

7 Conclusões

A revisão do modelo de atuação do Estado no setor de telecomunicações brasileiro e a forma como foi implementada pôde ser considerado um caso de sucesso, evidenciado pelos mais de R\$ 100 bilhões investidos, ampliação da oferta de produtos e serviços, melhoria da qualidade do serviço e pela projeção do país no cenário das telecomunicações mundial. O sucesso da reforma do setor pode ser atribuído a um conjunto de fatores já ressaltados, dentre as quais a estabilidade de regras, o que é necessário para garantir a confiança do investidor uma vez que trata-se de um setor intensivo em capital e cujos retornos só são obtidos no longo prazo.

Desde o início do governo atual, os constantes desentendimentos entre o Ministério das Comunicações e a ANATEL trouxeram um ambiente de instabilidade para o setor. A partir de fevereiro de 2003 iniciou-se por parte do Executivo uma forte discussão sobre os contratos, críticas à atuação da agência reguladora em geral e, em particular, aos aumentos das tarifas de telefonia. Naquele ano estes reajustes seriam especialmente elevados devido à influência sobre os IGPs da desvalorização cambial ocorrida no ano anterior em função do aumento da percepção de risco político face as eleições presidenciais com a troca de comando na Presidência da República. Nesta época o governo cogitou a substituição do IGP-DI como indexador das tarifas de telefonia fixa.

O objetivo desta dissertação era, a partir da disputa travada entre Executivo, ANATEL e empresas fixas na definição dos índices de reajuste de telefonia fixa no ano de 2003, verificar se este episódio trouxe reflexos nos retornos das ações mais líquidas destas empresas na Bolsa de Valores de São Paulo. A metodologia de estudo de eventos foi escolhida para a condução deste estudo, método amplamente utilizado em Finanças em função de sua forte aplicabilidade geral. Além da metodologia tradicional, foram realizados os cálculos utilizando retornos em excesso em módulo, por entender que o interesse era observar retornos em excesso elevados, independente do fato de tratar-se de valorizações ou desvalorizações. Por tratar-se de um evento relacionado à regulação também foi aplicada a metodologia proposta por Izan (1978). Isto porque em eventos deste tipo surge uma dificuldade adicional tanto

em função da definição do exato momento da mudança de expectativa dos investidores quanto devido à ocorrência de mais de um anúncio. Tal metodologia tem como objetivo parametrizar o efeito do evento, modelando os retornos anormais como coeficientes do modelo de regressão através da introdução de variáveis *dummy*. O efeito da mudança regulatória é dado pela soma dos efeitos destas variáveis.

As principais conclusões deste estudo apontam para poucas ocorrências de retornos significativos em excesso em todos os métodos ou índices utilizados. O conturbado período da janela de estimação certamente contribuiu para a existência de um viés para cima do desvio padrão das ações.

O método dos retornos ajustados à média foi o que menos capturou variações significativas dos retornos anormais, no entanto, a maioria através de uma desvalorização significativa. Foram observados retornos acumulados negativos ao longo de praticamente todo o período da janela de evento, o que pode indicar que ainda que as desvalorizações diárias não sejam suficientes para caracterizá-las como significativas, os investidores destas ações podem ter sido impactados negativamente pelo início das notícias referentes a possíveis alterações na sistemática do cálculo do preço de reajuste de telecomunicações.

Quanto ao método dos retornos ajustados ao mercado, os resultados sugerem que não se pode afirmar com certeza que as ações do setor tenham sofrido impactos negativos a partir do evento em questão. Observou-se maior equilíbrio quanto a desvalorizações e valorizações significativas, tendo as últimas se sobressaído no período pós-evento. Foi observada grande coerência nos resultados utilizando os diferentes índices de mercado (Ibovespa, IBrX ou MSCI Tel).

O modelo de mercado sugere uma reversão de expectativas ainda que momentânea dos investidores, de que as empresas e a ANATEL poderiam estar saindo vitoriosas na disputa com o Executivo. Tal fato é suportado pelos retornos acumulados predominantemente negativos antes da data zero (acúmulo de desvalorizações até a data zero), revertidos após esta data pelo grande número de valorizações significativas observadas.

Os efeitos nas ações em separado mostram que em alguns casos como em Telemar ou em Embratel, por exemplo, o risco relativo à regulação pode não ser algo relevante para a decisão de investimento. A primeira por tratar-se da empresa de maior peso na Bolsa de Valores de São Paulo da época, o que significa que estar investido em renda variável no Brasil tinha que necessariamente passar pela posse desta ação em carteira. Quanto à Embratel,

tratava-se de ações extremamente arriscadas na época devido à elevada dívida exposta ao câmbio e ao acirramento da competição observado no negócio de Longa Distância. Assim, os investidores típicos desta ação já seriam de amantes do risco e a intensificação do risco regulatório pode não ter sido algo relevante para eles. Aliado a isto, os preços praticados no negócio de Longa Distância já eram inferiores aos tetos de reajuste em função do ambiente competitivo.

Quanto à Telesp, por outro lado, uma vez que suas ações eram as mais seguras do setor na época devido ao negócio estável, à forte geração de caixa, às poucas necessidades de investimento e ao melhor *dividend yield* do setor, os investidores deveriam ser mais sensíveis a qualquer nova modalidade de risco, por exemplo o incremento do risco regulatório. Assim, observou-se um maior número de observações com retornos significativos.

A análise dos retornos em excesso em módulo não foi capaz de agregar resultados mais eficientes à análise tradicional. Perdeu-se eficiência em detectar retornos anormais em excesso em função de um menor número de ocorrências de retornos significativos em excesso em todas as ações e índices. Apesar da redução do número de ocorrências, não houve o surgimento de novas datas de observação, o que mostra forte alinhamento com a metodologia tradicional.

Finalmente, a análise proposta por Izan (1978) utilizando as variáveis *dummy* também mostrou que os anúncios foram pouco úteis como variáveis preditivas dos retornos das ações. Tal fato pode ser uma indicação de que os efeitos das alterações regulatórias potenciais podem ter sido antecipadas pelo mercado ou, assim como Binder (1985) o fez, pode nos levar a questionar a eficácia dos retornos das ações como fontes deste tipo de análise quando as datas da mudança das expectativas dos investidores não são conhecidas com precisão.

Fazendo um paralelo entre o estudo da presente dissertação e a publicação de Kubota, que apresentou análise elaborada pela Stern & Stuart indicando perda de R\$14,6 bilhões em relação ao Ibovespa desde o início do questionamento do cumprimento das regras dos contratos de concessão, acreditamos que embora individualmente as observações diárias não sejam suficientes para serem classificadas como significativas do ponto de vista estatístico, as perdas acumuladas em valores absolutos quando comparado ao Ibovespa o são.

7.1.

Sugestões para Pesquisas Futuras

No decorrer do processo de análise da presente dissertação ficou evidenciado o quão fértil pode ser a investigação a respeito do tema regulação e seus impactos nos retornos e riscos das ações de empresas reguladas. Deste modo, apontamos alguns temas e metodologias alternativas que poderiam ser objetos de pesquisas futuras, complementando a análise do estudo aqui apresentado.

Ainda dentro da perspectiva do comportamento dos retornos das ações, uma primeira sugestão seria a de repetir a análise utilizando retornos mensais, considerando um horizonte de tempo mais extenso para a janela de estimação. Outra proposta seria a de investigar se de alguma forma houve reflexo nos retornos das ações ordinárias destas empresas ou nas ações das empresas de telefonia celular.

Após o episódio polêmico estudado nesta dissertação referente ao índice de reajuste de 2003, muitas outras batalhas foram travadas entre o Executivo e a agência reguladora, como, por exemplo, a revisão dos contratos de concessão, o questionamento da assinatura básica, a introdução de novas obrigações de universalização para as operadoras fixas, dentre outros. Pode-se dizer que o governo Lula no período de 2003 a 2006 foi marcado por uma completa falta de sintonia entre Ministério das Comunicações e Anatel. E como resultado, o primeiro foi incapaz de definir políticas de longo prazo para o setor de telecomunicações brasileiro e o segundo foi impedido de exercer seu papel fiscalizador de maneira eficaz. Assim sendo, como proposta para pesquisa futura, seria interessante analisar como foi o reflexo para os investidores em ações das empresas de telecomunicações da seqüência de eventos adversos listados anteriormente à luz da Hipótese dos Mercados Adaptáveis, proposta por Andrew Lo (2004).

Por último, na linha do estudo apresentado por Grout e Zalewska (2003), estudos futuros poderiam alterar a perspectiva da análise do impacto nos retornos dos investidores para análise do comportamento do risco de mercado das empresas de telecomunicações, medido pela evolução dos betas de suas ações em comparação com betas de empresas reguladas em outros setores ou até mesmo de empresas não reguladas.