 11 dez. 2019.

BRITO, Giovani Antônio; CORRAR, Luiz João; BATISTELLA, Flávio Donizete. Fatores determinantes da estrutura de capital das maiores empresas que atuam no Brasil. **Rev. Contabilidade & Finanças - USP**, São Paulo, v. 18, n. 43, p. 9-19, 2007. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1519-70772007000100002>.

BUCKLAND, M. What is a document? **Journal of the American Society of Information Science**, Berkeley, v. 42, n. 5, p. 1-8, 1997.

CHIAPINOTO, Fabiane Volpato; MARION-FILHO, Pascoal José; CORONEL, Daniel Arruda; BENDER-FILHO, Reisoli. Concentração e o Poder de Mercado no Setor de

Telefonia Móvel Brasileiro (2009-2014). **Revista Eletrônica de Administração e Turismo**, Pelotas, v.10, n.5, p. 1153-1172, jan./jun. 2017. DOI: <https://doi.org/10.15210/reat.v10i5.7429>.

CHIRINKO, Robert; SINGHA, Anuja. Testing static trade off against pecking order models of capital structure: a critical comment. **Journal of Financial Economics**, v. 58, n.3, p. 417-425, 2000. DOI: 10.1016/S0304-405X(00)00078-7.

DURAND, David. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement. In: **Conference On Research On Business Finance**, New York: NBE Inc, 1952. Disponível em: <https://econpapers.repec.org/bookchap/nbrnberch/4790.htm>. Acesso em: 12 ago. 2020.

FAMÁ, Rubens; PEROBELLI, Fernanda Finotti Cordeiro. Fatores Determinantes da Estrutura de Capital para Empresas Latino-Americanas. **Rev. de Administração Contemporânea- RAC**, Maringá, v. 7, n. 1, p. 9-35, mar. 2003. DOI: <https://doi.org/10.1590/S1415-6552003000100002>.

JUNQUEIRA, Luís Renato; SOARES, Carlos Henrique; BRESSAN, Aureliano Angel; BERTUCCI, Luiz Alberto. Impactos da Adesão aos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa sobre a Estrutura de Capital das Empresas Brasileiras. **Rev. Adm. UFSM**, Santa Maria, v.10, n.3, p. 420-436, jul./set 2017. DOI: 10.5902/19834659 11276.

LETHBRIGDE, Eric. Governança Corporativa. **Revista do BNDES**, Rio de Janeiro, v. 4, n. 8, p. 209-231, dez. 1997.

MARCHIORI, Felipe William; GRANDO, Tadeu; MARTINS, Vanessa de Quadros; BRUNOZI-JUNIOR, Antônio Carlos. Os Efeitos dos Níveis Diferenciados de Governança Corporativa na Criação de Valor e no Desempenho Operacional das Companhias Brasileiras. **Rev.Brasileira de Gestão e Engenharia**, São Gotardo, v.4, n. 13, p. 67-93, 2016.

MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. **American Economic Review**, [S.l.], v.48, n.3, p.261-297, jun. 1958.

NAKAYASU, Gilberto Noboru. **O impacto do anúncio e da adesão das ações aos níveis diferenciados de governança corporativa no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

RIBEIRO, Milton Nassau. **Aspectos Jurídicos da Governança Corporativa**. Belo Horizonte: Del Rey. 2007.

RIBEIRO DE JESUS, Roberto Martins. **Governança Corporativa: a formação de mecanismos por investidores institucionais, o caso Previ**. Dissertação (Mestrado em Administração). 2004. Escola Brasileira de Administração Pública e de Empresas, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, 2004.

ROSSETI, José Paschoal; ANDRADE, Adriana. **Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimentos e tendências**. 5 ed. São Paulo: Atlas: 2011.

SILVA, André Luís Carvalhal da. **Governança Corporativa e Sucesso Empresarial: melhores práticas para aumentar o valor da firma.** São Paulo: Saraiva, 2006.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Corporativa e Estrutura de Propriedade: determinantes e relação com o desempenho das empresas no Brasil.** 2004. Tese (Doutorado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. **Governança Desempenho e Valor da Empresa no Brasil.** 2002. Dissertação (Mestrado em Administração). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002.

TAVARES, Vitor Borges; PENEDO, Antônio Sérgio Torres. Níveis de governança corporativa da B3: interesse e desempenho das empresas – uma análise por meio de redes neurais artificiais. **Contabilidade, Gestão e Governança**, Brasília, v.21, n.1, p.40-62, jan./abr. 2018. DOI: http://dx.doi.org/10.21714/1984-3925_2018v21n1a3.