

3 Referencial Teórico: Regulação

3.1. Principais Aspectos Conceituais da Regulação Econômica

Os principais conceitos relativos à regulação econômica estão relacionados a temas importantes da micro-economia e economia industrial. A teoria econômica da regulação teve suas origens no início da década de 70, através de um trabalho publicado pelo professor Stigler em 1971, intitulado *The Theory of Economic Regulation*, cujo objetivo era de aplicar a teoria econômica ao comportamento político. Em meados da mesma década, outros dois autores (Posner e Landes) introduziram conceitos importantes, ressaltando o papel do Judiciário independente e observando as perdas de bem estar causadas por processos relacionados à regulação com influências políticas. Outros autores como Oliver Williamson (*Oxford University*), Pablo Spiller (*Berkeley University*) e teóricos da Universidade de Chicago, como Ronald Coase, também são grandes contribuintes para a Teoria da Regulação Econômica.

Neste capítulo não temos a intensão de aprofundar as idéias teóricas destes autores. No entanto, antes de iniciarmos a discussão dos objetivos, métodos, lições aprendidas e principais desafios da regulação, cabe lembrar alguns conceitos teóricos gerais mais importantes.

Em Teoria de Regulação Econômica, o primeiro grande conceito a ser lembrado é o de eficiência econômica, seja sob a forma produtiva, distributiva ou alocativa. O primeiro traduz-se na utilização da tecnologia e da planta produtiva instalada com o máximo de rendimento e mínimo custo; o segundo consiste na capacidade de eliminação de rendas monopolísticas e/ou outros ganhos temporários de agentes econômicos individuais através da concorrência;

A eficiência sob a forma alocativa, o mais importante do ponto de vista da Teoria da Regulação nos diz que um resultado econômico é mais eficiente do que outro se ele é superior de Pareto¹, o que geralmente ocorre quando há a realização de um maior número de transações e, portanto, maior renda é gerada. Somente em mercados de concorrência perfeita é possível alcançar o ótimo de Pareto (preço igual ao custo marginal). Nas situações econômicas reais do mundo atual, no entanto, uma aproximação do equilíbrio paretiano é buscada através das ações dos órgãos reguladores.

Segundo Salgado e Mota (2005) “a melhor regulação é aquela que imita a concorrência nos estímulos que fornece ao produtor para a busca da eficiência e nos resultados ao consumidor em termos de disponibilidade de oferta, com qualidade adequada e preços módicos”.

Outro importante conceito a ser lembrado é o de falhas de mercado. Na presença de falhas, o mercado não fornece sinais que sejam suficientes para levar ao equilíbrio entre oferta e demanda dos bens e serviços. O grande desafio da regulação na presença de falhas é encontrar um ponto que de um lado permita lucratividade adequada aos produtores e de outro garanta o bem-estar dos consumidores através da disponibilidade de bens e serviços de qualidade a preços razoáveis. Nos setores de infra-estrutura algumas destas falhas são particularmente importantes, cabendo ressaltá-las neste trabalho: a informação assimétrica, o conceito de ativos específicos e o de monopólio natural.

A existência de informação assimétrica remete ao fato de que nem todos os agentes econômicos têm acesso às mesmas informações com o mesmo grau de precisão. Segundo Salgado (2003) tal assimetria seria “uma justificativa de ordem normativa para a adoção, pelos governos, de mecanismos de regulação”. A teoria da agência² (*principal-agent problem*) trata exatamente desta falha, o que pode trazer como consequência um comportamento oportunista intencional por parte de alguns agentes econômicos. A assimetria de informação em alguns

¹ Uma alocação é ótima (eficiente) no sentido de Pareto (1971) ao usar as possibilidades tecnológicas e os recursos iniciais de uma sociedade de forma que não haja qualquer modo alternativo para organizar a produção e a distribuição de bens que façam algum consumidor estar melhor sem fazer com que outro fique pior. [Hargreaves Heap et al. (1992)].

² Os administradores recebem plenos poderes dos proprietários da empresa para tomar decisões. No entanto os gestores podem ter objetivos pessoais que competem com a maximização da riqueza do acionista, e tais conflitos potenciais de interesses são tratados pela teoria de agência. Uma relação de agência surge quando um ou mais indivíduos, chamados principais (1) contratam outro indivíduo ou organização, chamado agente, para realizar algum tipo de serviço e (2) estes então delegam autoridade de tomada de decisões para aquele agente. [Brigham et al.(2001)]

casos pode facilitar a existência do problema da captura³, que é a tendência de alguns órgãos reguladores de serem dominados pelos interesses das empresas que por eles deveriam ser reguladas.

O conceito de ativos específicos está ligado ao fato de que nos setores de infra-estrutura existem elevados custos irrecuperáveis pela grande indivisibilidade do capital investido. Os ativos servem unicamente às atividades que estão relacionadas, não existindo um mercado secundário.

Os casos de monopólios ou oligopólios naturais são caracterizados pela existência de economias de escala significativas, o que justifica, em prol da eficiência produtiva, a existência de um pequeno número de plantas, no limite apenas uma, com custos mínimos de longo prazo. A fragmentação da estrutura de oferta destes produtos e serviços é inviabilizada pelo tamanho desta escala mínima eficiente. Nos casos de monopólios naturais a regulação é aceita e indicada, como forma de evitar a prática de preços monopolísticos. Segundo Possas, Ponde e Fagundes (1997) “abre-se mão, *em nome da eficiência econômica* – no caso, expressa em custos e preços mais baixos -, de uma estrutura de mercado mais competitiva, capaz de maior grau de concorrência”.

Por fim, cabe ressaltar um último conceito, introduzido a partir do trabalho de Coase de 1937 *The Nature of the Firm* e que deu origem à chamada Nova Economia Institucional. Neste trabalho houve a introdução explícita dos custos de transação na análise econômica: quanto menor os custos de troca (de transação), maior a especialização e produtividade do sistema, do qual depende o bem estar de uma sociedade, na medida em que depende do fluxo de bens e serviços que nela circula. No entanto, os custos de transação dependem das instituições de um país, seja seu sistema legal, político, social, educacional ou cultural. De acordo com Kubota (2005) “o Estado pode exercer papel importante na redução dos custos de contratação pelos indivíduos, ao prover direitos de propriedades claros e estáveis...”.

“Políticas regulatórias pró-competitivas e de defesa da concorrência são hoje ferramentas indispensáveis na construção de mercados saudáveis, uma vez que, como demonstram os recém-laureados, o laissez-faire mostrou-se incapaz de garanti-los”.

Salgado (2003)

³ A expressão foi cunhada para retratar do problema do vínculo de dependência que se forma entre regulador e regulado uma vez que entre eles existe a questão da assimetria de informação. O regulado dispõe de informação (sobre custos, condições de operação, etc), que o regulador só obtém de segunda mão através do próprio regulado. [Salgado 2003]

3.2. Objetivos da Regulação

Nos setores de infra-estrutura geralmente estão presentes as falhas de mercado citadas anteriormente, e, particularmente, a existência da tendência do monopólio natural pode levar a um mercado desestimulado a práticas de gestão eficientes. Neste sentido, a introdução de um marco regulatório estabeleceria mecanismos que resgatariam os incentivos a estas práticas eficientes.

De acordo com Levy e Spiller (1993) dois são os principais objetivos da regulação: incentivar investimentos e suportar eficiência na produção e no uso. O primeiro grande objetivo é alcançado através da existência de regras que são amplamente vistas como justas, que permitam lucro aos investidores e que inspirem confiança na estabilidade do ambiente de negócios. O segundo objetivo, por sua vez, é garantido através do estímulo à competição e preços de mercado ou exigindo tal precificação eficiente quando a competição *per se* é inadequada.

Smith e Wellenius (1999) ressaltam de maneira bastante pertinente que ao fim e ao cabo, o maior objetivo não é uma agência bem sucedida, mas um setor com uma performance adequada. Segundo estes autores, além de conter o abuso do poder de mercado, que poderia ser refletido em preços elevados, oferta insuficiente, pobre qualidade do serviço, lento desenvolvimento e práticas de corrupção, deve-se estimular a competição e criar um ambiente favorável ao investimento. Especificamente no setor de telecomunicações outro objetivo em particular deve ser buscado - o de estreitar os *gaps* de desenvolvimento na economia⁴. Tendo estes macro-objetivos em mente, os órgãos reguladores devem adotar medidas que reduzam as necessidades de decisões *ad hoc* da agência, que incrementem a credibilidade da regulamentação e que usem os recursos de forma eficiente.

⁴ É necessário que um país tenha uma infra-estrutura de telecomunicações eficiente e atualizada do ponto de vista tecnológico, capaz de suportar as necessidades de crescimento de longo prazo do país. No entanto, há que se prever *ex-ante* a curva de crescimento de longo prazo a ser perseguida, uma vez que a maturação deste tipo de investimento não ocorre no curto prazo.

Pires e Piccinini (1999) vão além, definindo objetivos bastante específicos para a regulação:

- (i) Buscar eficiência econômica, garantindo o serviço de menor custo para o usuário;
- (ii) Evitar o abuso do poder de monopólio, assegurando a menor diferença entre preços e custos, de forma compatível com os níveis desejados de qualidade do serviço;
- (iii) Assegurar o serviço universal;
- (iv) Assegurar a qualidade do serviço prestado;
- (v) Estabelecer canais para atender a reclamações dos usuários ou consumidores sobre a prestação dos serviços;
- (vi) Estimular a inovação (identificar oportunidades de novos serviços, remover obstáculos e promover políticas de incentivo à inovação);
- (vii) Assegurar a padronização tecnológica e a compatibilidade dentre equipamentos; e,
- (viii) Garantir a segurança e proteger o meio ambiente.

Os órgãos reguladores devem conseguir calibrar muito bem o *trade-off* entre os interesses do consumidor e dos investidores privados. Segundo Possas, Ponde e Fagundes (1997) "...o objetivo central da regulação de atividades econômicas não é promover a concorrência como um fim em si mesmo, mas aumentar o nível de eficiência econômica dos mercados correspondentes". Salgado (2005) ressalta que "a necessidade de um marco regulatório não seria apenas para proteger o usuário do serviço de concessão. Regulação significa assegurar também a estabilidade das regras de operação de mercado para os concessionários desses direitos". Para atingir estes objetivos é necessária uma governança regulatória com autonomia, sem levar em consideração interesses políticos ou corporativos e garantidor tanto das obrigações quanto dos direitos das empresas reguladas.

Em última instância, o interesse público e o bem estar da sociedade são os grandes macro-objetivos a serem perseguidos.

3.3. Padrões e Mecanismos de Regulação

Os serviços públicos de infra-estrutura caracterizam-se pela necessidade de um padrão ativo de regulação, de caráter intervencionista. Opondo-se à ativa, a forma de regulação caracterizada pela prevenção e repressão de condutas anti-competitivas denomina-se regulação reativa (por exemplo, nos órgãos de defesa da concorrência). De acordo com Possas, Ponde e Fagundes (1997), a peculiaridade da existência de falhas de mercado leva à necessidade de uma intervenção (regulação) visando substituir a concorrência por “instrumentos e metas administrados publicamente”. Ganhos de eficiência produtiva, materializados em redução de custos, compensariam perdas de eficiência alocativa, relacionada ao aumento de poder de mercado.

Quanto aos mecanismos de regulação, o foco da literatura é dado ao regime tarifário, isto é, o conjunto de “regras de fixação de preços das empresas reguladas, assim como da estrutura de produtos/serviços sobre a qual incidem.” (Possas, Ponde e Fagundes 1997).

Os principais regimes tarifários são:

3.3.1. Tarifação pela Taxa de Retorno

Através deste tipo de tarifação, adiciona-se aos custos uma margem que garante ao investidor uma taxa de retorno que é considerada adequada, como o custo de oportunidade.

Adotado por muito tempo nos Estados Unidos, este método possui alguns problemas:

- (i) Dificuldade em se avaliar custos, em função a assimetria de informação;

- (ii) Caráter controverso da definição de custos, que podem ser históricos ou de reposição, LRIC⁵ (*Long Run Incremental Cost*) ou FAC⁶ (*Full Allocated Cost*);
- (iii) Indefinição *a priori* da taxa de retorno.

Críticas a este método ressaltam a falta de estímulo à redução de custos, o que induz à ineficiência, o sobre investimento e os elevados custos de regulação.

Resulta da preocupação com uma distribuição mais racional dos custos, o que poderia ser estimulada pela utilização deste tipo de tarifação, na medida em que reduziria ineficiências decorrentes da sub-utilização da capacidade.

O principal problema deste método, além daquele relacionado à assimetria de informação, seria o critério a ser adotado para a estimativa dos custos fixos.

3.3.2. Regulação pelo Desempenho

Também denominado de *yardstick competition*, nele ocorre a medição dos desempenhos das empresas reguladas, comparando-os com um *benchmark*, operadora de referência entre as empresas regionais mais eficientes. Tal método é comum em setores em que há concessão regional em regime de monopólio, como por exemplo no caso de concessões rodoviárias.

Como pontos positivos, este tipo de regulação induz ao acompanhamento do aumento de produtividade e redução de custos praticados por outras companhias, além de incentivar uma maior eficiência através da eliminação de excessos de assimetria de informação: as empresas mais eficientes lucram com o diferencial positivo de custos e as menos eficientes têm o incentivo de se aproximarem do *benchmark*.

⁵ Modelo de apuração de custos, no qual todos os custos incrementais de longo prazo relativos à prestação isolada de determinado serviço, incluído o custo de capital, são distribuídos segundo princípios de causalidade a todos os produtos oferecidos. Custos incrementais são os custos adicionais incorridos no fornecimento de um determinado produto. É numericamente igual à economia que seria obtida caso ele deixasse de ser fornecido. [Anexo à Resolução da ANATEL nº402, de 27 de abril de 2005].

⁶ Modelo de apuração de custos, no qual todos os custos contábeis da prestadora, inclusive os custos de capital, são distribuídos segundo princípios de causalidade a todos os produtos por ela oferecidos. [Anexo à Resolução da ANATEL nº 396, de 31 de março de 2005].

No entanto, este método possui como ponto negativo uma possibilidade de acordos entre firmas com o objetivo de apropriação de lucros em excesso.

3.3.3. Price-Cap

Trata-se da introdução de uma regra de reajuste que leva em consideração um índice de preços público (IP), descontado de um fator redutor exógeno (Fator-X) que deve ser determinado no início do processo, e representa o aumento da produtividade (redução de custos) que o regulador espera que a firma regulada seja capaz de obter a cada ano. A estes itens pode ser somado um componente que representaria algum choque de custos imprevisível (Y).

Assim, se uma determinada empresa inicia operações em um dado período t_0 , o preço inicial P_0 é dado e a dinâmica de reajuste é definida pela diferença entre a taxa de inflação e o Fator-X:

$$P_t = P_0 \times [(1+IP) / (1-X)] \times (1+Y)$$

Os benefícios deste tipo de regime tarifário incluem a capacidade de absorver aumentos abruptos de produtividade devido à tecnologia, bem como reduções imprevistas de custos, transferindo parcela destes ganhos para o consumidor. Aliado a isto, existe uma maior flexibilidade para as empresas reguladas para definir preços abaixo do teto.

As principais dificuldades encontram-se em lidar com vários produtos, aferir as reais melhorias de qualidade, definir o preço inicial a ser cobrado, além de não ser trivial a estimativa dos fatores X e Y.

Este regime tarifário foi o adotado no Reino Unido, primeira experiência regulatória em telecomunicações do mundo, e é o atualmente adotado no setor de telecomunicações brasileiro.

3.4. Os Desafios da Regulação nos Setores de Infra-estrutura

Por suas características, a regulação dos setores de infra-estrutura é complexa e envolve desafios para a administração pública. Araújo Jr. (2005) ressalta três principais desafios:

- (i) Gerar volumes agregados de investimentos – inclusive em pesquisa e desenvolvimento – coerentes com as necessidades da economia;
- (ii) Assegurar as condições institucionais compatíveis com a formação de configurações eficientes em cada setor;
- (iii) Impedir condutas empresariais contrárias ao interesse público.

Salgado (2003) ressalta que os autores da economia política em sua análise da regulação, dizem haver uma distância entre os objetivos da regulação (superar falhas de mercado, promovendo concomitantemente a eficiência econômica e o bem estar social) e a própria dinâmica dos entes regulatórios, em última análise movida pelas motivações de seus agentes. Neste sentido, “a qualidade do desenho institucional é condição *sine qua non* para a garantia de eficiência e da eficácia da agência regulatória”.

Os papéis de cada um dos atores do processo devem estar muito bem definidos e delimitados, cabendo ao Executivo, por meio de seus ministérios setoriais, a formulação e a posse de instrumentos para conduzir políticas e atividades de planejamento. Torna-se fundamental a separação das atividades políticas, de regulação e comerciais.

Para que o modelo de regulamentação funcione de maneira adequada, algumas condições são necessárias. Levy e Spiller (1993) citam a necessidade de uma forte tradição administrativa, da habilidade para empreender compromissos que resistam a mais de um governo, além de possuir um judiciário imparcial, imune às pressões políticas e capaz de fazer cumprir as decisões já tomadas. Na prática, no entanto, nem sempre consegue-se obter tal atitude do poder judiciário. Pinheiro (2003) cita uma pesquisa feita no ano de 2003, onde foi constatado que “os juízes brasileiros tendem a considerar problemas não econômicos ao decidirem sobre assuntos relacionados à regulação dos serviços públicos, acreditando que devem entrar no mérito das

agências reguladoras – ao invés de apenas garantir que o devido processo legal seja respeitado.”

Pinheiro (2003) cita, ainda, o desafio de se “consolidar uma nova cultura regulatória, fortalecendo a autonomia das agências reguladoras”. Estas têm o papel de estimular investimentos, maximizar o bem estar social e prevenir a expropriação administrativa. O acesso a financiamentos e a existência de instrumentos para administrar riscos contribuem para a atração de investimentos em setores de infra-estrutura.

Smith e Wellenius (1999) ressaltam que um marco regulatório eficiente inclui o estabelecimento de uma agência com sólidas fundações previstas em lei, limitando as oportunidades de intervenções governamentais. A criação da agência deve acontecer anteriormente à privatização e a ela deve ser assegurada autonomia administrativa e financeira. Em países de limitada tradição de governança e profissionais bem capacitados, por outro lado, a agência deve focar em:

- (i) Reduzir a necessidade de se haver decisões pelas agências;
- (ii) Melhorar a credibilidade da regulação;
- (iii) Utilizar recursos de forma eficiente, através de terceirização de algumas tarefas relativas à regulação.

O primeiro item é conseguido através do estímulo à competição, da existência de regras muito bem definidas *ex-ante*, da manutenção de razoáveis obrigações regulatórias, do rebalanceamento de preços feito anteriormente e, por último, da redução da regulação à medida que a competição se desenvolva. A melhoria da credibilidade do órgão regulador pode ser obtida com a existência de processos transparentes, a elaboração de compromissos internacionais e, principalmente, através da confiança e apoio da opinião pública ao órgão regulador.

Pires e Goldstein (2001) definem que a função das agências reguladoras é “melhorar a governança regulatória, sinalizando, o compromisso dos legisladores de não interferir no processo regulatório e tranquilizando os investidores potenciais e efetivos quanto ao risco, por parte do poder concedente, de não cumprimento dos contratos administrativos, além de reduzir o risco relacionado à regulação e os ágios sobre o mercado financeiro”. O tema “risco relacionado à regulação” será discutido mais detalhadamente a seguir.

Por fim, um outro grande desafio merece destaque, decorrente da existência de um *trade off* entre risco relacionado à regulação e a manutenção da flexibilidade necessária para se buscar eficiência. Segundo Pires e Goldstein (2001), o estabelecimento de regras de governança “não elimina a necessidade de delegação de discricionariedade técnica às agências para poderem reagir às constantes mudanças tecnológicas e das circunstâncias de demanda.” Salgado (2005) acrescenta que o quadro regulador é evolutivo devido à ideologia e em função da tecnologia. E no setor de telecomunicações, pelo dinamismo tecnológico que lhe é peculiar, tal característica é reforçada. A fragilidade do arcabouço institucional e a tradição de ruptura contratual tornam este desafio ainda mais latente nos países em desenvolvimento.

3.5. A Questão do Risco Relacionado à Regulação

Sanyal e Bulan (2005) definem como risco ligado à regulação, incertezas referentes à estrutura de mercado e ao formato das novas instituições.

O desenho do arcabouço regulador deve incluir mecanismos que reduzam a possibilidade de discricionariedade do órgão regulador, reduzindo a vulnerabilidade das empresas reguladas à expropriação administrativa, e, portanto, aumentando o interesse de investimento por parte dos investidores privados. Levy e Spiller (1993) citam três mecanismos já utilizados por alguns dos países que já passaram por experiências reguladoras para restringir a arbitrariedade administrativa:

- (i) Fortes restrições contra qualquer discricionariedade do regulador, explícitas no desenho do arcabouço da regulamentação;
- (ii) Restrições a mudanças no sistema de regulamentação;
- (iii) Instituições que assegurem tais restrições.

Levy e Spiller (1993) seguem, ressaltando que para que os investidores privados invistam, é necessário que eles se sintam confiantes que o regime regulatório não será alterado arbitrariamente no futuro, bem como mecanismos confiáveis para resolução de conflitos.

Segundo Williamson (1996) *apud* Kubota (2005), “credibilidade é vital para suportar investimentos de ativos específicos; o regime regulador e o contexto

político, conjuntamente, determinam a credibilidade (ou sua falta); e os mecanismos da burocracia podem operar a serviço da estabilidade e da credibilidade.” A morosidade e a politização das decisões judiciais são elementos que aumentam o risco dos projetos privados em infra-estrutura (Pinheiro, 2003).

Outro fator que contribui para o aumento do risco relativo à regulação é a instabilidade do ambiente econômico, na medida em que trazem fortes implicações sobre a dinâmica dos setores de infra-estrutura. Possas, Ponde e Fagundes (1997) ressaltam que se por um lado, eventos futuros podem alterar condições de oferta e demanda, por outro, a adaptação das condutas dos agentes aos novos fatos econômicos podem resultar em um processo de negociação e barganha entre os agentes. Em suma, a presença da incerteza impõe a necessidade de se implementarem adaptações contínuas e seqüenciais nas relações contratuais. A instabilidade do ambiente econômico impõe uma exigência adicional ao arcabouço da regulamentação na medida em que “sua eficiência dependerá menos do cumprimento rotineiro de regras pré-estabelecidas e mais de uma capacidade de reagir com flexibilidade e rapidez a mudanças imprevistas” (Possas, Ponde e Fagundes, 1997).

Por outro lado, a percepção de que exista o risco de captura dos agentes reguladores, ou seja, a possibilidade de que estes agentes possam estar agindo com base em interesses específicos, aumenta sobremaneira o risco relativo à regulamentação. Para lidar com este tipo de risco é fundamental que as agências reguladoras sejam independentes e autônomas. Segundo Stern e Trillas (2002) o principal objetivo de uma agência reguladora independente deve ser o de reduzir o custo de investimento em infra-estrutura, protegendo os interesses legítimos dos acionistas e consumidores. A simples proteção destes interesses *per se* é capaz de reduzir o prêmio de risco de investimento e o custo de capital, diminuindo o custo do investimento e, portanto, os preços aos consumidores.

Pires e Piccinini (1999) citam algumas condições que facilitam a independência das agências:

- (i) Existência de autonomia financeira, possível através da existência de receitas próprias, vindas tanto da outorga das concessões quanto da cobrança de taxas pela fiscalização das atividades das empresas reguladas;

- (ii) Estabilidade da diretoria (ausência do risco de demissão), garantindo-os independência decisória;
- (iii) Especialização do quadro técnico da agência, reduzindo ao máximo a possibilidade de assimetrias de informação;
- (iv) Transparência das decisões, garantindo legitimidade social à agência. Tal transparência é garantida através da existência de canais de comunicação com os consumidores e órgãos de representação, bem como da elaboração de consultas públicas, realização de audiências prévias e publicação de documentos preliminares às principais tomadas de decisão;
- (v) Estabilidade de suas funções e atribuições, que devem ser bem definidas por mecanismos estatutários e regras estabelecidas pelo Congresso.

É importante assegurar que considerações relativas a políticas de curto-prazo não comprometam o ambiente de investimentos da indústria, cujo prazo de maturação ocorre no longo prazo. Tal fato é especialmente relevante em telecomunicações, face à elevada intensidade de capital requerido e à rápida taxa de crescimento do progresso tecnológico. (Stern e Trillas, 2002)

3.6. Principais Lições Aprendidas

Levy e Spiller (1993), em uma análise comparativa de estudos de caso de alguns dos países pioneiros na introdução de experiências de regulação introduzem algumas lições aprendidas.

Em primeiro lugar, é necessário que o desenho básico do sistema regulador de um país seja construído de acordo com o formato de seu ambiente institucional. Caso contrário, uma inadequação de modelos pode trazer a perda da confiança dos investidores privados, uma vez que aumentaria as chances de discricionariedade do órgão regulador. Neste sentido, a idéia de que a primeira e melhor solução para o desenho do arcabouço regulador é facilmente transferível entre países é errada. Em outras palavras, uma mesma solução para o desenho da regulamentação de um país pode não ser adequada a um outro país, em função de diferenças em suas instituições.

Em alguns casos, como nos Estados Unidos, por exemplo, o formato institucional permite maior flexibilidade uma vez que normas informais restringem o uso arbitrário do poder governamental – limites à expropriação administrativa são de fato estabelecidos pela formação de consenso e um processo de argumentação institucionalizado. Em outros casos, no entanto, há a necessidade de uma grande precisão no estabelecimento de restrições relativas à regulamentação, principalmente em países onde a administração do órgão regulador sofre grandes influências políticas. Nesta linha de pensamento, o formato institucional de um país afeta as expectativas dos investidores em relação aos retornos que lhe serão permitidos aos seus investimentos.

Outra lição citada por Levy e Spiller (1993) é a de que, mais importante do que a existência de agências reguladoras independentes, para a atração de investimentos privados, a meta principal a ser perseguida deve ser a de assegurar um conjunto de regras eficientes e flexíveis, capazes de restringir ações administrativas arbitrárias. Naturalmente, a presença de órgãos reguladores profissionais e independentes contribui para se conquistar a tal confiança dos investidores. No entanto, aqueles países com a ausência de instituições que assegurem credibilidade às promessas regulatórias podem encontrar maneiras alternativas de assegurar retornos financeiros atrativos aos seus investidores.

Possas, Ponde e Fagundes (1997) ressaltam outras importantes lições, que devem ser levadas em consideração nas reflexões que fazemos sobre o tema regulação:

- (i) O caráter estático e centrado em preços tanto da experiência relativas à regulamentação quanto de sua base analítica em contraposição ao dinamismo tecnológico e complexidade de produtos e serviços oferecidos nos setores de infra-estrutura;

- (ii) A necessidade contínua de monitoração, maior flexibilidade e menor intervencionismo do órgão regulador em segmentos da infra-estrutura mais competitivos e tecnologicamente mais dinâmicos⁷.

Por fim, Possas, Ponde e Fagundes (1997) ressaltam o fato de que, se por um lado o instrumental regulador deve manter-se rígido o suficiente para minimizar as incertezas quanto às regras que poderiam afetar os retornos dos investimentos privados, por outro ele deve ser flexível o suficiente para minimizar ineficiências das empresas reguladas em função de posturas acomodadas, tendo o cuidado de evitar uma definição prematura e quem sabe irreversível de estruturas de mercado e escolhas tecnológicas.

3.7. Alterações na Regulamentação versus Risco Relacionado à Regulação

Alguns estudos foram realizados com o objetivo de medir os efeitos de mudanças relativas à regulação no risco para os investidores, utilizando não somente o método de estudo de eventos e não se limitando à indústria de telecomunicações, dos quais destacamos:

- (i) John J. Binger em seu trabalho *“Measuring the effects of regulation with stock price data”*, publicado no *“The Rand Journal of Economics”*, em 1985;
- (ii) Robin A. Prager em *“Using stock price data to measure the effects of regulation: the Interstate Commerce Act and the railroad industry”*, divulgado no mesmo jornal, em 1989;
- (iii) T. A. Robinson e Mark P. Taylor no artigo *“The effects of regulation and regulatory risk in the UK Electricity Distribution Industry”*, publicado em 1998 nos *“Annals of Public and Cooperative Economics”*; e,

⁷ Nos Estados Unidos houve recentemente um reposicionamento do FCC, através do incentivo à competição em infra-estrutura e redução da carga de regulamentação, com uma visão mais pragmática de custo-benefício para a sociedade. Tal fato mudou o ambiente competitivo e tecnológico da indústria, com consolidações resultando em incumbentes mais fortes e capazes de investir em inovação e tecnologia (ex: FTTH, *triple-play*, banda larga móvel, convergência, etc).

- (iv) Paul A. Grout e Anna Zalewska em “*Do regulatory changes affect market risk?*”, divulgado em 2003.

3.7.1.

Objetivos, Método e Conclusões de John J. Binger

O artigo de Binger busca examinar os efeitos da regulação quando as datas relativas às alterações na regulamentação não são conhecidas e os anúncios são feitos utilizando formas comuns como publicações em jornais. Para isso ele considera cerca de vinte mudanças anunciadas desde 1887.

Utiliza a metodologia de estudo de eventos proposta por Izan (1978), que introduz a utilização de variáveis *dummy*, metodologia detalhada no capítulo 5 desta dissertação, bem como uma variação daquele modelo, proposto pelo próprio Binger.

A partir da realização de procedimentos de teste utilizando dados diários e mensais, ele constata que os testes possuem pouca habilidade para detectar os efeitos da regulação, indicando que os anúncios formais relativos às mudanças na regulamentação são geralmente antecipados, pelo menos nos casos em que não está totalmente claro quando há mudança de expectativas. Em outras palavras, o estudo conclui que é extremamente difícil encontrar anúncios referentes a processos regulatórios que não são antecipados pelo mercado. A medição de tais efeitos requer, portanto, a disponibilidade de fontes não públicas como, por exemplo, lobistas ou outros com íntimos conhecimentos de uma dada mudança nas regras reguladoras.

O autor questiona a eficácia dos retornos das ações como fontes para a realização de estudos dos efeitos da regulação quando as datas relativas às mudanças de expectativas dos agentes não são conhecidas com precisão e as formas normais de anúncio são utilizadas.

3.7.2.

Objetivos, Método e Conclusões de Robin A. Prager

O artigo de Prager utiliza dados financeiros para medir os efeitos da passagem do Ato Interestadual de Comércio (“*Interstate Commerce Act*”) de 1887, bem como os desenvolvimentos legislativos e judiciais que o seguiram, em empresas da indústria ferroviária dos Estados Unidos.

A metodologia de estudo de eventos proposta por Izan (1978) também foi utilizada para medir o impacto das mudanças da regulamentação nos preços das ações (detalhada no capítulo 5 deste trabalho), utilizando dados mensais.

Ao contrário de Binger, os resultados indicam que o Ato de 1887 teve um impacto positivo significativo nos preços das ações. Por outro lado, as decisões do Congresso em 1980, responsável pela imposição de severas restrições nos poderes da Comissão Interestadual de Comércio, impactou negativamente os preços das ações.

3.7.3.

Objetivos, Método e Conclusões de Robinson e Taylor

O objetivo deste estudo foi de examinar o impacto da regulação da indústria de energia elétrica do Reino Unido na expectativa dos investidores nas ações das empresas regionais de eletricidade (RECs), empresas sujeitas a um regime de regulamentação supervisionado pelo OFFER (Office of Electricity Regulation), que por sua vez é chefiado pelo órgão regulador do setor no país.

A metodologia utilizada também foi a de estudo de eventos utilizando as variáveis *dummy*, onde os autores buscaram comparar os retornos daquelas empresas com os movimentos de mercado utilizando retornos diários. Os dados foram coletados a partir de consultas a publicações do OFFER.

Os resultados do estudo confirmam que há evidências que indicam que as atividades do órgão regulador da indústria de eletricidade no Reino Unido afetaram as expectativas dos investidores no período pós privatização.

3.7.4. Objetivos, Método e Conclusões de Grout e Zalewska

O estudo de Grout e Zalewska buscou aprofundar o entendimento dos impactos das mudanças da regulamentação no risco de mercado das empresas, partindo da observação de que não há literatura que dê evidências claras do fato de que o risco de mercado responde a mudanças esperadas na regulamentação. Segundo os autores, tal fato ocorre em função de que a despeito da existência de um claro impacto em risco de qualquer alteração na regulamentação, há grande dificuldade de casos que consigam isolar o efeito de tal risco, ao longo da investigação.

Utilizou uma amostra de 15 empresas privatizadas no Reino Unido pertencentes aos setores de telecomunicações, eletricidade, água e companhias aéreas, bem como uma amostra “controle” de 18 empresas. O período de análise foi de 1993 a 2000.

Ao contrário dos trabalhos anteriores, os autores não utilizaram a metodologia de estudo de eventos, mas buscaram comparar a evolução dos betas de carteiras compostas por empresas reguladas e não reguladas, a partir do Modelo de Mercado de um fator (CAPM) e o modelo Fama-French de três fatores (FF 3F), utilizando retornos diários das ações.

No final da década de 90, o governo do Reino Unido propôs uma mudança na regulação dos preços das empresas reguladas de *price cap* para um sistema de divisão de lucros (*profit-sharing*) entre empresas e os consumidores, plano abandonado depois de um período de 25 meses. Teoricamente as implicações para as empresas reguladas seriam de aumento do risco durante a mudança e de redução do risco das empresas afetadas, passado este período de 25 meses. Tal fato foi confirmado pela análise realizada pelos autores. O efeito de ampliação do risco está claramente presente na carteira composta por empresas reguladas, bem como quando se analisa individualmente cada uma das empresas.

Suas conclusões indicam, portanto, que os dados foram eficientes em prover evidências de que o mercado de ações responde a alterações previstas na regulação.

3.7.5. No Brasil: O Estudo de Kubota (2005)

No Brasil, Luis Cláudio Kubota realizou um estudo em janeiro de 2005 intitulado “Risco Regulatório em Telecomunicações: Análise da Polêmica sobre o Reajuste de Tarifas pelo IGP-DI”, exatamente o evento foco da análise desta dissertação.

Dentre outros objetivos, o autor buscou “investigar os diversos ângulos da disputa que se deu em torno da legalidade do reajuste de tarifas telefônicas pelo IGP-DI”. Segundo ele, este episódio seria “emblemático para avaliar a maturidade do sistema regulatório do setor”.

Análise desenvolvida por Kutbota (2005) não levou em consideração nenhum procedimento estatístico, no entanto apresentou fatos interessantes, descritos a seguir:

- (i) De um lado, indicou variações pouco significativas para os valores do EBMI⁺ Brazil⁸ na análise dos dias imediatamente anteriores e posteriores ao posicionamento de setores do governo contra o reajuste utilizando o IGP-DI, bem como quando houve o posicionamento favorável do STJ garantindo o reajuste pelo índice previsto⁹. Ressalta, no entanto, que este indicador pode ser pouco sensível a eventos relacionados ao risco decorrentes da regulamentação.
- (ii) Por outro lado, apresentou um estudo elaborado pela Stern Stuart Research¹⁰, que mostra o desempenho de um índice teórico composto pelas ações preferenciais e ordinárias da Brasil Telecom (Operacional e Participações), Telemar Norte Leste e Tele Norte Leste Participações, Telesp Participações e Telefônica Brasil Data Holding ponderado pelo valor de mercado de cada uma delas, deflacionado pelo Índice Bovespa.

O estudo a que se refere o item (ii) anterior analisou o período de dois anos, de abril de 2002 a maio de 2004, período que definiu como sendo representativo do início das incertezas relativas ao cumprimento das regras estabelecidas no contrato de concessão das empresas de telefonia fixa do país.

Os resultados mostram que ao longo dos dois anos da análise há a presença de dois períodos diametralmente opostos, separados pelo início do questionamento do cumprimento das regras dos contratos de concessão:

⁸ *EMBI⁺ Brazil: Emerging Markets Bond Index Plus Brazil*, índice elaborado pelo J.P. Morgan que monitora os retornos de instrumentos de dívida externa do Brasil, dando uma idéia do prêmio de risco soberano.

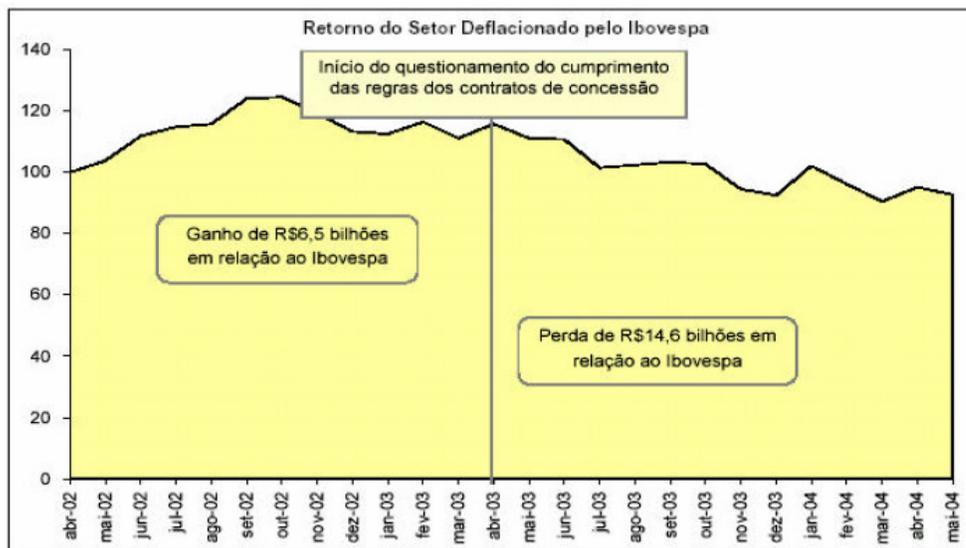
⁹ No capítulo 6, quando será apresentado o a análise do evento objeto do estudo desta dissertação estaremos detalhando o evento da polêmica dos reajustes de 2003, sua cronologia, os principais impactos, expectativas da época, etc.

¹⁰ Stern Stuart & Co Value Advisors é uma empresa de consultoria reconhecida internacionalmente, com escritórios nos EUA, Austrália, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Dinamarca, França, Alemanha, Itália, México, Noruega, África do Sul, Turquia e Reino Unido. Sua principal contribuição é a introdução do conceito de EVA (*Economic Value Added*), que ressalta que uma companhia só passa a realmente ter lucro a partir do momento em que ela consegue remunerar todos os custos, inclusive seu custo de capital. Somente a partir daí existe valor adicionado.

- (i) Abril de 2002 a abril de 2003: ganho de R\$6,5 bilhões em relação ao Ibovespa;
- (ii) Abril de 2003 a Maio de 2004: perda de R\$14,6 bilhões em relação ao Ibovespa.

Os resultados da análise da Stern & Stuart podem ser visualizados na figura a seguir:

Figura 1 Retorno das Ações do Setor de Telefonia Fixa Deflacionadas pelo Ibovespa



Fonte: Kubota (2005), "Risco regulatório em Telecomunicações: Análise da Polêmica sobre o Reajuste das Tarifas pelo IGP-DI".