



**3º LUGAR - REGULAÇÃO ECONÔMICA**  
**AUTOR: LEONARDO EULER DE MORAIS**  
**BRASÍLIA – DF**

**RISCO REGULATÓRIO SOB A ÓTICA DA NOVA ECONOMIA  
INSTITUCIONAL: UMA ABORDAGEM PARA O SETOR DE  
TELECOMUNICAÇÕES BRASILEIRO**

## RESUMO

Esse estudo tem o objetivo de analisar o risco regulatório no mercado de telecomunicações brasileiro, uma vez que é reconhecida a importância deste setor no que diz respeito aos investimentos diretos realizados no país, possuindo papel central no contexto de convergência tecnológica da chamada Nova Economia. Para esse propósito, a dissertação destaca a importância de considerar a análise das instituições nesta discussão.

Assim, além da abordagem econômica e financeira, o risco regulatório é discutido, também, por meio das contribuições das ciências política e do direito, destacando a associação deste fenômeno com a falta de credibilidade e arbitrariedade do processo decisório da regulação.

Após isso, é proposto um modelo econômico de teoria de jogos para entender os conflitos contratuais entre operadoras e o governo, o qual se depara com um dilema entre lograr dividendos políticos ou incorrer em custos de credibilidade, durante o processo de revisão tarifária. Por último, o estudo utiliza o modelo mencionado para investigar diversos aspectos da disputa legal em relação à validade do reajuste das tarifas de chamada de telefonia fixa que sucedeu durante o exercício de 2003/2004.

As contribuições deste trabalho ressaltam a importância da constatação de um ambiente de estabilidade institucional para que os marcos regulatórios não sejam diretamente responsivos às percepções do governo de plantão. Em suma, quanto menor o risco regulatório, menor a taxa de retorno exigida pelas empresas para atuar no setor, favorecendo, então, o potencial de incremento do excedente do consumidor.

Para isso, é vital fortalecer as agências reguladoras, tornando-as menos vulneráveis às interferências políticas.

Palavras-Chave: regulação; risco regulatório; custo de credibilidade

# ÍNDICE

➤ <b>Introdução</b> .....	<b>01</b>
➤ <b>Capítulo I</b> – Marco Teórico.....	<b>05</b>
➤ <b>Capítulo II</b> – O Risco Regulatório sob diferentes óticas de análise.....	<b>14</b>
➤ <b>II.1</b> – A importância do Arcabouço Político.....	<b>14</b>
➤ <b>II.2</b> – A importância do Arcabouço Jurídico.....	<b>17</b>
➤ <b>II.3</b> – O debate Econômico-Financeiro.....	<b>22</b>
➤ <b>Capítulo III</b> – Conflitos Contratuais entre o Poder Concedente e a Concessionária: Um Modelo Econômico.....	<b>37</b>
➤ <b>Capítulo IV</b> – Concessão da Prestação de Serviços Públicos de Telecomunicações – Aspectos Regulatórios.....	<b>48</b>
➤ <b>IV.1</b> – A Polêmica acerca do Reajuste Anual das Tarifas Telefônicas – Exercício 2003.....	<b>48</b>
➤ <b>IV.1.1</b> – Suporte Fático.....	<b>48</b>
➤ <b>IV.1.2</b> – Decisões do Poder Decisório.....	<b>53</b>
➤ <b>IV.1.3</b> – Conclusões sobre o embate do reajuste tarifário.....	<b>66</b>
➤ <b>Conclusão</b> .....	<b>71</b>
➤ <b>Bibliografia</b>	

## Introdução

A concessão de prestação de serviços públicos por particulares, bem como a outorga de autorização ou permissão de uso de um bem econômico administrado pelo poder público, constituem práticas adotadas recorrentemente por países com características distintas, de modo que tal movimento é percebido tanto por “economias emergentes” quanto por “economias maduras”.

O referido contexto está associado à duração significativa das distintas modalidades de outorga (concessão, autorização e permissão) estabelecidas pelo Estado, ressaltando os riscos que permeiam o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos firmados. Esses riscos podem abranger aspectos não apenas estritamente econômicos, mas, também, técnicos, jurídicos e políticos, dentre outros. Assim, tendo a regulação função específica na execução dos contratos de concessão, o risco regulatório deve ser destacado na nova concepção de atuação do Estado que, como exposto, toma corpo organizacional e administrativo.

Portanto, uma vez que a regulação é passível de alteração ao longo de, por exemplo, um contrato de concessão, percebe-se certa insegurança dos investidores decorrente da possibilidade de tomada de ações de modo não apenas discricionário, mas arbitrário, que denote falta de credibilidade e suscetibilidade do regulador à ingerência política ilegítima nas decisões regulatórias<sup>1</sup>. É este o foco maior de interesse do presente estudo.

---

<sup>1</sup> Mattos e Mueller (2006) caracterizam a ação oportunística *ex-post* sobre o ‘contrato regulatório’ como um tipo de ‘expropriação regulatória’. Para ilustrar tal entendimento citam uma “alteração na política tarifária, aumento substancial nos requisitos de universalização, requerimentos de interconexão e ‘*unbundling*’ a preços de acesso e aluguel muito baixos, entre outros, os quais não permitiriam a recuperação apropriada dos investimentos”.

Deve-se assumir que a questão do risco regulatório é, antes de tudo, um assunto delicado. Isso porque diferentemente de outras questões como a provisão de incentivos e o apreçamento de serviços, seus efeitos não estão bem estabelecidos na teoria da regulação, dificultando sua incorporação no cômputo do custo de capital das operadoras.

Diante das ponderações acima realizadas o trabalho aborda a questão do risco regulatório no contexto do setor de telecomunicações brasileiro a partir da mudança governamental verificada em 2002, destacando, além do debate econômico-financeiro, a influência do arcabouço político e jurídico sobre este tema. É importante ressaltar que o estudo não tem como propósito criar uma medida ou forma de cálculo do risco regulatório, mas apenas discorrer sobre seus determinantes, impactos qualitativos de natureza econômica-financeira e, por fim, identificá-lo em conjunturas em que se percebeu questionada a capacidade ou credibilidade do ente regulador pela superveniência de intervenções arbitrárias no processo decisório.

Nesse ponto, é pertinente elucidar ao leitor a motivação do enfoque do debate ao setor de telecomunicações, não obstante vários dos aspectos discutidos serem aplicáveis a outros serviços de infra-estrutura regulados.

No âmbito do estudo das fontes e causas do crescimento econômico está o impacto dos investimentos em infra-estrutura sobre a atividade econômica, que é um tema recorrente em economia. Em particular, a importância do papel das telecomunicações para o desempenho do comércio é amplamente atestada por

diversos estudos sobre o tema<sup>2</sup>. Tal concepção ganha contornos ainda mais evidentes ao se observar que a dinâmica atual dos negócios exige, cada vez mais, acesso pleno à crescente “economia da informação”, constatando-se uma mudança do peso relativo das atividades econômicas em favor de uma espécie de indústria intensiva em informação. Nesse cenário, a eficiência dos serviços de telecomunicações torna-se fator de competitividade tanto para essa indústria altamente consumidora de informação como, conseqüentemente, para os próprios mercados em que ela se insere.

Nessa perspectiva, além desta introdução, cujo objetivo é revelar a motivação e conseqüente propósito do estudo, o trabalho em foco desenvolve-se por meio de quatro capítulos. O capítulo primeiro pretende abordar o arcabouço teórico, descrevendo alguns estudos que sustentam a importância da análise das instituições para abordagem do tema em tela. Para convalidar esse propósito o presente estudo se valerá da Nova Economia Institucional como marco teórico principal, incorporando, também, elementos do debate econômico da regulação e recortes teóricos da Análise Econômica do Direito.

A literatura econômica advoga a importância de um marco regulatório estável para a atração de investimentos em infra-estrutura. O estudo em questão não apenas corrobora tal argumento, mas visa a ressaltar o entendimento da relevância do ambiente institucional nesse debate. Nesse sentido, destaca que a estabilidade do marco regulatório institucional deve conjugar transformação, alinhada com o desenvolvimento tecnológico, com previsibilidade das diretrizes regulatórias, porém, desvinculada de um comportamento inercial do processo de regulação.

---

<sup>2</sup> Dentre vários trabalhos é pertinente mencionar Granger (1969) “Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods” e Waverman, Meschi e Fuss (2005) “The Impact of Telecoms on Economic Growth in Developing Countries”.

Após abordar o arcabouço teórico preconizado, o capítulo seguinte se propõe a debater o tema risco regulatório à luz desta revisão teórica. Assim, o debate realizado no Capítulo II permite verificar a importância não apenas do aspecto econômico-financeiro sobre o assunto em tela, mas, também, do arcabouço político e jurídico no tratamento da questão do risco de natureza regulatória.

O Capítulo III sugere uma maneira de retratar os conflitos contratuais entre o Poder Concedente e uma Concessionária que emergem durante o processo de revisão tarifária, valendo-se de aplicações da Análise Econômica do Direito. Desse modo, é proposto um jogo que estude tal relação baseado em um modelo econômico de modificação contratual proposto por Miceli (1997).

Já no Capítulo IV, o trabalho relata a polêmica acerca do reajuste anual das tarifas telefônicas no exercício de 2003, de modo a evidenciar a pertinência da discussão anterior para o exame do marco regulatório brasileiro. Tal episódio questionou a proposta de nova organização institucional deste setor e, conseqüentemente, a estabilidade do marco regulatório vigente.

É interessante notar as possíveis contribuições do modelo proposto no Capítulo III para a análise do evento relatado. Esse episódio teve grande repercussão perante diversos públicos: o Executivo e o Judiciário, órgãos de defesa do consumidor, as empresas de telecomunicações e o mercado financeiro; e é emblemático para avaliar a maturidade de sistema regulatório do setor. Na Seção IV.1.3 o estudo realiza algumas conclusões sobre o embate durante o reajuste tarifário e desenvolve um índice de ações das teles oriundas da cisão do Sistema Telebrás, negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) e ponderado pelo *Market Cap* das mesmas, com intuito de confrontar o desempenho deste frente ao Índice da Bolsa de Valores de São



Paulo (Ibovespa). Semelhantemente a um trabalho realizado pela empresa de consultoria *Stern Stewart Research*, é analisado o período de dois anos (um anterior e um posterior) a abril de 2003, momento em que foi confrontada a maturidade do sistema regulatório do setor de telecomunicações.

Durante a análise são destacadas algumas das observações realizadas nos capítulos anteriores de modo a elucidar como a relação sobre esta discussão aplica-se às circunstâncias regulatórias. Por fim, são sintetizadas as conclusões e contribuições do trabalho, relatando-se, ao final, a bibliografia consultada.

## **I) Marco Teórico**

A criação do termo ‘nova economia institucional’ foi creditada a Oliver Williamson. Contudo, a gênese desse campo de estudo é atribuída ao trabalho de Coase (1937) “*The nature of the firm*”. Tal artigo, em conjunto com as contribuições do mesmo autor em “*The problem of social cost*”, de 1960, revela, conforme o entendimento de diversos estudiosos<sup>3</sup>, a firma, além de fonte de produção de bens e serviços, como fonte de produção de contratos (a ‘firma contratual’).

Entretanto, adverte Coase (1992), seria um engano acreditar que a consequência mais relevante, para a ciência econômica, da publicação do artigo “*The nature of the firm*” fosse corroborar a importância do estudo da firma na economia moderna. Conforme o Prêmio Nobel de Economia de 1991, tal resultado seria inevitável. Na visão do autor a mais importante contribuição do artigo retromencionado foi a introdução explícita dos custos de transação na análise econômica. No âmbito

---

<sup>3</sup> Zylbersztajn, Décio. ‘Direito e Economia’. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

desse debate está o entendimento de que quando é custoso transacionar, isto é, quando as relações contratuais apresentam fricções, as instituições importam. Isso porque as instituições criam e delimitam o ambiente onde ocorrerá a transação e onde as organizações irão atuar (North, 1994). De outro modo, a incorporação do ambiente institucional na análise econômica ganha importância quando os custos de transação não podem ser negligenciados.

A teoria econômica dominante, ainda que seja matematicamente formalizada e elegantemente modelada, trata as relações econômicas de forma estática. Com isso, apesar de estender seus esforços considerando as inovações tecnológicas e as externalidades positivas advindas do aprimoramento do capital humano para abordar o crescimento econômico, a teoria neoclássica não incorporou o papel das instituições como provedoras de incentivos estruturais que são determinantes ao desenvolvimento (North, 1994).

Nesse sentido, o estudo do aprimoramento das instituições visa o melhor entendimento do desempenho econômico no tempo. Para isso, o arcabouço analítico preserva, tal como a teoria neoclássica, o entendimento da escassez como o problema fundamental da economia e a importância da competição nesse contexto. Contudo, difere do enfoque da estática comparativa, que é corroborado pela hipótese de racionalidade dos agentes, ao contemplar a relevância da dimensão temporal na consolidação das instituições. Ou seja, o ritmo das mudanças econômicas e sociais é o parâmetro principal para compreensão do formato das instituições, percebidas como os moldes humanamente construídos que estruturam a interação social. Dessa forma, a dotação institucional comporta tanto moldes formais (poderes legislativo, executivo e

judiciário....) como moldes informais (tradição, normas tácitas, convenções sociais, códigos de conduta...) e as características de consolidação de tais moldes.

O estudo das instituições é fulcrado na idéia de que a dotação institucional conforma os incentivos econômicos. Isso porque tanto os mecanismos de governança como os incentivos são variáveis de escolha dos tomadores de decisão. Ora, as escolhas de incentivos estão sujeitas à restrição de governança. Contudo, a escolha da governança está sujeita à dotação institucional do país.

Os custos de transação, ignorados nos resultados de mercados eficientes, representam outra razão para o aperfeiçoamento do arranjo institucional. Ademais, as instituições, ainda que muitas vezes ineficientes, não são desenhadas apenas para buscar processos mais dinâmicos e eficientes de transação, mas para orientar um padrão de comportamento que reconheça nelas meios para aperfeiçoar as relações econômicas e políticas.

North (1994) ainda postula que o processo decisório dos agentes econômicos e políticos é permeado por subjetividade e incerteza, revelando um contraponto a hipótese de racionalidade creditada pela teoria dominante. Por isso, o arcabouço analítico deve buscar compreender como se dá o aprendizado dos atores econômicos e políticos. Nesse contexto, percebe-se uma relação íntima entre os modelos que norteiam os pensamentos e as instituições. Isso porque tais modelos são representações internas que os sistemas cognatos humanos criam para interpretar o ambiente. As instituições, por sua vez, representam os mecanismos externos criados pelos indivíduos para estruturar e ordenar tal ambiente.

A história econômica não apenas corrobora tal relação como aponta que o desenvolvimento de uma matriz institucional mais complexa foi necessário para

capturar os ganhos de produtividade advindos da especialização e da divisão do trabalho. Em outros termos, o aperfeiçoamento do arcabouço institucional foi fundamental para a transmissão do estoque de conhecimento no tempo e para gerações dos incentivos determinantes do desempenho econômico.

Desse modo, a criação das instituições objetiva favorecer a realização de transações complexas e impessoais. Isso requer que as instituições econômicas sejam convalidadas por instituições políticas apropriadas. Essa inter-relação institucional é importante para explicar a influência do passado sobre o presente e o futuro (*path dependence*) ao constatar certa regularidade da performance das diferentes economias. Nesse contexto, o estudo da economia institucional se depara com o desafio de incorporar os paradigmas tecnológicos em sua análise ao analisar as mudanças econômicas.

Em suma, os argumentos preconizados pela Nova Economia Institucional se propõem a entender a relação entre os determinantes das instituições que compreendem fatores como história, geografia, religião, recursos naturais, etc. e a performance econômica compreendida como o acúmulo de capital e crescimento<sup>4</sup>. Tais determinantes são os pilares da dotação institucional, discutida anteriormente, que é tratada de forma exógena pela análise. A partir da dotação institucional os mecanismos de governança são estruturados que, por sua vez, definem os incentivos econômicos que irão alterar a performance econômica. Vale ressaltar que ambos os mecanismos e incentivos são variáveis de escolha dos formuladores de políticas públicas.

---

<sup>4</sup> Conforme Alston, Lee J., o princípio e o fim da nova economia institucional são as instituições e a performance econômica. As instituições determinam a performance econômica e a performance econômica determina as instituições.

Ao discutir como as instituições políticas e sociais de um país interagem com o processo regulatório, Levy e Spiller (1993) propõem analisar o problema da regulação de serviços de utilidade pública por meio das lentes da Nova Economia Institucional, cuja visão da regulação passa pelo tratamento de um problema contratual. Com isso, visam a proporcionar conclusões sobre o desempenho do processo de privatização das telecomunicações em diferentes países. Contemplando o estudo pela análise da estrutura regulatória e dinâmica da indústria de telecomunicações de cinco países<sup>5</sup>, os autores advogam que a capacidade das instituições regulatórias de demonstrar comprometimento contra expropriações administrativas é fundamental para o desempenho dos setores de infra-estrutura operados pela iniciativa privada. Assim, argumenta-se que a credibilidade e a eficiência do arcabouço regulatório e, portanto, sua habilidade para estimular o investimento privado e favorecer a eficiência produtiva e alocativa dos serviços varia conforme as instituições políticas e sociais de um país<sup>6</sup>.

Levy e Spiller apontam que o debate sobre a regulação dos serviços de utilidade pública é cercado pelas seguintes características: i) economias de escala e escopo, implicando em um número pequeno de ofertantes; ii) especificidade de ativos, tornando pertinente a disponibilidade do serviço quando os custos operacionais são contornados, ainda que não seja possível recuperar os investimentos; e iii) uso extenso de usuários domésticos que favorece a existência de componente político no processo de reajuste tarifário destes serviços. Desse modo, analisadas por meio das lentes da

---

<sup>5</sup> São eles: Jamaica, Reino Unido, Chile, Argentina e Filipinas.

<sup>6</sup> Berg e Gutiérrez (2000) corroboram tal argumento ao estudar a relação entre os marcos regulatórios e investimentos no setor de telecomunicações na América Latina. Concluem que a robustez do marco regulatório representou uma condição importante para a modernização do setor. Já Andrés, Azumendi e Guash (2007) buscam relacionar governança regulatória com o desempenho do setor de distribuição de energia elétrica, também na América Latina, apontando que agências reguladoras dotadas de boa governança exercem impacto significativo sobre o referido setor.

Nova Economia Institucional essas características suscitam problemas contratuais que oneram a capacidade dos mecanismos usuais de mercado de proporcionar soluções ótimas<sup>7</sup>, uma vez que os serviços de utilidade pública estão particularmente sujeitos à expropriação administrativa, limitando, assim, o potencial de investimento.

No âmbito desse debate, os autores sugerem três mecanismos complementares para aprimorar o marco regulatório e, assim, melhorar o desempenho do setor. São eles: limitações substanciais sobre o arbítrio do regulador; limitações formais e informais à alteração do sistema regulatório; e instituições que convalidem tais limitações formais substantivas ou procedimentais. Esses princípios são relativamente gerais. Para que sejam efetivos, devem ser complementados por um conjunto de regras específicas que forneçam salvaguardas contra comportamentos oportunistas dos reguladores.

Vale dizer que além de influenciar a habilidade do sistema regulatório em restringir a ação administrativa, as instituições políticas e sociais também exercem um efeito independente no tipo de regulação a ser implementado e, portanto, sobre o equilíbrio entre o comprometimento com um sistema regulatório particular e a flexibilidade em resposta a uma mudança tecnológica, ou a outro choque. Assim, apontam que a credibilidade de um compromisso em relação a um determinado regime regulatório pode ser lograda mesmo em condições que pareçam problemáticas e que o investimento de longo-prazo não será factível caso tal compromisso não seja creditado pelo mercado.

Em consonância com tal argumento, um sistema que não permita extensa flexibilidade pode proporcionar incentivos adequados para o investimento caso esteja

---

<sup>7</sup> Em outros termos, geram, no âmbito de interesse do presente trabalho, risco regulatório.

em conformidade com a dotação institucional de um país. Contudo, sabe-se que desenhos regulatórios propostos para maximizar a eficiência de determinado setor (*price-caps*, mecanismos de incentivos, competição, tarifação pela taxa de retorno, *yardstick competition*) requerem, usualmente, certa discricionariedade do regulador. Por isso, torna-se relevante que o marco institucional de um país permita distinguir um comportamento arbitrário e oportunista do uso pertinente desta discricionariedade regulatória. Caso contrário, um sistema que proporcione considerável discricionariedade administrativa pode restringir um alto nível de investimento no setor regulado.

Desse modo, torna-se relevante explorar um arcabouço que incorpore tanto o desenho regulatório quanto a dotação institucional de um determinado país, analisando, de forma empírica, como este tem orientado as questões regulatórias. Conforme os autores, faz-se útil perceber este desenho regulatório por meio de dois componentes: a governança regulatória e os incentivos regulatórios. A estrutura de governança incorpora os mecanismos que a sociedade utiliza para restringir o escopo discricionário dos reguladores e para solucionar os conflitos que tais restrições possam suscitar. Já a estrutura de incentivos compreende as regras que ditam temas como a determinação do reajuste tarifário, os subsídios, competição e entrada de novos *players*, interconexão, dentre outros.

A estrutura dos incentivos regulatórios tem sido preocupação central da maioria dos trabalhos teóricos sobre regulação em detrimento do componente governança regulatória. Nesse sentido, uma importante conclusão do estudo de Levy e Spiller é que a ênfase em incentivos é inadequada. Isso porque não obstante os incentivos afetarem os resultados de desempenho, o pleno impacto dos mesmos dá-se apenas quando a

estrutura de governança regulatória for adequada<sup>8</sup>. Vale ressaltar que ambos os componentes acima descritos são variáveis de escolha dos formuladores de políticas pública. Escolhas sobre governança regulatória são restringidas pela dotação institucional específica da nação, a qual determina a forma e intensidade dos problemas regulatórios do país e a extensão de opções para equacioná-los. Escolhas sobre os incentivos regulatórios também são restringidas pela dotação institucional e pelas características de governança presentes no sistema regulatório.

No cerne desse debate, Levy e Spiller (1993), corroborando a compreensão de autores como North (1996), apontam que as escolhas dos formuladores de políticas estão sujeitas à dotação institucional de um país, composta pelos cinco elementos<sup>9</sup> abaixo destacados.

- As instituições legislativas e executivas: os mecanismos formais para constituir legisladores e tomadores de decisão, para elaborar e implementar (mecanismos de *enforcement*) leis e regulamentações e para determinar as relação ou interação entre as duas esferas políticas de poder.
- As instituições jurídicas: os mecanismos formais para constituir juízes, determinar a estrutura interna do Judiciário e resolver, de modo imparcial, litígios entre partes privadas ou entre partes privadas e o Estado.
- Convenções sociais e outras normas informais, porém amplamente aceitas, as quais tacitamente restringem as ações de indivíduos e instituições.

---

<sup>8</sup> Uma legislação em sintonia com a dinâmica do mercado e contratos bem estruturados pode ser inócua se os reguladores não estiverem bem equipados ou se depararem com incentivos errôneos para a implementação dos mesmos.

<sup>9</sup> Ressaltam, ainda, que nenhum desses elementos é inteiramente estático, apesar das mudanças em um país particular serem, normalmente, vagarosas.



- As características dos conflitantes interesses sociais e a relação de equilíbrio entre os mesmos, incluindo o papel da ideologia.
- As capacidades administrativas do país. Ou seja, a habilidade dos profissionais de uma nação para conduzir processos e conceitos regulatórios complexos de modo plácido e conciliador, minimizando disputas e litígios. Tal elemento é particularmente relevante para implementar desenhos regulatórios sofisticados.

Com intuito de favorecer a análise, tais elementos são tratados de forma exógena. Ademais, concentra-se a discussão nos dois primeiros aspectos acima relacionados. Nesses termos, é argumentado que a estrutura e organização das instituições legislativa e executiva de um país influenciam as opções regulatórias conforme a capacidade das mesmas de restringir uma ação governamental arbitrária. Assim, os autores ressaltam a importância de alguns mecanismos formais para lograr tal mérito. São eles: i) explícita separação dos poderes Legislativo, Executivo e Judiciário; ii) uma constituição escrita que limite o poder de legislar do executivo e seja zelada pela Corte; iii) duas casas legislativas sob diferentes sistemas de votação; sistema eleitoral que permita a proliferação de partidos minoritários ou um conjunto menor de partidos com pouca autoridade disciplinar sobre seus legisladores; e iv) uma estrutura federal de governo com forte descentralização.

Ressalte-se que o Brasil, no que diz respeito às instituições legislativas e executivas, denota, à primeira vista, valer-se de todos os mecanismos mencionados por Levy e Spiller (1993). A ressalva manifestada na oração anterior não é fortuita. Isso porque autores como Alston e Mueller (2005) questionam a validade do mecanismo (ii) para o caso brasileiro.

Com intuito de destacar o aspecto político acerca da discussão em tela, a seção II.1 do capítulo II explora alguns trabalhos que permitem avaliar a autonomia do regulador como grau de isolamento deste em relação ao mercado político. Afinal, a delegação apropriada de atributos legais pode ser irrelevante caso as ações dos reguladores não sejam alheias à influência política de curto prazo.

## **II) O Risco Regulatório sob diferentes óticas de análise**

### **II.1) A Importância do Arcabouço Político**

Ao modelar e testar as relações entre o executivo e o legislativo no Brasil, Alston e Mueller (2005) demonstram que os presidentes têm usado patronagem (ex: liberação de emendas orçamentárias individuais) para atender as demandas de representação geográfica dos congressistas como moeda de troca para obter votos necessários à viabilização de seus projetos e reformas consideradas imperativas para saldar suas obrigações (“imperativo fiscal”). Isso porque os presidentes da República têm maiores preocupações com questões estruturais enquanto os incentivos político/eleitorais dos parlamentares restam-se mais na representatividade de interesses diversos e geograficamente limitados.

Argumenta-se que o fortalecimento dos poderes presidenciais, corroborado pela Constituição de 1988, conforma a componente chave para o estabelecimento de tal tipo de relação com o Congresso. Tal poder presidencial foi consubstanciado por uma transição lenta e gradual do regime militar para a democracia, a qual incorporou um “viés” de poder em favor do executivo.

Por certo que a capacidade do governo para efetuar reformas é central para adaptar os incentivos às mudanças nas condições domésticas e internacionais. Contudo, Levy e Spiller (1993) advertem que países com sistemas políticos que limitam a discricionariedade executiva e legislativa proporcionam maior credibilidade ao desenho regulatório estabelecido. Não raro esta credibilidade é lograda à custa de flexibilidade, por meio de normas restritas e substantivas. Ou seja, os mesmos mecanismos que dificultam a imposição de mudanças arbitrárias nas regras podem dificultar a aprovação ou adaptação de regras em decorrência da alteração das circunstâncias. Em tais países, as reformas estarão sujeitas a choques no sistema político. Vale dizer que o custo desta inflexibilidade é expressivo em setores caracterizados por significativa dinamicidade tecnológica, que exigem constante aperfeiçoamento da fronteira regulatória. Por isso, é razoável intuir que um modelo institucional para as telecomunicações deva ser concebido com a pretensão de que tenha a maior durabilidade possível, de maneira a não se tornar prematuramente obsoleto pela evolução tecnológica.

Ademais, Alston e Mueller (2005) apontam que a estrutura partidária fragmentada e os problemas de ação coletiva dela decorrentes, não favorecem tal estabilidade. Da mesma forma, a instabilidade dos sistemas de comissão do Congresso brasileiro não facilita a coordenação das relações no legislativo. Assim, a análise recai sobre a existência de um forte poder executivo que permita ao presidente modelar uma coalizão estável junto ao Congresso, cuja estabilidade está na liderança do presidente, permitindo-o capturar grande parte dos ganhos das trocas entre as esferas executiva e legislativa. Para isso, o executivo se vale de instrumentos como medidas provisórias, usadas intensamente desde 1988. Além disso, é competência privativa do Presidente

da República dar início à legislação orçamentária e administrativa<sup>10</sup>. Todo esse arcabouço faz com que as propostas advindas do presidente sejam “raramente” barradas pelo Congresso, sinalizando que o legislativo tem “abdicado de sua autoridade constitucional dominante sobre o executivo”. Isso sugere que grande parte dos membros do Congresso são beneficiados pelo *status quo*, uma vez que têm seus interesses contemplados no processo de barganha política.

Diante disso busca-se estudar os efeitos das instituições políticas sobre a implementação de políticas públicas, seus custos (em termos de governabilidade) e resultados, ou seja, quais instituições determinam as relações entre o legislativo e executivo. Advoga-se que os presidentes brasileiros têm obtido sucesso ao se constatar que a agenda legislativa tem corroborado seus interesses. Isso questiona a idéia de que regras eleitorais baseadas num sistema de listas abertas promovam partidos fragmentados com pouco controle sobre os membros votantes, resultando significativas dificuldades para que o presidente tenha seus projetos aprovados. Para isso, os autores apresentam um modelo no qual o presidente usa seu controle sobre a agenda e a patronagem para lograr seus objetivos de política.

No âmbito desse debate está a questão da alternância do poder político. Isso, porque se os poderes Legislativo e Executivo alternam entre partidos políticos com percepções e interesses divergentes, o arcabouço legal regulatório pode não ser considerado uma salva-guarda adequada contra a discricionariedade administrativa, dado que uma mudança governamental pode implicar em alteração da legislação pertinente.

---

<sup>10</sup> Mais que isso, o executivo tem poder discricionário no processo de execução do orçamento, ampliando sua capacidade de influenciar o comportamento do legislador. Outro instrumento que favorece a conformidade do voto do parlamentar com as preferências do presidente é a negociação de cargos de relevância e a patronagem de cargos de menor escalão, que são numerosos, distribuídos a partidos que estejam mais “afinados” com o governo.

Tal discussão concerne o contexto brasileiro, uma vez que a alternância do poder entre partidos políticos adversários em 2003 marca o primeiro câmbio político no governo Federal desde que o setor de telecomunicações foi privatizado. Constitui, assim, uma prova importante da capacidade e da independência da ANATEL para conduzir temas regulatórios significativos pertinentes a consolidação da estrutura do setor. Sobretudo porque, dada a recente conjuntura do processo de privatização, diversas matérias setoriais ainda estão em desenvolvimento. Desse modo, configura-se um cenário propício para avaliar a sustentação ou susceptibilidade de arranjos regulatórios dentro do sistema de negociação política.

Um Judiciário forte e independente pode contornar tal problema (isto é, a falta de imunidade à alternância do poder político e, conseqüentemente, às influências políticas de curto prazo) ao limitar a discricionariedade administrativa. A seção seguinte tem como propósito consubstanciar tal argumento e revelar um pouco da contribuição jurídica para o entendimento do tema risco regulatório.

## **II.2) A Importância do Arcabouço Jurídico**

Levy e Spiller (1993) postulam que um arcabouço legal apropriadamente estabelecido viabiliza a opção de governança regulatória por meio dos procedimentos administrativos, a fim de restringir tal discricionariedade. Visando o mesmo objetivo, a tradição de sustentar contratos e assegurar direitos de propriedade oportuna a opção de governança por meio de contratos regulatórios formais, configurando uma alternativa valiosa em países em que o Poder Executivo detém influência sobre o processo legislativo.

Ainda conforme os autores, embora não haja meios simples para mensurar a robustez judicial, duas características parecem indicativas: a percepção geral sobre a probidade judicial e as evidências de decisões das cortes contrárias ao governo.

Diante disso, é importante entender qual é a visão legal da regulação econômica. Segundo Peres (2006) esta reconhece que os mercados funcionam dentro de uma variedade de regras implícitas e explícitas tais como: a Constituição, o sistema judicial, a organização do sistema legislativo, o *enforcement* de regras e contratos, a organização das agências reguladoras e os procedimentos administrativos.

Portanto, antes de atestar a configuração da regulação como fator de risco para as diversas modalidades pelas quais o Estado confere o direito de exploração de atividade, uma vez integrada à noção hodierna de prestação de serviços públicos, torna-se relevante considerar o argumento que intercede pela igual importância de ambos: o regime legal ou teórico e a prática regulatória.

Alguns dos autores estrangeiros que dedicaram esforços a este tema (por exemplo, Cassagne e Ortiz, 2004) postulam que o moderno conceito de regulação dos serviços públicos deve distinguir dois âmbitos do processo regulatório: o regime legal/teórico e a prática regulatória. O regime ou arcabouço regulatório que define os direitos e deveres dos agentes – autoridades reguladoras, concessionárias, autorizadas e usuários – é fundamental. Este deve ser transparente, estável e equilibrado, contendo regras e princípios críveis, que proporcionem confiança aos operadores. Contudo, por sua própria natureza, não define precisamente soluções predeterminadas aos múltiplos conflitos que podem permear a realidade de um setor regulado.

Em verdade, o âmbito legal estabelece critérios flexíveis de atuação do regulador em função de objetivos de política – estes sim, previamente delineados e

definidos – e das circunstâncias do momento de definição. Tais objetivos são expressos pelos princípios legais e administrativos que informam e iluminam as regras e normas e, ao mesmo tempo, constituem os aspectos finalísticos das mesmas. Assim, o entendimento e a apreciação de temas tais como a existência, ou não, de Poder de Mercado Significativo (PMS)<sup>11</sup> em uma determinada área de atuação; a existência de capacidade disponível na rede para entrada de terceiros; a arbitragem em interconexão<sup>12</sup> ou o transporte de sinais pela rede configuram questões que devem ser resolvidas pelo regulador, mas que, em certos casos, não podem estar totalmente determinadas e regulamentadas *ex-ante* nos textos legais.

Tais matérias devem estar sujeitas, em alguma medida, ao juízo discricionário, mas não arbitrário, e técnico (isto é, a uma discricionariedade técnica e, portanto, controlável) dos órgãos competentes, o que implica que tão importante quanto a regulação são aqueles responsáveis por sua aplicação, ou seja, os agentes aos quais se delega a tarefa de fazer valer o propósito do desenho da norma.

No âmbito desse debate está o chamado risco regulatório. Isto porque tal conceito está intimamente relacionado com aspectos que concernem decisões, que denotem a falta de credibilidade do regulador. Nesse sentido, estudiosos e alguns dos formuladores de políticas públicas têm defendido, em diversas ocasiões, a conveniência e importância de propiciar ao regulador independência do poder político, visando a evitar que este se utilize dos setores sujeitos à regulação para lograr propósitos

---

<sup>11</sup> Poder de Mercado Significativo: posição de um operador que lhe possibilite influenciar de forma significativa as condições do mercado relevante, assim considerada pela Anatel.

<sup>12</sup> Interconexão: ligação entre redes de telecomunicações funcionalmente compatíveis, de modo que os usuários de serviços de uma das redes possam se comunicar com usuários de serviço de outra ou acessar serviços nelas disponíveis. Há uma tarifa entre as operadoras com base na utilização da interconexão. Os preços de interconexão têm impacto indireto relevante sobre a evolução dos preços das incumbentes, uma vez que determinam, em grande medida, a viabilidade de estratégias centradas na queda dos preços cobrados dos usuários pelas empresas concorrentes.

políticos que, ainda que legítimos, estão disjuntos do serviço regulado, devendo ser obtidos por meios mais transparentes e legalmente aprovados.

Todavia, ressalte-se que a figura do regulador independente não está isenta das questões acima descritas e, portanto, do risco regulatório, frente ao qual o legislador deve se precaver. Para este, torna-se fundamental que no exercício da atividade cumpram-se também os “requisitos” exigidos, em geral, para toda a atividade administrativa. Nesse sentido, toda a regulação deve ser elaborada com caráter geral, objetivo e global, como é próprio de toda norma; não deve admitir dispensas, nem tratamentos singulares, nem alteração arbitrária e ocasional das regras do jogo. A transparência e estabilidade destas é fundamental para que a concorrência seja consubstanciada pela existência de um arcabouço jurídico robusto, de modo que a devida aplicação de tais regras torne previsíveis os efeitos das “condutas” dos agentes regulados, habilitando os agentes econômicos a desenhar, com certo grau de segurança, suas próprias políticas de atuação.

Tais requisitos podem traduzir-se numa propriedade fundamental do arcabouço regulatório de difícil mensuração, porém essencial: a credibilidade. Esse é um termo cada vez mais difundido nas análises econômicas e extremamente suscetível a eventos tais como processo de reajuste das tarifas telefônicas no exercício 2003, o qual será objeto de relato pelo presente trabalho.

Ao abordar os riscos jurídicos da Concessão, Perez (2006) ensina que estes são “aqueles inerentes ao sistema jurídico propriamente dito, seja em razão da estrutura jurídica que norteia a prestação de serviços públicos, seja em razão das faculdades criadas pelo sistema para o controle ou questionamento do contrato celebrado, seja, ainda, em razão das responsabilidades que, por força da lei, sempre



caberão aos contratantes quando celebrarem um contrato de concessão. Nesse contexto, é possível imaginar uma série de fatores que podem-se revelar como áleas contratuais”. Nesta ‘série’, o autor destaca, dentre outros<sup>13</sup>, o risco regulatório, cuja análise é precedida pela diferenciação entre este fator e a teoria do fato do príncipe. Explica Medauar (2004) que o “fato do príncipe (...) é a decisão da Administração, de caráter geral, alheia ao contrato em si, mas que tem reflexos fortes na sua execução; não se confunde, portanto, o fato do príncipe, como o poder conferido à Administração contratante de alterar unilateralmente o contrato, pois este se refere ao contrato em si, é específico, previsível e, no Direito brasileiro, legalmente circunscrito”. É o caso, por exemplo, da criação de tributos incidentes sobre a atividade do regulado, reduzindo indiretamente o retorno esperado pelo mesmo e, conseqüentemente, afetando o equilíbrio econômico-financeiro do contrato.

Desse modo, o autor destaca que tendo a regulação função específica na execução dos contratos de concessão, consubstanciam-se duas razões básicas para que a atividade reguladora conforme um fator de risco. A primeira emerge da introdução, pela regulação, de “fatores de mudança estrutural na conformação da prestação de serviços públicos em alguns setores...” Perez (2006). Isso decorre, também, como exposto na discussão de algumas das contribuições de Levy e Spiller (1993), da definição do tipo de regulação e dos instrumentos utilizados para convalidar os objetivos regulatórios, uma vez que estes podem, indiretamente, minorar ou majorar o potencial de retorno econômico dos incumbentes.

---

<sup>13</sup> Perez (2006) menciona, ainda, o chamado fato do príncipe, o fato da administração, o risco ambiental e o risco judicial.

Em segundo, destaca o autor que no período de vigência do contrato pode haver alterações da regulação pertinente ao mesmo para, por exemplo, “eliminar distorções econômicas supervenientes a sua celebração”. Conforme ensina Cassagne e Ortiz (2004) este aspecto do risco regulatório diz respeito ao “risco da discricionariedade, da arbitrariedade, da parcialidade ou da falta de credibilidade do regulador”.

Em suma, no centro dessa discussão está o desenvolvimento de uma estrutura normativa que restrinja a arbitrariedade dos juízos dos reguladores. Esse argumento ganha contornos ainda mais relevantes quando questões que versam sobre interesses contraditórios, tanto entre o regulador e o regulado<sup>14</sup> como entre regulados, são suscitadas no debate regulatório. Lograr tal objetivo parece ser mais factível mediante a aprovação de um marco legal estável, no qual estejam claramente determinadas as atribuições do regulador, os critérios e as regras de cálculo dos custos, a fim de que as decisões tomadas sejam corroboradas por parâmetros bem definidos.

Contemplados alguns dos aspectos políticos e jurídicos que cercam o debate acerca da robustez do marco regulatório, a seção seguinte objetiva iluminar a discussão sob uma perspectiva mais econômica e financeira, porém não dissociada da argumentação precedente, do tema risco regulatório.

### **II.3) O Debate Econômico-Financeiro**

O tema risco regulatório pode constituir objeto de diversas discussões no campo da teoria econômica. Consoante destacam Wright, Mason e Miles (2003), uma abordagem costumeira centra-se na avaliação do efeito de uma inconsistência

---

<sup>14</sup> Como, por exemplo, a questão do reajuste tarifário.

regulatória sobre o custo de capital da firma. Outro ângulo de análise enfoca a compreensão da maneira pela qual as diferentes formas de regulação afetam o custo de capital da firma. Em outros termos, os diversos desenhos regulatórios não podem ser apreciados apenas pelo poder de geração de incentivos e de extração de informações que proporcionam, mas deve-se considerar, também, a contribuição da ação reguladora, decorrente da escolha do tipo de regulação, ao risco deparado pelo agente regulado. Finalmente, torna-se igualmente importante computar a reação de uma firma em razão do efeito de uma dada regulação sobre seu custo de capital. No entanto, o aprofundamento desta discussão, assim como a atestação da validade dos argumentos acima expostos, requer uma definição satisfatória do risco regulatório.

Antes disso, porém, deve-se assumir que tal conceito conforma uma matéria delicada. Seus efeitos não estão bem estabelecidos na teoria da regulação como, por exemplo, outras questões como a provisão de incentivos e o apreçamento de serviços. Por ser de difícil mensuração e incorporação no custo de capital das operadoras, também não tem sido adotado explicitamente em uma quantidade razoável de casos. Conforme Bragança, Camacho e Rocha (2006), “apesar de o tratamento desse risco ser reconhecidamente necessário há, no entanto, pouco consenso sobre a metodologia mais adequada a ser adotada em sua estimação”.

Condigno ao destacado na discussão anterior, o risco regulatório inclui aspectos como alteração das leis, “quebra” contratual, adiamento ou delonga das atualizações tarifárias, expropriação ou resgate da concessão, dentre outros. Desse

modo, uma definição, em princípio, óbvia<sup>15</sup> sustenta que toda a regulação que afete o custo de capital da firma regulada caracteriza a existência desse fenômeno.

Como é sabido, a determinação do custo de capital é fundamental para as decisões de investimento no processo de avaliação de ativos, sendo eles tangíveis ou intangíveis. Isso porque representa o custo de oportunidade de um investimento, ou seja, a taxa de retorno esperada do projeto em relação ao custo de capital associado a tal projeto (considerando investimentos de riscos similares). Como a aplicação de recursos em uma determinada entidade é originária de investimentos de proprietários ou de terceiros, a taxa de captação de recursos é dependente da estrutura de financiamento da empresa, ou seja, da participação percentual do capital próprio e de terceiros. Tais variáveis são sucintamente descritas, uma vez que a fundamentação teórica adequada acerca da definição das propriedades requeridas no processo de estimação do custo de capital extrapola o propósito deste trabalho.

O custo de capital de terceiros (ou custo da dívida), no caso de interesse, refere-se ao custo de oportunidade nominal em reais, apurado antes da incidência de tributos expresso em taxa percentual ao ano, de uma unidade adicional de dívida contraída em moeda local ou estrangeira, referente a uma Prestadora de Serviços de Telecomunicações. Conforme metodologia para endividamento em moeda estrangeira, o custo de capital de terceiros pode ser calculado da seguinte forma:

$$K_d = r_f^{GL} + \text{prêmio Cred.} + RS + DI_{Br-US}$$

Onde,

---

<sup>15</sup> Contudo, como será exposto adiante, sujeita à críticas.

Parâmetro	Mensuração
Taxa Livre de Risco $r_f^{GL}$	Rendimento dos títulos de longo-prazo do tesouro norte-americano
Prêmio de Risco de Crédito Corporativo	Média de emissões de prazo e risco semelhantes
Risco Soberano (RS)	Spread dos títulos soberanos brasileiros (EMBI + Brasil)
Diferencial de Inflação Brasil – EUA ( $DI_{BR-US}$ )	Diferença entre metas de inflação do Brasil e dos EUA

Já o custo de capital próprio, entretanto, é mensurado de maneira mais complexa. Este é expresso por uma taxa mínima de retorno sobre o investimento de um acionista. Desse modo, pode ser desagregado em parcelas que representam uma taxa livre de risco e uma compensação para diversas fontes de riscos relevantes. Conforme o regulador decida intervir na determinação de preços considerados justos e razoáveis, respeitando ou não o equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão ou autorização, o processo regulatório das diversas atividades econômicas configura-se como um destes parâmetros para riscos relevantes. Devido à sua simplicidade e facilidade de controle em quantificar o *trade-off* entre risco e retorno, o CAPM<sup>16</sup> é uma metodologia freqüentemente adotada para determinação do custo de capital próprio. Os resultados do CAPM implicam que, no equilíbrio de longo prazo da economia, o retorno esperado do ativo é linearmente relacionado à sua covariância com o retorno esperado da carteira de mercado. O referido modelo pode ser descrito pela seguinte expressão:

$$E(R_i) = R_f + \beta^*(E[R_M] - R_f)$$

Onde:

- $E(R_i)$ : taxa de retorno esperado de um ativo qualquer em situação de equilíbrio;
- $R_f$ : taxa livre de risco;

<sup>16</sup> Do inglês *Capital Asset Pricing Model*. O modelo de precificação de ativos de capital, popularmente conhecido como CAPM, foi concebido por Sharpe (1964), Lintner (1965), Treynor (1961) e Mossin (1966), podendo ser considerado como um parâmetro para o comportamento dos ativos negociados no mercado. Dele se abstrai um grande número de problemas ligados à realidade para se concentrar em alguns elementos essenciais, mormente no risco e seus efeitos sobre os preços praticados no mercado.

- $\beta$ : coeficiente beta ou risco sistemático;
- $(E[R_M] - R_f)$ : prêmio de risco de mercado, ou seja, o prêmio exigido para compensar o investidor pelos riscos não-diversificáveis inerentes ao ativo.

Conforme Wright, Mason e Miles (2003), o custo do capital próprio varia com o modelo de regulação. Assim, o desenho regulatório afeta as decisões de financiamento da empresa e, conseqüentemente, sua estrutura de capital<sup>17</sup>. Tal resultado pode influir positiva ou negativamente sobre o custo de capital e, assim, sobre o nível de competição entre firmas entrantes e incumbentes na indústria. Em ordem disso, exerce impacto, também, sobre a base de remuneração dos ativos regulados e o nível de investimento em infra-estrutura.

A argumentação dos autores parte da convicção de que a determinação do custo de capital é um aspecto importante de qualquer decisão reguladora. Assim, regimes regulatórios que “penalizam” os incumbentes por meio de uma definição do WACC<sup>18</sup> demasiadamente baixa podem acarretar em redução ou atraso do investimento em infra-estrutura e, portanto, do desenvolvimento de tecnologias digitais. Abaixo está disposta a fórmula padrão do WACC, cuja ponderação é dependente da estrutura de capital, ou seja, depende dos custos de oportunidade das fontes permanentes de financiamento das empresas/operadoras.

$$WACC = \frac{E}{E + D} K_E + \frac{D}{E + D} (1 - T) K_D$$

<sup>17</sup> No cerne desse debate, Gentzoglani (2004) aponta que o arcabouço regulatório institucional nacional exerce impacto sobre a estrutura de capital de uma empresa de telecomunicações e os incentivos ao investimento. Ademais, sugere que o aumento observado da volatilidade da indústria de telecomunicações resultante de consideráveis alterações nos regimes regulatórios incrementou o risco do negócio da empresa e, assim, o prêmio de risco de mercado requerido pelos investidores. Por isso, ressalta a discussão clássica sobre a determinação da estrutura ótima de capital da firma. Conforme o autor, na prática, o quociente entre o capital de terceiros (D) e o capital próprio (E), D/E, difere significativamente, sendo dependente de indústria em análise. Embora existam muito poucos modelos teóricos formais destinados a tratar a relação D/E, a prática regulatória limita ou intensifica o uso do D em detrimento do E.

<sup>18</sup> Do inglês *Weighted Average Cost of Capital*.

Em suma, a estimativa correta do custo médio ponderado de capital é essencial. Erros nessa tarefa podem prejudicar tanto a competição e a modicidade tarifária, por meio de preços excessivamente altos de interconexão e/ou serviços oferecidos à população, quanto prejudicar os investimentos e as inovações pelo estabelecimento de tarifas não atrativas para o investidor em infra-estrutura de rede. Gentzoglanis (2004) chama à discussão, também, os fatores que determinam a estrutura de capital das empresas de telecomunicações, sendo eles: a governança regulatória e os modelos financeiros utilizados pelos reguladores.

Desse modo, quando abordado num contexto de avaliação do custo de capital e das metodologias consagradas para sua estimação, como o modelo WACC/CAPM, esse tipo de risco, quando existe, deve ser expresso, por consistência, pelo beta da firma (Coutinho *et alii*, 2003). O beta ( $\beta$ ) é a inclinação de uma regressão linear simples entre o retorno do ativo em consideração e o retorno do portfólio de mercado. Assim, representa a variação relativa do retorno de um ativo *i* em relação ao retorno de mercado,  $r_m$ , dado pelo coeficiente da regressão entre a série de retornos do ativo e da carteira de mercado<sup>19</sup>.

O beta da empresa é específico e depende de várias características específicas do ativo, tais como, estrutura de custos, perfil da indústria e suas taxas de crescimento, porte da empresa, etc. O beta reflete os diversos tipos de risco: o risco do negócio e o risco financeiro. O risco do negócio pode ser definido como o grau de incerteza da projeção do retorno sobre o ativo total inerente ao negócio que não pode ser eliminado por diversificação. Em linguagem técnica, é o risco sistemático (não diversificável)

---

<sup>19</sup> Em outros termos,  $\beta_i = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\sigma_{r_m}^2}$ .

quando todo o capital da empresa é capital próprio. O risco financeiro é o risco adicional devido ao uso de capital de terceiros no financiamento do projeto, isto é, o risco adicionado ao projeto devido a alavancagem financeira. Nessa perspectiva, o risco regulatório pode ser interpretado como resultado da ação regulatória que represente maior volatilidade ao custo de capital da firma regulada.

Todavia, Wright, Mason e Miles (2003) observam que a definição acima exposta falha por não distinguir entre duas formas conceitualmente distintas do risco regulatório. Uma emerge a partir de fatores que são exógenos (tais como choques macroeconômicos), externos ao regulador e ao regulado, porém que exercem impacto sobre o arcabouço regulatório empregado. Outra é decorrente de fatores de controle do regulador, cujas determinações são consideradas incertas pela firma regulada e investidores.

Em relação à primeira forma citada, é possível perceber, em primeiro, a existência de um ambiente regulatório fixo, mas sujeito a choques, de demanda ou oferta, que sejam correlacionados com os retornos da carteira de mercado e que, portanto, adicionam ao risco não diversificável da empresa. Dada a legislação pré-existente e um choque não controlado pela firma ou pela Agência, como uma queda no PIB ou aumento da inflação, a firma é induzida a reagir de acordo com essas regras (ex: *price-cap*), o que faz com que seu perfil de risco seja diferente daquele de uma firma semelhante não sujeita às mesmas regras regulatórias.

Nesse sentido, algumas metodologias de tratamento do risco regulatório advogam que empresas submetidas a regimes de regulação por incentivos (ex: taxa de retorno com bandas; compartilhamento de lucros; compartilhamento de receitas; *price caps*; receitas máximas, etc.) devem perceber acréscimos sobre seus betas. Ao



analisar a taxa de retorno pertinente às concessionárias de distribuição de energia elétrica no Brasil, Coutinho *et alii* (2003), por exemplo, abordam tal questão a partir da comparação entre betas desalavancados<sup>20</sup> “do subsetor elétrico dos EUA e da Inglaterra”, dada a distinção dos regimes regulatórios desses países<sup>21</sup>. Assim, o referido trabalho caracteriza o prêmio de risco regulatório brasileiro como a diferença entre o beta para empresas de distribuição de energia elétrica que operam conforme o regime de tetos tarifários inglês (mais arriscado e similar ao modelo brasileiro) e o beta das distribuidoras americanas (submetidas à regulação de taxa de retorno). Um ônus dessa inovação foi a consideração de semelhança entre o risco regulatório inglês e o brasileiro, uma vez que parece ser sensato admitir a maior existência de incerteza associada às indefinições institucionais e regulatórias do setor elétrico brasileiro *viz-a-viz* o da Inglaterra.

A partir da análise dos efeitos da regulação do tipo preço-teto, mais conhecida pelo nome *price cap*, sobre o custo de capital da firma, Wright, Mason e Miles (2003) intentam explicar as mudanças no beta da firma. Tais alterações resultam da limitação, gerada por esse regime regulatório, da capacidade da firma em responder aos choques não diversificáveis. Para compreender a relação verificada entre regulação e risco sistemático, os autores desenvolvem um modelo teórico sob a ótica de um monopolista defrontado com riscos não diversificáveis em relação a sua estrutura de custos e de demanda. É oportuno descrever parte do modelo desenvolvido.

---

<sup>20</sup> De outro modo, argumentam os autores, o risco regulatório dependeria do grau de alavancagem, o que não encontra fundamento.

<sup>21</sup> Camacho, Bragança e Rocha (2006), entretanto, questionam tal abordagem e sugerem que, “no caso das telecomunicações, esse aspecto do risco regulatório não justifica uma análise separada. Isso ocorre porque a regra e preços para as tarifas de público é, nos países desenvolvidos de modo geral, predominantemente baseada em tetos tarifários, modelo similar ao brasileiro”. Assim, sustentam os autores, os riscos inerentes exclusivamente ao modelo de tetos tarifários já estão contemplados, grosso modo, no beta global.

Considere, em primeiro, um monopolista que se depara com uma curva de demanda previsível  $D(p)^{22}$ , assumindo que tal função demanda possua as propriedades usuais. Os custos de produção da firma são expressos por  $cD(\cdot)$ , onde  $c \geq 0$  caracteriza um custo marginal constante<sup>23</sup>. Já o custo de capital da firma é denotado por  $k$ , sendo este inteiramente financiado pelo capital próprio. Assim, o custo total de operação configura-se como:  $(1+k)cD(\cdot)$ .

Suponha que o regime *price cap* seja o instrumento de regulação das decisões econômicas do ente regulado, de modo que o regulador fixe tetos de preços para uma cesta de produtos e a firma tenha liberdade para escolher quaisquer preços iguais ou menores do que tais tetos. Suponha, ainda, dois níveis de custos marginais que configuram três perspectivas de atuação da firma:

- $c \geq \bar{c} \Rightarrow$  Firma opta por não operar;
- $\bar{c} > c \geq \underline{c} \Rightarrow$  Firma opera e o teto de preços definido está ajustado;
- $c < \underline{c} \Rightarrow$  Firma opera e o teto de preços definido pelo regulador não está ajustado.

Onde,  $\bar{c}$  é o custo marginal que equipara o custo total ao teto de preços, ou seja,  $\bar{p} \equiv (1+k)\bar{c}$ <sup>24</sup>. Já  $\underline{c}$  equipara o preço de maximização de lucro ao teto de preços estabelecido, ou seja,  $p^*(\underline{c}) \equiv \bar{p}$ .

Desse modo, a função lucro da firma regulada  $\pi^R(c)$  revela, também, três possibilidades: para um custo marginal baixo ( $c \leq \underline{c}$ ) assemelha-se à função de

<sup>22</sup> Descreve o nível de demanda  $D(\cdot)$  ao se estabelecer um padrão de preços 'p'.

<sup>23</sup> Com intuito de simplificar a análise assume-se que os custos fixos são nulos.

<sup>24</sup> Isso não significa que a firma encerra a operação por completo. Pode, por exemplo, aludir uma oportunidade de investimento que a firma não se obriga por compromisso.

maximização de lucro de uma firma não regulada,  $\pi^*(c)$ ; para um custo intermediário ( $\bar{c} > c \geq \underline{c}$ ) tem-se uma função linear; e para um custo elevado ( $c \geq \bar{c}$ ) iguala-se à zero.

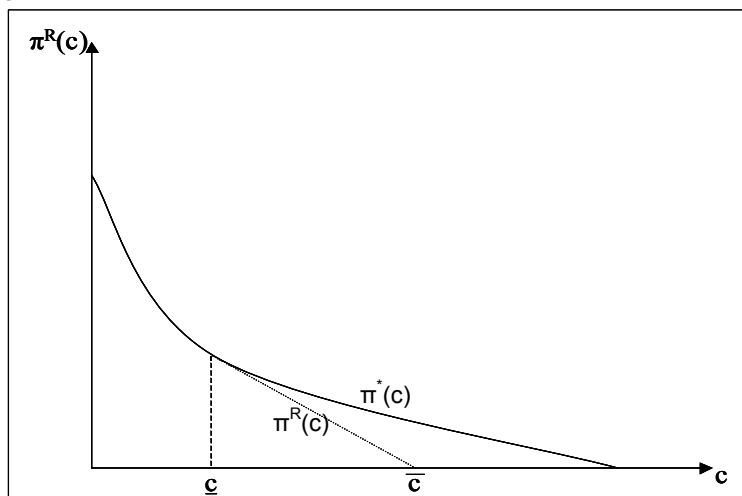
$$\pi^R(c) = \begin{cases} 0, & \text{para } c \geq \bar{c}; \\ (\bar{p} - (1+k)c)D(\bar{p}), & \text{para } \bar{c} > c \geq \underline{c}; \\ \pi^*(c), & \text{para } c \leq \underline{c}. \end{cases}$$

Do problema de maximização do lucro da firma não regulada,  $\text{Max}_p (p - (1+k)c)D(p) \equiv \pi^*(c)$ , verifica-se que:

- $\frac{d\pi^*(c)}{dc} = -(1+k)D(p^*(c)) < 0$ <sup>25</sup>; e
- $\frac{d^2\pi^*(c)}{dc^2} = -(1+k)D'(p^*(c))\frac{dp^*(c)}{dc} > 0$ .

Abaixo podem ser visualizadas as funções lucro da firma não regulada  $\pi^*(c)$ , linha contínua, e da firma regulada  $\pi^R$ , linha contínua complementada pela linha tracejada.

**Gráfico I: Funções Lucro da Firma não regulada e da firma regulada por *price-cap***



Fonte: A Study into Certain Aspects of the Cost of Capital for Regulated Utilities in the U.K.

<sup>25</sup> Tal relação decorre do chamado Teorema do Envelope.

Suponha, então, que o custo marginal da firma seja incerto, ou seja, o risco está todo concentrado nos custos da empresa, os quais, também por suposição, são correlacionados com os retornos de mercado. Assim,  $c$  é uma variável aleatória e sua realização precede a escolha dos preços pela firma. De modo distinto, o regulador estabelece o preço-teto  $\bar{p}$  antes do conhecimento do custo marginal. Para maior clareza os autores consideram que a co-variância entre os retornos do portfólio de mercado e o custo marginal da firma é igual a  $-1$ , de modo que o beta da firma pode ser entendido como:  $\beta^* = -\text{Cov}[\pi^*(c), c]$ ; e  $\beta^R = -\text{Cov}[\pi^R(c), c]$ .

Isso implica que o risco sistemático depende de uma relação negativa de dependência linear entre as variáveis aleatórias lucro e custo marginal. De modo que se permita realizar comparação entre  $\beta^*$  e  $\beta^R$ , suponha que o custo marginal apresente duas possibilidades de realização:  $c_l$  e  $c_h$ , onde  $c_l < c_h$ . A realização de  $c_l$  ocorre com probabilidade  $\phi \in [0,1]$  e a ocorrência de  $c_h$  dá-se com probabilidade  $1-\phi$ , ou seja,

$\pi(c)$	$c$	$c_l$	$c_h$	$p(\pi(c))$
$\pi(c_l)$		$\phi$	0	$\phi$
$\pi(c_h)$		0	$1-\phi$	$1-\phi$
$p(c)$		$\phi$	$1-\phi$	1

assim, em conseqüência dos cálculos<sup>26</sup> conclui-se que:  $\beta^* = 2\phi(1-\phi)(\pi^*(c_l) - \pi^*(c_h))(c_h - c_l)$ ; e  $\beta^R = 2\phi(1-\phi)(\pi^R(c_l) - \pi^R(c_h))(c_h - c_l)$ .

Improvável é, argumentam os autores, que a definição do teto de preços esteja sempre desajustada de modo que  $c_h < \bar{c}$ . Também não se revela razoável que se estabeleça um teto de preços que impossibilite a operação até mesmo da firma mais

<sup>26</sup> Dado que  $\text{Cov}(\pi(c), c) = E(\pi(c)c) - E(\pi(c))c - E(c)\pi(c) + E(\pi(c))E(c) = E(\pi(c)c) - E(\pi(c))E(c) - E(c)(E(\pi(c)) + E(\pi(c))E(c) = E(\pi(c)c) - E(\pi(c))E(c)$ .

eficiente, de maneira que  $c_l < c$ . Assim, cientes do formato das funções lucro das firmas e amparados pelas restrições mencionadas os autores sustentam que uma empresa regulada por *price-cap* tem o seu beta aumentado, uma vez que observa maior variabilidade do lucro auferido. Isso decorre da restrição do aumento da tarifa, além do teto de preços estabelecido, nos eventos em que ocorre choque de custos.

Se à firma é permitido um certo grau de *pass-through* de custos (repassa aos preços), ou seja, o preço permitido pode recuperar uma parte  $(1-\alpha)\%$  dos custos além do *price-cap*  $\bar{p}$ , tem-se que :  $p(c) = \bar{p} + (1-\alpha)c$ <sup>27</sup>, onde  $\alpha \in [0,1]$  determina a extensão do repasse de custos aos preços: quando  $\alpha = 0$ , o preço regulado  $p$  reflete o repasse total do custo realizado, enquanto quando  $\alpha = 1$ , nenhum repasse custos é permitido. Então, demonstram os autores, o risco sistemático da firma diminui conforme percentual  $\alpha$  de *pass-through* torna-se menor, uma vez que a firma poderá suavizar a variabilidade dos seus lucros nos eventos em que o *price-cap*  $\bar{p}$  for limitante, transferindo parte do aumento de custo aos preços.

Já uma análise sob outro ângulo da questão reconhece como fator causal do fenômeno risco regulatório as normas e regulamentos futuros *que adicionem risco sistemático* às operações da empresa. Isto é, a atividade regulatória futura e incerta para a firma, a partir do estabelecimento de novas normas e regulamentos não antecipados. A constituição de tais arranjos normativos pode representar resposta aos choques exógenos da economia ou às ações da própria firma regulada ou mesmo resultar de novos princípios ou crenças do regulador.

---

<sup>27</sup> Tal modificação do tipo de regulação preço-teto é teoricamente respaldada por análises de Laffont e Tirole (1986) e Laffont e Tirole (1993).

Essa segunda forma citada associa o significado de risco regulatório a resultados que não possuem efeitos diversificáveis, mas têm efeitos sistemáticos. Uma preocupação comum entre aqueles envolvidos no estudo da regulação decorre da possibilidade do regulador, por si só, representar risco por meio de uma intervenção regulatória imprevisível ou injustificável. Contudo, somente fatores que co-variam com algum fator de risco sistemático (por exemplo, o portfólio de mercado no modelo CAPM) afetam o custo de capital da firma, sendo essa a mensagem central da teoria da precificação de ativos (*Asset Price Theory*). Desse modo, o 'risco regulatório' emerge apenas quando as ações do regulador agregam risco sistemático (ou seja, não diversificável). Assim, uma decisão regulatória motivada por um evento não correlacionado com a performance média do mercado e que, portanto, proporcione um efeito passível de diversificação, não contribui para o risco da firma regulada.

Com o intuito de estender a discussão sobre tal argumento econômico, contesta-se a percepção de que o risco específico da firma que contribua ao risco do portfólio de mercado (ou seja, que não seja sistemático) não é precificado pelo CAPM, ainda que não passível de ser mitigado por diversificação. Tal assertiva é válida somente caso o retorno do investimento em uma firma regulada possua covariância negativa com os retornos do portfólio de mercado (isto é, não sistemático) e com todos os outros ativos (ou seja, não diversificável).

Para favorecer o entendimento desta discussão, considere um portfólio de  $N$  ativos, no qual cada um apresente um retorno aleatório, denotado por  $\tilde{r}_i$  para o  $i$ -ésimo ativo, e a mesma participação, seja  $\omega_i$  para o ativo correspondente, de modo que  $\sum_{i=1}^N \omega_i = 1$ . Assim, a variância desse portfólio pode ser denotada por:

$$V^P(N) = \sum_{i=1}^N \omega_i^2 V_i + \sum_{i=1}^N \sum_{j \neq i}^N \omega_i \omega_j C_{ij}$$

onde,  $V_i$  é a variância do retorno do  $i$ -enésimo ativo e  $C_{ij}$  é a covariância entre os retornos dos  $i$ -enésimo e  $j$ -enésimo ativos. Note que existe  $N$  termos de variância, mas  $N*(N-1)$  termos de covariância, o que convalida a afirmativa anterior acerca do beta de um ativo, ou seja, a covariância com a carteira de mercado é o aspecto de maior interesse para um investidor bem diversificado. Supondo simetria dos ativos e do portfólio, de maneira que  $V_i = V_j = V$ ,  $i \neq j$ , e  $C_{ij} = C_{kl} = C$ ,  $i \neq j$ ,  $k \neq l$ , e  $\omega_i = 1/N \forall i$ ; então a variância do portfólio com  $N$  ativos pode ser identificada como:

$$V^P(N) = \frac{1}{N} V + \frac{(N(N-1))}{N^2} C$$

Assim, quando o número de ativos que compõem a carteira torna-se substancialmente grande, a variância do portfólio tende, no limite, a  $C$ . Considere, então, a introdução de um ativo adicional a este portfólio simétrico de  $N$  ativos. Suponha que tal ativo apresente covariância nula com todos os demais  $N$  ativos e variância  $V$ . Nessa perspectiva, a variância do novo portfólio pode ser escrita como:

$$V^P(N+1) = \frac{1}{N+1} V + \frac{(N(N-1))}{(N+1)^2} C$$

Novamente, é possível concluir que a variância da carteira tenderá a  $C$  quando o número de ativos do portfólio aumentar. Em suma, o efeito da introdução de um ativo arriscado, porém não sistemático e não diversificável, sobre a carteira de um investidor bem diversificado não é significativo e, portanto, não compromete a robustez dos modelos de apreçamento de ativos, tais como o CAPM.

Nessa perspectiva, o risco regulatório surge somente quando as ações tomadas pelo regulador tenham como conseqüência uma correlação entre os retornos da firma e

algum fator de risco sistemático. Ou seja, o princípio é o mesmo de qualquer outra fonte de risco operacional da empresa. Como o custo de capital deve refletir apenas a parcela sistemática das diversas fontes de risco, apenas os regulamentos que impliquem em maior covariância dos fluxos de caixa da empresa com os retornos de um portfólio bem diversificado é que devem ser considerados como fontes de risco regulatório.

Os autores observam ainda que esta fonte de risco regulatório sistemático é particularmente intensa quando o regulador dispõe de significativa discricionariedade de ajuste da regra vigente, tanto em termos de frequência quanto em termos de magnitude. Se o regulador pode, por exemplo, fazer substanciais e recorrentes ajustes na tarifa, em resposta a choques agregados na economia, então verifica-se uma fonte importante do risco regulatório, e o beta da firma deve refletir essa característica institucional. Ou seja, na medida em que os impactos de novas normas e regulamentos não possam ser mitigados por meio da diversificação, confirma-se a contribuição destes para o risco da firma regulada, mesmo que essas novas medidas sejam totalmente não antecipadas.

Portanto, uma vez que a regulação é passível de alteração ao longo de, por exemplo, um contrato de concessão, percebe-se certa insegurança dos investidores decorrente da possibilidade de tomada de ações de modo não apenas discricionário, mas arbitrário, que denote falta de credibilidade do regulador ou suscetibilidade do mesmo à ingerência política ilegítima nas decisões regulatórias. É este o foco maior de interesse do presente estudo.



### **III) Conflitos Contratuais entre o Poder Concedente e a Concessionária: Um modelo Econômico**

Esse capítulo pretende expor uma maneira de retratar os conflitos contratuais entre o Poder Concedente e uma Concessionária que emergem durante o processo de revisão tarifária, valendo-se de aplicações da Análise Econômica do Direito. O modelo que será descrito foi inspirado por Miceli (1997), o qual sugere um modelo econômico de modificação contratual. Neste caso o autor apresenta um tratamento alternativo à abordagem legal da análise de modificação contratual. Esta considera a chamada “regra do dever preexistente”, ou seja, a parte que busca a modificação deve dar algo em troca, uma condição de consideração adicional para que as modificações sejam *enforceable* pela Justiça.

Já uma abordagem econômica tem como preocupação relevante compreender se a modificação proposta aumenta a eficiência ou constitui uma mera tentativa de uma parte em extrair uma maior parcela do excedente resultante da transação. Nesse caso, Miceli (1997) propõe um jogo entre um peticitante (vendedor) e um peticitado (comprador) em que o custo incorrido pelo peticitante é uma variável aleatória. Já o presente trabalho aponta como variável aleatória o índice de preços utilizado para correção das tarifas telefônicas, definido em contrato firmado pela Concessionária e o órgão regulador.

Considere o contrato de concessão assinado entre o Poder Concedente (PC) e a Concessionária telefônica (CT) que, por hipótese, apresenta neutralidade ao risco. Com intuito de simplificar a análise considere que não exista diferenciação entre o órgão regulador, a Anatel, e o Governo Federal. Essa hipótese encontra razoabilidade,

uma vez que a Agência, entidade integrante da Administração Pública Federal indireta, é vinculada ao Ministério das Comunicações<sup>28</sup>. Ademais, apesar da ação reguladora estar associada ao papel da Anatel, o marco regulatório não se restringe às determinações desta Agência.

Seja  $P$  o índice de preços, contratualmente definido, a ser utilizado para corrigir os “preços-teto”, que têm por função controlar as tarifas telefônicas<sup>29</sup>, exercendo efeitos semelhantes ao que a concorrência proporcionaria ao limitar o estabelecimento dos valores tarifários praticados. A variação anual de  $P$  é desconhecida, mas ambas as partes detêm conhecimento da função distribuição  $F(P)$ . Conforme postulam estudiosos<sup>30</sup> da Análise Econômica do Direito a elaboração de um contrato perfeito que disponha sobre todas as possíveis contingências e, portanto, sobre todas as realizações possíveis de  $P$  é, assumidamente, por demasiado custosa.

Ainda assim, é pertinente destacar que a homologação da tarifa pelo PC promove reações tanto dos consumidores quanto dos investidores regulados. Tais reações resultam em um benefício (ou custo) político, expresso por ‘ $D$ ’<sup>31</sup>, e um custo de credibilidade ‘ $C$ ’. O primeiro resulta da reação que os usuários (e, por conseqüência, os eleitores) terão ao preço final do serviço, desaprovando (se alto) ou aprovando (caso seja baixo). Já  $C$  advém da reação dos investidores ao reajuste dos preços homologados, com mais investimento futuro ocorrendo conforme menor o grau de interferência nas regras do contrato.

---

<sup>28</sup> Ainda assim, reconhece-se que tal hipótese pode ser questionada, uma vez que, ‘em teoria’, a Agência atua como autoridade administrativa independente, de modo que sua natureza é caracterizada por ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes e autonomia financeira.

<sup>29</sup> Ao definir as condições sob as quais o reajuste das tarifas deve ser realizado periodicamente.

<sup>30</sup> Para maiores detalhes sobre “contratos e custos de transação” ver Hart e Moore (1988), e Lee (2005).

<sup>31</sup> De dividendos políticos.

Quando  $P$  é realizado, PC e CT observam a variação do referido índice e, conseqüentemente, aferem a magnitude do reajuste das tarifas a ser efetuado. Suponha que o índice de reajuste pertença a um conjunto de dois elementos, tal que  $P \in [\underline{P}, \bar{P}]$ . O PC interessa-se por uma variação menor do  $P$  (considere  $\underline{P}$ ), haja vista o custo político ( $D$ )<sup>32</sup> que poderá incorrer caso o reajuste seja significativo. Contrariamente, CT deseja uma variação maior do  $P$  (considere  $\bar{P}$ ), de modo que possua maior liberdade para aumentar o preço dos serviços prestados. Observada a variação de  $P$ , o contrato deverá ser cumprido caso a natureza determine  $P$  baixo, uma vez que o governo não incorrerá em ônus político ao conceder o reajuste pelo índice definido em contrato<sup>33</sup>.

No caso de ocorrência de  $\bar{P}$ , os *payoff's* dos jogadores podem ser representados pelas funções abaixo. Desse modo, o *payoff* do PC será dado pela diferença entre o ganho político e o custo de credibilidade incorrido pela escolha do reajuste concedido ( $r$ )<sup>34</sup>, de modo que: *Payoff* do PC =  $\theta(D(r-P) - C(r-P)) = \theta(r)$ .

Cabe ressaltar que, conforme revelado na figura II, os desvios em relação a  $P$ <sup>35</sup> proporcionam um ganho marginal de dividendos políticos decrescente. Já o 'custo marginal' de credibilidade decorrente de tais desvios contratuais é crescente. Nessa perspectiva, o PC maximiza seu *payoff* quando possui liberdade para escolher um  $r^*$  que torne máximo a diferença entre  $D(r)$  e  $C(r)$ .

---

<sup>32</sup> Alencar e Shumaker (2003) afirmam que a "experiência internacional e a atual experiência brasileira têm demonstrado que a arbitrariedade do Poder Concedente é a principal fonte de riscos para o negócio de concessão. As pressões dos usuários sobre os governos são o motivo das constantes revisões de cláusulas dos contratos, principalmente de valores tarifários".

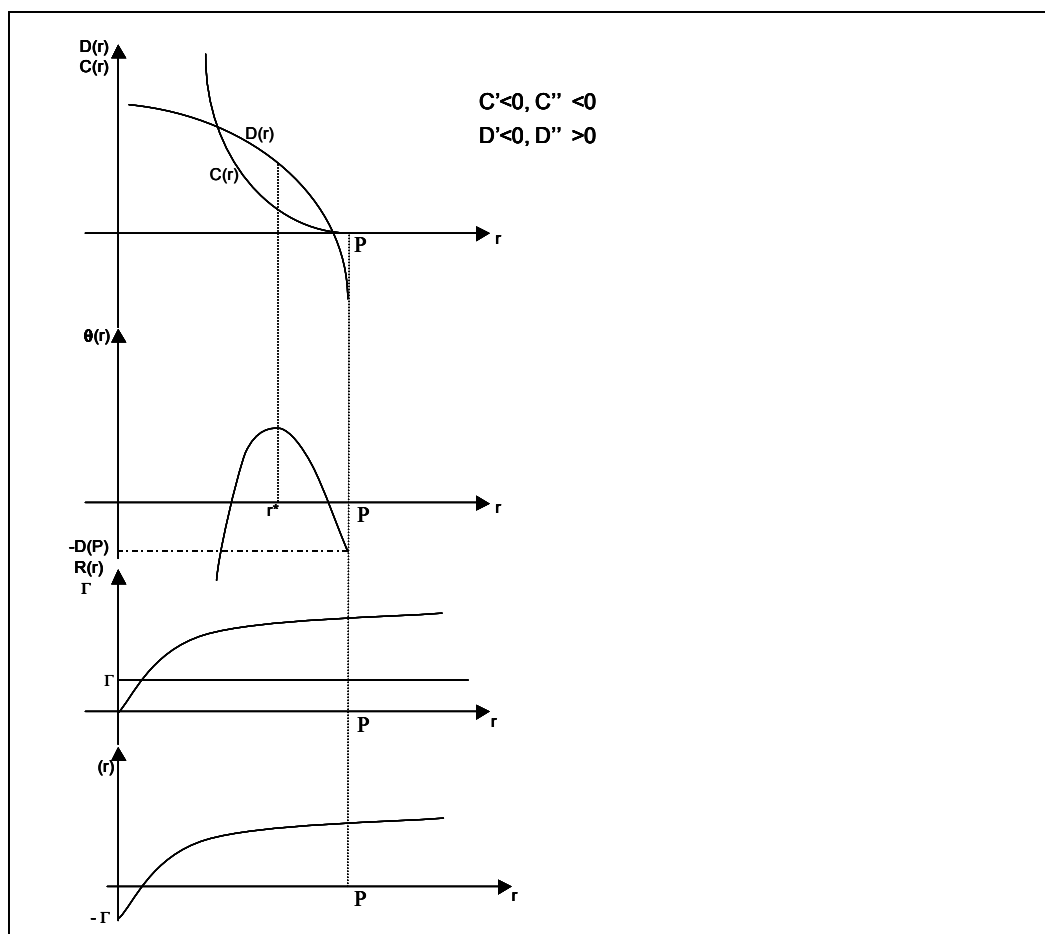
<sup>33</sup> Como o propósito do modelo não é destacar modificações contratuais solicitadas pela concessionária, mas sim pelo PC, suponha que CT não requer a revisão do índice para garantir o equilíbrio econômico-financeiro do contrato dado que ocorra  $\underline{P}$ , mesmo que detenha vantagens de informação para convencer o regulador.

<sup>34</sup> Faça  $r \in [\underline{P}, \bar{P}]$ , onde  $r$  é o reajuste real depois de verificado  $P$ .

<sup>35</sup> Ou seja, a diferença entre o reajuste concedido ( $r$ ) e o índice definido em contrato ( $P$ ).

Já o *payoff* da CT pode ser expresso, de forma simplificada, pela função:  $R(r) - \Gamma = \pi(r)$ , onde,  $R$  é a receita do ente regulado e  $\Gamma$  representa os custos incorridos pela Concessionária, incluindo as obrigações de cumprimento das metas de universalização assumidas em contrato. Destaca-se que o *payoff* da CT tende a uma assíntota porque ainda que o PC conceda um  $r$  muito superior à  $P$ , a receita<sup>36</sup> da concessionária não cresce indiscriminadamente, dado que é razoável existir certa elasticidade-preço da demanda.

**FIGURA II: Payoffs do PC e da CT**



Portanto, dado que a natureza determine um  $P$  elevado, o PC possui duas opções: i) cumprir o contrato, ou seja, autorizar o reajuste anual das tarifas de telefonia

<sup>36</sup> E conseqüentemente o *payoff* da CT.

pelo índice oficial. Neste caso, o *payoff* do PC será de  $\theta(r=P) = -D(P)$ , uma vez que, dada a sinalização positiva de honrar contratos transmitida ao mercado, o custo de credibilidade ('C') será nulo, ou seja,  $C(r=P) = C(0) = 0$ , restando apenas o custo político incorrido pela elevação dos serviços de telefonia que possuem preços regulados. No caso da CT, seu *payoff* será de  $\pi(r=P)$ .

A alternativa (ii) seria propor uma modificação do termo contratual que trata do índice de reajuste, sugerindo a alteração (troca) de P para r. Para isso, o PC oferece algo ('b')<sup>37</sup> de modo a compensar a CT pela modificação ocorrida. A flexibilização das obrigações ou deveres contratuais<sup>38</sup> da CT poderia representar tal compensação. Caso CT aceite a proposta, seu *payoff* esperado será de  $\pi(r) + b$ , onde  $r < P$ ; enquanto o PC obterá um *payoff* de  $\theta(r) - b$ . De um pouco distinto dessa idéia, a proposta e aceite de modificação contratual acompanha da consideração adicional 'b' pode não representar um jogo de soma zero, ou seja, o ganho da CT equivale à perda do PC. Por exemplo, pode-se admitir que os *payoffs* resultantes dos jogadores seriam:  $\theta(r) - b_1$  e  $\pi(r) + b_2$ , onde  $b_2 > b_1$ . Ou seja, o ganho de utilidade da CT com a flexibilização das metas de universalização, por exemplo, seria maior que a perda de utilidade do PC.

Com efeito de contestação, é possível argumentar que o PC também incorreria em certo ônus político ao abdicar de 'b'. Contudo, é razoável supor que a sociedade observa a variação dos preços com maior ênfase em comparação às metas de universalização ou às exigências de qualidade do serviço prestado, conferindo maior importância ao nível vigente dos preços dos serviços durante a avaliação do governo. Em outras palavras, o ganho de utilidade do PC pelo reajuste menor das tarifas

---

<sup>37</sup> Uma condição de consideração adicional.

<sup>38</sup> Como metas de universalização ou de qualidade do serviço prestado.

telefônicas mais que compensa sua perda de utilidade com a flexibilização de tais metas ou exigências.

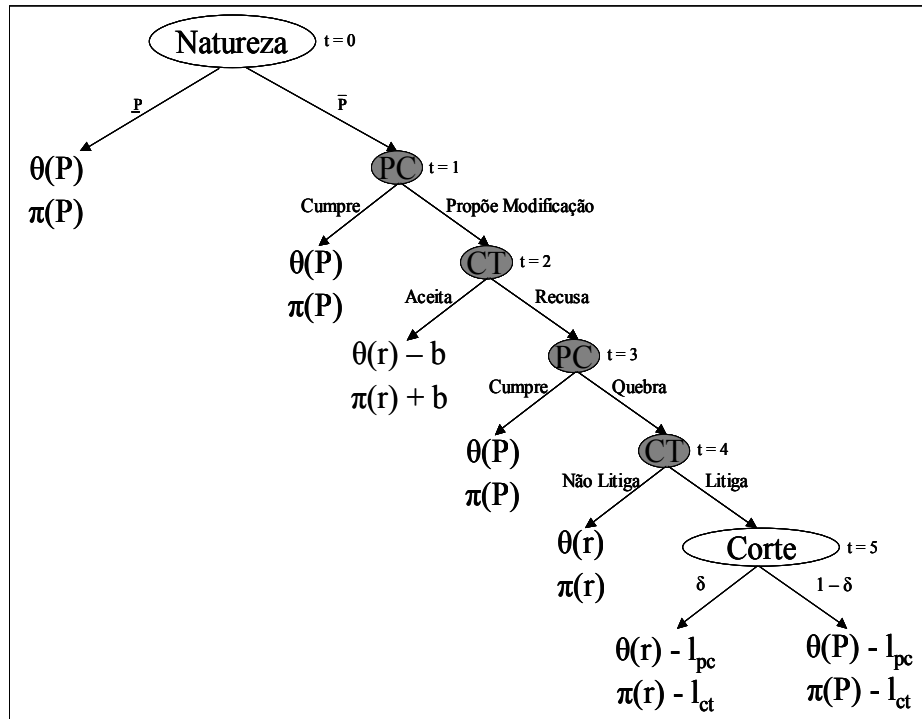
Caso a CT rejeite a proposta de consideração adicional, o PC poderá cumprir ou quebrar o contrato. Uma vez realizada tal escolha, os *payoff's* esperados de ambos os jogadores estarão condicionados à decisão da CT entre litigar judicialmente ou não pela ratificação contratual do índice de preços definido para a concessão do reajuste tarifário. Vale dizer que tanto a CT quanto o PC incorrerão em custos de litígio caso ocorra intervenção do judiciário.

Esclareça-se que os custos de litígio percebido pelo PC ( $I_{PC}$ ) e pela CT ( $I_{CT}$ ) são diferentes. Além disso, os custos de litígio não seriam apenas advocatícios. Por exemplo, a morosidade do sistema judiciário deve exercer maior impacto em  $I_{CT}$ . Por fim,  $I_{PC}$  move a curva  $\theta(r)$  para baixo. Assim, se este custo for grande o suficiente, a curva representativa do *payoff* do PC estará toda abaixo de zero, tornando  $r^*=P$  e, portanto, não haverá necessidade de litigância.

A Corte proferirá decisão favorável aos interesses do PC com uma probabilidade  $\delta < 1$ ; e desfavorável (favorável à CT) com probabilidade  $1 - \delta$ . Em caso de decisão favorável ao PC, a Corte determina um reajuste por  $r$ , onde  $r < P$ .

Conforme a figura III, a seqüência das decisões do jogo é descrita na forma extensiva. Assim, pode-se observar o *payoff* recebido por cada jogador para cada combinação de movimentos que poderiam ser escolhidos pelos jogadores. Em cada nó de decisão o *payoff* da CT está apresentado abaixo do *payoff* do PC.

**FIGURA III: Conflito contratual descrito na forma extensiva**



A solução do jogo, conforme usualmente realizada, é derivada pela seqüência reversa no tempo. Assim, dada a ocorrência de  $\bar{P}$ , em  $t = 4$ , a CT irá optar por não litigar se:  $\pi(r) \geq (1 - \delta) * \pi(P) + \delta * \pi(r) - l_{ct}$ , ou seja:

$$l_{ct} \geq (1 - \delta) * (\pi(P) - \pi(r)) \quad (I)$$

Uma constatação natural da equação (I) diz respeito a opção por não litigar feita pela CT caso o custo de litígio exceda o produto entre o benefício da causa e a probabilidade de êxito judicial. Assim, a disposição da CT de recorrer ao Judiciário visando ao cumprimento contratual é maior quanto mais expressiva for a diferença entre  $\pi(P)$  e  $\pi(r)$  e, obviamente, quanto menor  $\delta$ .

Em  $t = 3$ , o PC irá optar por quebrar o contrato caso (I) se verifique, uma vez que, conforme o primeiro gráfico da Figura I,  $\theta(r) \geq \theta(P)$ . Já se o PC entender que (I)

não deve ocorrer, então irá optar pela quebra caso a seguinte condição seja satisfeita:

$\delta^*(\theta(r) - I_{pc}) + (1 - \delta)^*(\theta(P) - I_{pc}) \geq \theta(P)$ , ou seja:

$$I_{pc} \leq \delta^*(\theta(r) - \theta(P)) \quad (II)$$

Desse modo, a análise da decisão do PC dada a existência de  $I_{pc}$  é análoga àquela realizada para a CT. Já no ponto de decisão representado pelo vértice (nodo)  $t=2$ , a CT se depara com a escolha de aceitar ou não a modificação contratual proposta pelo PC. Não resta dúvida que a CT aceitará tal proposta sob qualquer circunstância, caso:

$$\pi(r) + b_2 \geq \pi(P) \quad (III)$$

Caso contrário, três possíveis alternativas de cenário consubstanciarão a decisão da CT, quais sejam:

- i) Se (I) ocorre a CT aceita a proposta de modificação contratual, pois  $\pi(r) + b_2 \geq \pi(r)$ ;
- ii) Se (I) e (II) não ocorrem a CT recusa a modificação;
- iii) Se (I) não ocorre, mas (II) se verifica, então: a CT aceita a proposta de modificação

caso:

$$\pi(r) + b_2 \geq (1 - \delta)^* \pi(P) + \delta^* \pi(r) - I_{ct} \rightarrow b_2 \geq (1 - \delta)^* (\pi(P) - \pi(r)) - I_{ct} \quad (IV)$$

ou seja, caso a consideração adicional ao contrato que CT auferir 'b<sub>2</sub>' não seja inferior à diferença entre o benefício do ganho de causa obtido multiplicado pela probabilidade da Corte deferir o pedido, e o custo de litígio incorrido  $I_{ct}$ .

Contudo, cabe ressaltar que a proposta máxima para alteração contratual realizada pelo PC não excederá seu ganho esperado caso o jogo prossiga até o nodo  $t=5$ , de modo que:

$$\theta(r) - b_1 \geq \delta^* \theta(r) + (1 - \delta)^* \theta(P) - I_{pc} \rightarrow b_1 \leq (1 - \delta)^*(\theta(r) - \theta(P)) + I_{pc} \quad (V)$$



Nessa perspectiva, o equilíbrio resultante do aceite da proposta de modificação contratual,  $b$ , deverá obedecer à seguinte relação:

$$(1 - \delta) * (\theta(r) - \theta(P)) + I_{pc} \geq \underbrace{b_1, b_2}_{b} \geq (1 - \delta) * (\pi(P) - \pi(r)) - I_{ct} \quad (VI)$$

Vale mencionar que, caso exista uma proposta de modificação contratual que respeite esta última condição, quanto maior for o poder de barganha do PC maior será a tendência de ' $b$ ' aproximar-se ao limite inferior da relação verificada em (VI). Porém, não se constatando ' $b$ ' que atenda tal condição de existência o jogo prosseguirá e não se observando, também, a ocorrência das condições (I) e (II), a estratégia de adimplemento em  $t = 1$  é fracamente dominada, uma vez que PC poderá cumprir o contrato em  $t = 3$ .

Caso o PC opte pela quebra contratual, mas sua decisão de alteração do índice contratual não seja respaldada judicialmente, ou seja, caso a Corte determine o cumprimento das regras previstas em contrato, verificar-se-á um equilíbrio não ótimo de Pareto, no sentido em que é possível melhorar o *payoff* de PC sem degradar a utilidade de CT, e vice-versa. Tal resultado pode resultar da subestimação da segurança jurídica do País pelo PC. Além disso, dado que a decisão de quebra contratual pelo PC tem como referência a equação (II), outra razão seria uma percepção equivocada acerca do real custo de credibilidade incorrido dado a escolha de quebra contratual.

Resta claro que quanto maior  $D$ , maior é a disposição do PC em realizar modificações contratuais. Já a aceitação de tal proposta pela CT é inversamente proporcional à magnitude de  $P$ . Caso o modelo fizesse considerações acerca do investimento em confiança, realizado pela CT, seria razoável inferir, também, uma

relação inversa entre esse e a probabilidade  $\delta$ . Tal argumento encontra respaldo nas contribuições realizadas por Rogerson (1984) e Hart e Moore (1988) acerca do nível ótimo de investimento em confiança e medidas de danos para quebra de contrato. Os mencionados autores asseveram que quando contratos são incompletos e existe possibilidade de renegociação, o problema de subinvestimento permanece, uma vez que, *ex-post*, as partes terão incentivos em se apropriar de uma parcela maior do excedente da transação. Isso compromete tanto o nível eficiente de transações *ex-post*, quanto o nível ótimo de investimento em capital específico *ex-ante*.

Do modelo proposto é possível concluir que, conforme postulam Levy e Spiller (1993), um arcabouço legal apropriadamente estabelecido viabiliza a opção de governança regulatória por meio de procedimento administrativo, a fim de restringir a arbitrariedade do Poder Concedente. No âmbito dessa discussão é válido mencionar que a tradição de sustentar contratos e assegurar direitos de propriedade oportuna a opção de governança por meio de contratos regulatórios formais - concessões, autorizações e permissões, configurando uma alternativa valiosa em países em que o Poder Executivo detém influência sobre o processo legislativo.

Em outros termos, a percepção da probabilidade ' $\delta$ ' pelos agentes econômicos é fundamental para conferir segurança jurídica e, assim, robustez e previsibilidade ao marco regulatório estabelecido. Ademais, a tradição de um Judiciário independente e eficiente admite a opção de governança regulatória por meio de tribunais administrativos para resolução de conflitos entre a administração e as empresas de utilidade pública (energia elétrica, gás, água, telefone, etc.), dentro dos limites do sistema regulatório existente. Isso também proporciona garantias contra o desvio administrativo da legislação específica ou das restrições constitucionais que

sustentam o marco regulatório. No modelo acima exposto seria razoável conjecturar que a probabilidade de ganho de causa do PC seja, também, função do desvio de contrato, ou seja,  $\delta(P-r)$ , onde  $\delta' < 0$ . Nessa perspectiva, pequenos desvios contratuais tendem a possuir menor probabilidade de punição em relação aos desvios maiores. Tal aspecto representaria uma restrição ao PC para praticar  $r=r^*$ .

É válido destacar a estrutura normativa brasileira percebe amparo institucional na Lei nº 8.987/2005 (Lei das Concessões) e nos próprios contratos de concessão. A referida lei assegura uma condição legal que garante às concessionárias de qualquer serviço público do Brasil, incluindo-se nelas as concessionárias de telefonia, uma proteção contra riscos de abuso do poder público e revisão contratual. Trata-se da garantia do direito à manutenção do equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão.

Contudo, a aplicação de tal direito é prejudicada por dois fatores. Um decorre do entendimento não consensual acerca do conceito de equilíbrio econômico-financeiro do contrato. Já uma outra razão reside na morosidade do sistema judiciário, que pode atrasar a recomposição deste equilíbrio contratual durante um período significativo, comprometendo o negócio de concessão. Tal demora pode ser verificada no polêmico evento de revisão do reajuste anual das tarifas telefônicas no exercício de 2003, o qual será objeto de relato no capítulo seguinte.

## **IV) Concessão da Prestação de Serviços Públicos de Telecomunicações no Brasil – Aspectos Regulatórios**

Esse capítulo tem como propósito evidenciar a importância do ambiente institucional para garantir a eficiência do desenho regulatório na prestação de serviços públicos de telecomunicações. Para isso, a análise aborda a polêmica do reajuste das tarifas telefônicas no exercício de 2003, demonstrando como esse episódio se relaciona com o modelo desenvolvido no capítulo anterior.

Desse modo, a seção seguinte tem como finalidade descrever a polêmica do reajuste anual das tarifas telefônicas no exercício de 2003. É válido dizer que o detalhamento do processo não é fortuito, uma vez que conforme North (1996) o ambiente institucional ganha importância quando os custos de transação não podem ser negligenciados. Não existindo nenhum sistema com esse custo nulo, as instituições devem ser analisadas e consideradas, haja vista que criam e delimitam o ambiente onde ocorrerá a transação e onde as organizações irão atuar, sendo, então, responsáveis pelo desempenho econômico.

Por fim, o tom jurídico da linguagem descritiva é proposital e visa a propiciar ao leitor, independentemente de sua afinidade com a ciência do direito, uma melhor compreensão do impacto das decisões do Judiciário sobre o sistema econômico.

### **IV.1) A Polêmica acerca do Reajuste Anual das Tarifas Telefônicas – Exercício 2003**

#### **IV.1.1) Suporte Fático**

Em junho de 2003, a Anatel, entidade autárquica, autorizou o reajuste anual das tarifas de telefonia pelo índice oficial, IGP-DI, conforme previsto nos contratos de

concessão firmados com as empresas prestadoras de serviços públicos de telefonia. Considerando o contexto político-econômico vigente à época, essa autorização da Anatel deu início à controvérsia acerca da razoabilidade de adoção do índice mencionado para reajustamento dos preços públicos de telefonia fixa, considerado muito alto, tal como  $\bar{P}$  definido no modelo apresentado no capítulo III.

Sobre o tema, vale lembrar que o reajuste não seria parcelado, acarretando em média aumento de 28,75% das tarifas de telefonia fixa, já subtraído o valor de 1% de produtividade. Esse reajuste anual alcança a denominada cesta de produtos, composta pela habilitação, pelo pulso e pela assinatura. Os itens dessa cesta teriam reajustes variados, sendo o percentual mínimo aplicado ao pulso e o percentual máximo aplicado à assinatura. Além desse reajuste, já tinham sido implementados outros dois: tarifas de telefones fixos para aparelhos móveis (22,25%) e tarifas de telefonia móvel (21,99%).

Instaurada a controvérsia sobre a questão, diversas entidades públicas e privadas – Federações de Indústria, Agências Reguladoras, Conselhos de Defesa do Consumidor, Governo Federal, Empresas Privadas, dentre outras – buscaram soluções para apartar esse conflito de interesses a partir de então iniciado. Havia à época grande expectativa de que o Governo Federal conseguisse negociar com as companhias telefônicas e com a Anatel a diminuição da média de reajustes ou, ainda, a alteração do índice a ser utilizado, ou seja, uma modificação contratual.

Ao longo de todo o ano de 2003, o Governo Federal tentou firmar acordo com as concessionárias, a fim de minimizar o impacto do IGP-DI, Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna<sup>39</sup>, na economia do país. Para tanto, propôs que fosse feito o

---

<sup>39</sup> Considere, portanto, o IGP-DI equivalente P, o qual foi considerado muito alto, conforme a definição, no capítulo III, de P.

reajuste (um tipo de reajuste real 'r', definido no capítulo anterior) em duas ou em três parcelas, sendo a primeira em julho de 2003 e as demais em 2004. Por outro lado, as companhias telefônicas pleitearam compensações a um reajuste menor, como, por exemplo, flexibilização das metas de investimentos negociadas com o Governo. Pelo modelo exposto no capítulo anterior, tais compensações poderiam ser interpretadas como a condição de consideração adicional 'b' concedida pelo Poder Concedente (PC). Diante disso, em um primeiro momento, essas companhias cederam às tentativas dos líderes do governo; no entanto, optaram por não fazer o acordo com o governo, permanecendo na tentativa de implementar o reajuste nos moldes contratados com a Anatel, tal como a decisão de 'recusar' da Concessionária Telefônica (CT) em t=2 na Figura III do capítulo anterior.

Todo esse alvoroço gerou desgaste nas relações entre a Anatel, as Concessionárias e o Governo Federal, em razão de a Anatel ter decidido, apesar da crise política que se iniciou, cumprir os contratos de concessão. Apesar de sua decisão, a Anatel reconheceu que o aumento das tarifas seria elevado e aconteceria em um momento desfavorável, devido à desconfiança da capacidade de o novo governo manter a estabilidade monetária.

É certo que, se levado a efeito, esse reajuste causaria, inexoravelmente, impacto em vários segmentos do país, principalmente consumidores e empresas privadas. Tais impactos foram caracterizados como custo político pela variável 'D(r=P)' descrita no modelo apresentado no capítulo III do presente trabalho.

O fracasso nas negociações com a Anatel e com as Concessionárias Telefônicas não pôs termo à discussão sobre os reajustes das tarifas de telefonia. Ao contrário, o Ministro das Comunicações à época, Miro Teixeira, movimentou o

arcabouço político e judicial, a fim de que fossem adotadas as medidas cabíveis para anular a cláusula contratual que prevê o reajuste das tarifas telefônicas pelo índice IGP-DI. Segundo ele, o Governo Federal não pretendia descumprir integralmente o contrato, mas tão-somente abrandar o aumento das tarifas, de modo a viabilizar a continuidade do acesso da população aos serviços de telefonia. Ressalte-se que tal posição não foi unânime dentro do Governo Federal, pois vários de seus membros divergiram da atuação daquele ministro, defendendo a decisão da Anatel. Em outros termos, o posicionamento desse segmento do governo atentou para o custo de credibilidade, definido como 'C(r)', que o Governo incorreria ao impedir a ratificação do reajuste das tarifas telefônicas conforme o disposto nos contratos de concessão.

A polêmica em torno desse reajuste ganhou contornos ainda mais acentuados a partir do início das investigações do Ministério Público Federal, que solicitou à Anatel informações sobre a questão. O MP tinha como objetivo avaliar um possível desequilíbrio econômico-financeiro entre as concessionárias de serviço público e os consumidores.

Caso as investigações apontassem indícios de abusividade dos aumentos das tarifas de telefonia, o MP teria interesse em ajuizar Ação Civil Pública objetivando minorar o reajuste decidido pela Anatel. Além dele, várias entidades tinham interesse no ajuizamento de ações judiciais com o mesmo objeto.

No final de junho de 2003, órgãos de defesa do consumidor e Ministério Público informaram o ajuizamento de ações judiciais para suspender a aplicação do IGP-DI nos reajustes das tarifas de telefonia fixa. Tais ações judiciais foram fundamentadas basicamente nos seguintes argumentos: onerosidade excessiva a ser suportada pelo

consumidor a partir do aumento exorbitante das tarifas de telefonia<sup>40</sup> (art. 51, Código de Defesa do Consumidor); abusividade do reajuste, se efetuado pelo índice contratado com a Anatel; e impacto negativo na economia do país.

Esses pleitos judiciais, em regra, tinham por objetivo a substituição do índice IGP-DI pelo IPCA, Índice de Preços ao Consumidor Amplo, para o reajuste das tarifas telefônicas; isso porque o IPCA teria alcançado 17% nos 12 meses anteriores ao reajuste de 2003; de outro lado, o IGP-DI, para o mesmo período, teria acumulado o percentual de 30,05. Houve também ações judiciais pleiteando a substituição do IGP-DI pelo INPC – Índice Nacional de Preços ao Consumidor. Considere, assim, tais índices como representativos do parâmetro ‘r’, reajuste concedido pelo PC, exposto no capítulo anterior.

Por sua vez, as concessionárias, em suas contestações, argüiram o princípio da segurança jurídica como fundamento suficiente para a imutabilidade das cláusulas dos contratos de concessão. Além disso, foi incessantemente posta em debate a questão de que a quebra dos contratos de concessão firmados entre o Poder Público e as empresas implicaria retração dos investimentos no setor.

Além das ações judiciais, alguns membros da Câmara Federal, apoiados pelo então Ministro das Comunicações, suscitaram a possibilidade de instauração de uma CPI - Comissão Parlamentar de Inquérito, para investigação dos contratos de concessão firmados entre a Anatel e as empresas de telefonia. À época, o Ministro destacou que o iminente envolvimento do Poder Legislativo e do Poder Judiciário

---

<sup>40</sup> Art. 51, Código de Defesa do Consumidor: “São nulas de pleno direito, entre outras, as cláusulas contratuais relativas ao fornecimento de produtos e serviços que: IV - estabeleçam obrigações consideradas iníquas, abusivas, que coloquem o consumidor em desvantagem exagerada, ou sejam incompatíveis com a boa-fé ou a equidade; § 1º Presume-se exagerada, entre outros casos, a vontade que: III - se mostra excessivamente onerosa para o consumidor, considerando-se a natureza e conteúdo do contrato, o interesse das partes e outras circunstâncias peculiares ao caso.”



poderia gerar uma nova tentativa de acordo, dessa vez de iniciativa das próprias companhias, de modo que tais concessionárias não viessem a suportar os efeitos das decisões judiciais.

#### **IV.1.2) Decisões do Poder Judiciário**

Como dito anteriormente, a Anatel decidiu pela adoção do índice IGP-DI, ou P, para reajustamento anual das tarifas de telefonia no exercício de 2003, conforme previsto nos contratos de concessão firmados com as telefônicas. Essa decisão da referida agência reguladora ocasionou conflito de interesses entre entidades públicas e privadas, pois, de acordo com o Ministério Público Federal, a adoção do referido indexador, calculado pela Fundação Getúlio Vargas, não refletiria a variação inflacionária do período, gerando um aumento abusivo (considere  $\bar{P}$ ) dos preços públicos de telefonia fixa<sup>41</sup>.

O Governo Federal, manifestamente contra a decisão dessa agência reguladora, incentivou tanto o ajuizamento de ações judiciais quanto a instauração de uma CPI para investigar possíveis fraudes nas empresas telefônicas<sup>42</sup>. Ademais, o Ministério Público Federal, fiscal da lei, iniciou processo de apuração de possíveis irregularidades na concessão do reajuste, bem como abusividade do aumento das tarifas, causando onerosidade excessiva ao consumidor.

Naturalmente, essa questão repercutiu nacionalmente. Diversas entidades privadas interessadas e o Ministério Público Federal socorreram ao Poder Judiciário, para que fosse adotado indexador diverso do autorizado pela Anatel.

---

<sup>41</sup> Petição inicial Ministério Público Federal – Ação Civil Pública n.º 2003.81.00.015219-2 – Seção Judiciária do Ceará.

<sup>42</sup> Tais ações poderia ser interpretadas como uma tentativa de quebra de contrato “indireta”.

**Tabela 3**

**Distribuição Geográfica do Ajuizamento das Ações**

Região Geográfica		Incidência	%
<b>Sudeste</b>	Rio de Janeiro	9	21,95
	São Paulo	6	14,63
	Minas Gerais	4	9,76
	Espírito Santo	1	2,44
	Total	20	48,78
<b>Nordeste</b>	Pernambuco	2	4,88
	Bahia	2	4,88
	Sergipe	2	4,88
	Rio Grande do Norte	1	2,44
	Ceará	1	2,44
	Piauí	1	2,44
	Total	9	21,96
<b>Centro-Oeste</b>	Distrito Federal	4	9,76
	Goiás	1	2,44
	Tocantins	1	2,44
	Total	6	14,64
<b>Sul</b>	Rio Grande do Sul	2	4,88
	Santa Catarina	1	2,44
	Paraná	1	2,44
	Total	4	9,76
<b>Norte</b>	Amapá	2	4,86
	Total	2	4,86
<b>Total Geral</b>		<b>41</b>	<b>100</b>

Fonte: *Judiciário e Regulação Econômica: A judicialização da política tarifária do setor de telecomunicações em 2003*, Tabela 2.

Calcula-se que foram ajuizadas cerca de 45 ações judiciais em todo o país, tanto na justiça federal quanto na justiça estadual. Em todas as ações judiciais propostas houve o pedido de antecipação dos efeitos da tutela<sup>43</sup>, pedido esse que, se deferido, alteraria de imediato os critérios de cálculo do reajuste em tela. A título elucidativo, confira-se acima a distribuição geográfica das ações ajuizadas em todo o país.

<sup>43</sup> Deferido o pedido de antecipação da tutela, o juiz antecipa os efeitos da sentença, mas em caráter provisório e passível de reforma. Em outras palavras, os efeitos de uma decisão em antecipação de tutela e de uma sentença são, em regra, os mesmos; no entanto, essa é definitiva, enquanto aquela é provisória e mutável.

Vê-se, de maneira clara, que os resultados tabela 4 indicam notória desigualdade na distribuição geográfica das ações judiciais ajuizadas em todo o país. Como se observa, as ações incidiram predominantemente na região sudeste, onde estão situadas grandes metrópoles, tais como São Paulo, Rio de Janeiro e Belo Horizonte.

Sob outra perspectiva, os dados da tabela 5 demonstram que o reajuste das tarifas telefônicas – exercício de 2003 - repercutiu em diferentes segmentos da país, tais como consumidores, entidades públicas e privadas, órgãos do governo e Ministério Público.

**Tabela 4: Distribuição das Ações segundo os Requerentes**

<b>Tipo de Requerente</b>	<b>Incidência</b>	<b>%</b>
Cidadãos	10	20
Ministério Público ( Ministério Público Federal e Estadual)	9	18
Procons	8	16
Associações e Institutos de Defesa do Consumidor	7	14
Organizações Diversas de Sociedade Civil	7	14
Secretários de Justiça dos Estados e Municípios	3	6
Ordem dos Advogados do Brasil - OAB	2	4
Parlamentar	1	2
Estado	1	2
Município	1	2
Sindicato	1	2
<b>Total</b>	<b>50</b>	<b>100</b>

**Fonte:** *Judiciário e Regulação Econômica: A judicialização da política tarifária do setor de telecomunicações em 2003*, Tabela 3.

Para o que ora importa, no Juízo da 2ª Vara Federal de Fortaleza, Seção Judiciária do Ceará, foi proferida a primeira decisão que deferiu o pedido de tutela antecipada formulado na petição inicial. O Ministério Público Federal, autor dessa ação, pretendeu obter provimento liminar para suspender a aplicação dos reajustes autorizados pela Anatel, os quais incidiriam nos preços dos serviços prestados pelas concessionárias, cujo percentual de aumento seria: 25%, assinatura residencial e pulso; 41,75%, assinatura e habilitação não residenciais e tronco; 25%, crédito de cartão

telefônico; 24,85%, longa distância nacional; e 10,54%, longa distância internacional. O MP afirmou que “os reajustes autorizados pela Anatel decorrem da aplicação da variação do IGP-DI que, embora previsto nos diversos contratos de concessão, representa índice que não traduz a real evolução do fenômeno inflacionário”.

Argumentou ainda que a cláusula contratual que prevê o reajuste pelo IGP-DI é abusiva, notadamente em razão da existência de outros índices que melhor refletiriam a evolução do fenômeno inflacionário. Além disso, asseverou, por fim, que a própria Constituição da República preceitua, em seu art. 175, que lei ordinária<sup>44</sup> regulamentaria o procedimento de política tarifária, entendida como a adoção de índices razoáveis para reajustamento de tarifas de serviços públicos prestados por concessionárias ou diretamente pelo Poder Público<sup>45</sup>, a fim de manter o equilíbrio econômico-financeiro do contrato. (LEI N.º 8987/95 – ART.9º)

Em síntese, o MP destacou que, se adotado o IGP-DI, haveria intenso desequilíbrio contratual em desfavor dos usuários de telefonia fixa, além de dificultar o acesso a novos usuários. Por fim, alegou que os valores universais de justiça e de boa-fé não foram observados, e que o reajuste causaria enriquecimento exorbitante das concessionárias.

Diante disso, segundo o Ministério Público, seria mais adequada a utilização do índice IPCA como referência, que reflete a variação dos preços dos produtos e dos serviços adquiridos por famílias, com remuneração de um a oito salários mínimos

---

<sup>44</sup> Na hierarquia das leis, entre a norma constitucional e a lei ordinária temos a lei complementar. Essa não inova matéria constitucional, mas simplesmente complementa a Constituição, assim como o regulamento o faz para a lei. Noutros termos, será objeto de lei complementar a matéria taxativamente prevista na Constituição Federal, enquanto todas as demais matérias serão objeto de lei ordinária.

<sup>45</sup> Constituição da República, art. 175: “Incumbe ao Poder Público, na forma da lei, diretamente ou sob o regime de concessão ou permissão, sempre através de licitação, a prestação de serviços públicos. Parágrafo único. A lei disporá sobre: I – o regime das empresas concessionárias e permissionárias de serviços públicos, o caráter especial de seu contrato e de sua prorrogação, bem como as condições de caducidade, fiscalização e rescisão da concessão ou permissão; II – os direitos dos usuários; III – política tarifária; IV – a obrigação de manter serviço adequado.”

mensais, da área urbana das regiões metropolitanas. Resumindo: “Esse índice, mais consentâneo, melhor se aproximaria dos preceitos insculpidos no artigo 175 da Constituição Federal”.<sup>46</sup>

Ressalte-se por fim que, se aplicado o IPCA, o reajuste tarifário apresentaria a seguinte composição: 14,34%, assinatura residencial e pulsos; 23,95%, assinatura, habilitação não residencial e tronco; 14,34%, crédito cartão telefônico; 14,28%, longa distância nacional; e 6,04%, longa distância internacional. A Tabela abaixo facilita a comparação do reajuste destes serviços quando aplicado os índices IGP-DI e IPCA.

**Tabela 5: Reajuste dos Serviços de Telefonia**

<i>Índice</i>	IGP-DI	IPCA
<b>Serviço</b>		
<b>Assinatura Residencial e Pulso</b>	25,00%	14,34%
<b>Assinatura e Habilitação não Residenciais e Tronco</b>	41,75%	23,95%
<b>Crédito de Cartão Telefônico</b>	25,00%	14,34%
<b>Longa Distância Nacional</b>	24,85%	14,28%
<b>Longa Distância Internacional</b>	1,54%	6,04%

Diante das alegações do Ministério Público, o Juízo da 2ª Vara Federal de Fortaleza deferiu o pedido de antecipação de tutela, para que fosse adotado o índice IPCA no reajuste das tarifas de telefonia fixa, sob pena de multa pecuniária diária no montante de R\$ 50.000,00, caso o cumprimento da decisão fosse postergado. O juízo determinou ainda que os percentuais de reajuste da cesta de produtos fossem amplamente divulgados pela Anatel e pelas concessionárias.

O Juiz prolator da decisão que deferiu o pedido de antecipação de tutela a fundamentou sob o argumento de que o IPCA é o índice que melhor refletiu à época a

<sup>46</sup> Ação Civil Pública n.º 2003.81.00.015219-2.

variação inflacionária do período e permitiria, naquele contexto, a recomposição da contraprestação devida às empresas concessionárias, de modo a manter o equilíbrio econômico-financeiro do contrato e concretizar a aplicação do princípio da proporcionalidade e dos preceitos normativos do art. 175 da Constituição Federal e do art. 6º da Lei n.º 8.987/95.

Posteriormente, foram proferidas outras decisões judiciais, todas sobre o mesmo objeto, emanadas de juízos de 1ª instância diversos – 4ª Vara Empresarial da Comarca do Rio de Janeiro; 21ª Vara Federal da Seção Judiciária do Rio de Janeiro; 5ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro; 11ª Vara da Seção Judiciária de Belo Horizonte, dentre outros. As ações judiciais que motivaram tais decisões versavam sobre o mesmo tema (reajuste de tarifas de telefonia) e, além disso, as partes no processo eram basicamente as mesmas.

Como se observa, tratava-se de tema de interesse nacional – critério a ser empregado no reajuste das tarifas relativas à prestação dos serviços de telefonia, envolvendo uma autarquia federal, a Anatel. Conseqüentemente, as inúmeras decisões judiciais proferidas referiam-se a atos de amplo alcance. Em casos que tais, quando a abrangência da lesão a direito ou dos efeitos de atos judiciais ultrapassem a jurisdição de diferentes tribunais, podendo repercutir em todo o país, impõe-se a atuação do Superior Tribunal de Justiça, pois a ele compete, constitucionalmente, explícita ou implicitamente, definir competência de foro e extensão territorial da respectiva decisão. Isso porque o STJ possui jurisdição em todo o território nacional.

Em síntese, a ocorrência de várias decisões judiciais de âmbito nacional acerca da questão em comento, proferidas ora pela Justiça local ora pela Justiça Federal,

justifica a reunião dos feitos sob uma única condução, de modo a uniformizar a orientação sobre o assunto e evitar decisões contraditórias.

Por essa razão, a Concessionária Telemar Norte Leste S.A. suscitou, em julho de 2003, conflito de competência<sup>47</sup>, perante o Superior Tribunal de Justiça, a fim de que todas as ações judiciais sobre a questão fossem reunidas em um único juízo. Requereu, inicialmente, o deferimento de liminar para suspender antecipação de tutela deferida na Justiça estadual.

O conflito de competência em questão foi distribuído aleatoriamente a um dos ministros do STJ, in casu, Ministro Castro Meira. Ressalte-se, por oportuno, que, devido ao recesso forense<sup>48</sup>, esse processo foi remetido ao Presidente do STJ à época, Ministro Nilson Naves, para que fosse analisado monocraticamente<sup>49</sup> o pedido de antecipação de tutela da Suscitante – Telemar Norte Leste S.A.

De início, o Ministro Presidente reconheceu a existência do Conflito de Competência<sup>50</sup> e determinou a oitiva das autoridades (juízos) apontadas em conflito. Em seguida, o então Presidente do STJ destacou a importância da junção das demandas para um único julgamento, a fim de evitar a superveniência de julgamentos discrepantes, com prejuízos para o conceito do Judiciário, como Instituição.

---

<sup>47</sup> Conflito de Competência n.º 039590; Superior Tribunal de Justiça.

<sup>48</sup> Regimento Interno do STJ: “Art. 21 – São atribuições do Presidente: (...) XIII – decidir: c) durante o recesso do Tribunal ou nas férias coletivas dos seus membros, os pedidos de liminar em mandado de segurança, podendo, ainda, determinar liberdade provisória ou sustação de ordem de prisão, e **demais medidas que reclamem urgência.**” (grifos aditados).

<sup>49</sup> Em regra, nos Tribunais de 2ª instância e nos Tribunais Superiores as causas são julgadas por um colegiado, formado por um grupo de magistrados. No entanto, em alguns casos previstos em lei, o julgador profere decisão monocrática, ou seja, decide a questão *sub judice* sem levá-la à discussão no colegiado.

<sup>50</sup> Código de Processo Civil, artigo 115, I: “Art.115. Há conflito de competência: I – quando dois ou mais juízes se declaram competentes.

Como fundamento de sua decisão, tal Ministro colacionou jurisprudência<sup>51</sup> pertinente ao assunto, da qual importa destacar o seguinte trecho: “o malefício das decisões contraditórias sobre a mesma relação de direitos consubstancia a espinha dorsal da construção doutrinária inspiradora do princípio do *simultaneus processus* a que se reduz a criação do *forum connexitatis materialis*. O acatamento e o respeito às decisões da Justiça constituem o alicerce do Poder Judiciário que se desprestigiaria na medida em que dois ou mais Juízes proferissem decisões conflitantes sobre a mesma relação jurídica ou sobre o mesmo objeto da prestação jurisdicional. A configuração do instituto da conexão<sup>52</sup> não exige perfeita identidade entre as demandas, senão que, entre elas, preexista um liame que as torne passíveis de decisões unificadas”.

Noutro aspecto, o Ministro Nilson Naves entendeu que a competência para julgamento dessa matéria é da União, pois há interesse de entidade autárquica e da própria União. Ademais, imprescindível o sobrestamento dos processos versando o tema do presente conflito, importando na escolha de um dos vários juízes em conflito para resolver, em caráter provisório, as medidas urgentes. Dos juízes federais em conflito, o Juiz da 2ª Vara Federal de Fortaleza teria sido o primeiro a se pronunciar, ficando, pois, designado a resolver as questões urgentes.

Por fim, ficou decidido: “até que a Seção competente do Superior Tribunal se pronuncie, ficam sem efeito todas as liminares já concedidas e as que vierem a ser concedidas, bem como todas as sentenças, salvo a liminar dada pelo Juiz Federal da 2ª Vara Federal de Fortaleza, que permanece em vigor em todo o território nacional.”

---

<sup>51</sup> Conflito de Competência n.º 19,686/DF, Relator: Ministro Demócrito Reinaldo, Diário de Justiça de 17,11,97.

<sup>52</sup> Código de Processo Civil, Artigo 103. “Art. 103. Reputam-se conexas duas ou mais ações, quando lhes for comum o objeto ou a causa de pedir.



Em 27 de agosto de 2003, a Primeira Seção do Superior Tribunal de Justiça decidiu, em caráter definitivo, sobre o conflito de competência suscitado pela Telemar Norte Leste S.A, instaurado a partir do ajuizamento, em todo o país, de diversas ações judiciais com o mesmo objeto - reajuste de tarifas de telefonia no exercício de 2003. Concluído o julgamento, esse órgão julgador reconheceu o conflito de competência e declarou competente o Juízo Federal da 2ª Vara da Seção Judiciária do Distrito Federal. Na mesma oportunidade, declarou nulos os atos praticados nessas ações judiciais conexas<sup>53</sup>.

A declaração de competência do Juízo da 2ª Vara Federal da Seção Judiciária do Distrito Federal foi pautada em argumentos notadamente objetivos. Vejamos: primeiramente, a ação proposta perante esse juízo foi a primeira a ser distribuída, em detrimento das demais ajuizadas em todo o país; noutro ponto, a Anatel, parte necessária nas demandas, tem sede na capital federal, o que, segundo as regras do Código de Processo Civil, atrai a competência para o Distrito Federal; e, finalmente, o juízo em comento foi o primeiro a proferir decisão<sup>54</sup>, confirmando de pronto a sua competência para decidir em julgamento único sobre todas as ações judiciais que versem sobre o reajuste das tarifas de telefonia fixa em 2003.

Decidido definitivamente o conflito de competência, tornou-se sem efeito a liminar concedida no juízo federal de Fortaleza, liminar essa em vigor até o julgamento do STJ que declarou competente a 2ª vara federal do DF; além disso, todas as ações

---

<sup>53</sup> Conflito de Competência n.º 39,590; Relator Ministro Castro Meira; Data do julgamento: 27/08/2003.

<sup>54</sup> Realmente, o Juízo da 2ª Vara Federal da Seção Judiciária do Distrito Federal foi o primeiro a proferir decisão sobre o reajuste das tarifas (Ação Civil Pública n.º 2003.34.00.031115-0). Há de se ressaltar, no entanto, que essa decisão não tratou do mérito da causa, mas tão-somente de questões processuais, no caso em tela, indeferimento da petição inicial, o que inviabiliza de pronto qualquer pronunciamento do juiz sobre o mérito. De outro lado, o Juízo da 2ª Vara Federal de Fortaleza foi efetivamente o primeiro a proferir decisão sobre o mérito, oportunidade na qual concedeu a antecipação da tutela requerida na petição inicial do MP (Ação Civil Pública n.º 2003.81.00.015219-2).

judiciais sobre o reajuste em tramitação no país foram remetidas ao juízo declarado competente, a fim de serem julgadas simultaneamente, evitando-se, assim, decisões contraditórias.

Na seqüência, o juízo da 2ª Vara Federal da Seção Judiciária do DF, em 11/09/2003, concedeu liminar, assegurando a aplicação da variação do Índice de Preços ao Consumidor Amplo – IPCA, e não do IGP-DI, para o reajuste máximo das tarifas dos serviços públicos de telefonia, por entender que a fixação de tarifas de serviços de telefonia mediante aplicação de índice que eleva sem justa causa o preço do serviço acarreta desequilíbrio do contrato e implica estabelecimento de obrigação excessivamente onerosa para o consumidor e usuário<sup>55</sup>. Segundo o juiz: “a pretexto da garantia de segurança jurídica não se pode invocar imutabilidade de cláusula contratual”. Ou seja, na visão do juiz o custo de credibilidade incorrido (C) não justificaria fazer  $r=P$ .

Passados alguns meses, em janeiro de 2004, as concessionárias, rés nas demandas judiciais, apresentaram perante o Superior Tribunal de Justiça pedido de Suspensão de Liminar<sup>56</sup>, para que fosse declarada suspensa a liminar que determinou a aplicação do IPCA nos reajustes de telefonia – exercício de 2003, liminar essa concedida pelo juízo federal da Seção Judiciária do DF, em vigor em todo o país. Nesse ponto, relacione a decisão da concessionárias com a decisão de litigar em  $t=4$ , no jogo do Capítulo III exposto na forma extensiva (Figura III).

---

<sup>55</sup> Artigo: Judiciário e Regulação Econômica: a judicialização da política tarifária do setor de telecomunicações em 2003.

<sup>56</sup> Suspensão de Liminar n.º 57; Superior Tribunal de Justiça; Relator Ministro Edson Vidigal.

Como fundamento do pedido, as empresas telefônicas sustentaram que, comparando o IGP-DI (índice contratado) e o IPCA<sup>57</sup> (índice estabelecido na decisão a ser suspensa), seria incorreta a adoção desse, eis que cada índice reflete uma realidade econômica distinta, sobre atividades produtivas diferentes, concluindo ser temerária a utilização de um índice como mero sucedâneo do outro.

Noutro ponto, as concessionárias, requerentes do pedido de suspensão de liminar, argumentaram que o IGP-DI, previsto no Edital de Privatização, norteando os investimentos no setor, bem como contratualmente ajustado entre as partes desde a privatização do sistema Telebrás, há mais de cinco anos, considera as atividades produtivas em atacado e enfoca custos com a importação, mostrando-se mais afinado para a atualização de custos inerentes à apresentação de um serviço de massa e “em que a importação de insumos é um dado relevante.”<sup>58</sup> Concluindo, acrescentaram que o IPCA, não refletindo as necessidades das concessionárias, gera o desequilíbrio econômico-financeiro dos contratos, afrontando a ordem econômica, notadamente quando as expõe a uma situação deficitária.

Ademais, afirmaram ser indevida a ingerência do Judiciário na questão, em que o índice ajustado seria legal, nada teria de abusivo, não estando, pois, a coibir eventuais abusos, mas ditando nova política setorial.

Ainda no que se refere às alegações das telefônicas, segundo as requerentes, a Lei Geral das Telecomunicações, n.º 9.472, de 16 de julho de 1997, atribui à Anatel a

---

<sup>57</sup> Afirmaram as empresas telefônicas no requerimento de Suspensão de Liminar que os principais componentes do cálculo do IPCA são: alimentação e bebidas (31,75%), com especificação de cada um dos gêneros (frutas, hortaliças, carnes, panificados); habitação (16,94%), artigos de residência (8,93%); vestiário (7,52%); transportes (14,37%), saúde e cuidados pessoais (8,86%). Parâmetro que seria equivocado, pois reflete custos próprios de pessoas físicas, conforme definição do IBGE.

<sup>58</sup> Relato feito pelo Ministro Edson Vidigal acerca da argumentação exposta pelas concessionárias na Suspensão de Liminar n.º 57/STJ.

competência para executar essa política, traduzindo-se a pretensão do Ministério Público, chancelada pela liminar que se pretendia à época suspender, verdadeira usurpação dessa função (art. 19, I e VII combinado com art. 103, §1º e §3º).

Admitir tal postura, argumentam as empresas, “significaria atribuir uma ilegalidade transitória ao maior índice inflacionário da ocasião, absurdo que mais se evidencia, quando se sabe que, para o próximo reajuste a ser concedido em junho de 2004, referente ao ano de 2003, a variação do IPCA tende a ser maior do que a do IGP-DI, em razão da notória queda do dólar no ano de 2003. E aí, o Judiciário vai novamente determinar a aplicação do índice mais baixo, qualquer que seja ele? Retoma-se o IGP-DI, tornando o IPCA ilegal para o reajuste? É um contra-senso que gera manifesto abalo à ordem econômica, caracterizado, sobretudo, pela escolha circunstancial e casuística do índice adequado para o reajuste de uma relação contratual presumivelmente estável.”<sup>59</sup>

Por fim, reiteraram os fundamentos trazidos em peças processuais anteriores, alegando que a decisão proferida pelo juízo federal da 2ª vara de Fortaleza: potencializa a responsabilização civil do Estado por quebra do equilíbrio econômico-financeiro do contrato de concessão; ofende a ordem econômica, pela insegurança jurídica a que induz; e concede um suposto benefício tarifário aos usuários com uma mão e o retira com a outra, trazendo comprometimentos futuros, na medida em que se afeta a qualidade e a continuidade do serviço, bem como as possíveis reduções tarifárias, com os ganhos de produtividade.

O pedido de Suspensão de Liminar foi endereçado ao Ministro Presidente do STJ, à época, Ministro Nilson Naves, pedido esse indeferido liminarmente pelo

---

<sup>59</sup> Suspensão de Liminar n.º 57; Superior Tribunal de Justiça; Relator Ministro Edson Vidigal.

magistrado. Ocorreu que, com a mudança da Presidência, assumiu, como relator da Suspensão de Liminar, o novo Ministro-Presidente, Edson Vidigal, o qual alterou de imediato aquela primeira decisão, para acolher o pedido das empresas, cassando a liminar que suspendeu a aplicação do IGP-DI, ao argumento de que a manutenção da liminar implicava potencial risco de lesão à economia pública e à ordem administrativa.<sup>60</sup>

Quando do julgamento da Suspensão de Liminar n.º 57 pela Corte Especial do STJ, o colegiado entendeu que o efeito da concessão da liminar com a determinação de suspender os efeitos dos Atos 37.166 e 37.167, de 26/06/2003 e 37.212, de 27/06/2003, da Anatel, para assegurar a aplicação do IPCA, exhibe potencial suficiente a provocar lesão à economia pública, indo de encontro ao interesse público, gerando, portanto, lesão à ordem pública-administrativa.

Entendeu, ainda, estar “caracterizado o risco inverso, refletido no cenário de insegurança jurídica que se instala, na medida em que a manutenção da liminar, que, em princípio, admite a quebra do equilíbrio dos contratos e despreza os vultosos investimentos feitos, pode sim causar perplexidade nos investidores, afastando-os, caos no sistema tarifário, a par de expor o país aumentando o risco Brasil e prejudicando o usuário que se buscou proteger.”<sup>61</sup>

Ademais, acredita esse colegiado ser bastante “relevante o argumento trazido pelas concessionárias, de que se fez opção pelo IPCA, sem o reconhecimento da ilegalidade do IGP-DI, o que justificaria, em tese, sua substituição, e a Anatel, a quem cabe executar política tarifária pré-fixada pelo Executivo, não poderia agir de forma diversa e adotar um índice diferente do estipulado em contrato. Portanto, o abalo à

---

<sup>60</sup> Artigo: Judiciário e Regulação Econômica: a judicialização da política tarifária do setor de telecomunicações em 2003,

<sup>61</sup> Voto do Ministro Relator na Suspensão de Liminar n.º 57/2004.

segurança jurídica decorre do fato, já mencionado, de que a opção pelo IPCA foi simplesmente porque se entendeu que a variação do IGP-DI foi excessiva, em uma análise comparativa, tal como assinalado; não há dúvida que a decisão que se pretende suspender ocasiona inegável estado de insegurança jurídica, haja vista que não se sabe qual o índice a ser ocasionalmente escolhido quando de um próximo reajuste”.<sup>62</sup>

Diante do exposto, a Corte Especial do STJ determinou fosse mantido o ato da Anatel, aplicando-se o reajuste das tarifas pelo indexador IGP-DI a partir da proclamação dessa decisão (01/07/2004). Conseqüentemente, o reajuste das tarifas por esse índice não teve efeito retroativo à data do ato da mencionada agência, em junho de 2003.

#### **IV.1.3) Conclusões sobre o embate do reajuste tarifário**

O evento descrito é emblemático porque o litígio judicial percebeu incentivos de setores influentes do novo governo, que passaram a questionar o reajuste das tarifas pelo IGP-DI, não obstante o referido índice constar dos contratos de concessão. Como visto no arcabouço teórico do presente estudo, a eficiência social da regulação requer um Judiciário forte, atuante e independente.

Assim, o evento evidencia a importância do respaldo jurídico ao marco regulatório instituído. Em outros termos, a insegurança jurídica favorece alterações oportunistas e ocasionais das regras do jogo para atender interesses políticos conjunturais que, ainda que legítimos, não são perseguidos por meio de regras transparentes e legalmente aprovadas.

---

<sup>62</sup> Julgamento da Corte Especial do STJ; Suspensão de Liminar n.º 57.

Portanto, a decisão final do Poder Judiciário revela-se alinhada à literatura que postula a relevância da estabilidade do ambiente regulatório para atração de investimentos diretos.

Não obstante, haja vista a sensibilidade do mercado acionário, é relevante cotejar a contribuição do evento ocorrido para uma percepção do risco regulatório menos favorável à atração de investimentos no setor de telecomunicações. Conforme estudo realizado em 2004 pela *Stern Stewart & Co.*<sup>63</sup>, “o mercado acionário é bastante sensível à estabilidade do marco regulatório que sustenta o setor. Os preços das ações negociadas em Bolsa antecipam expectativas futuras e um aumento no risco de captura do marco regulatório desencadeia perdas substanciais de valor para os acionistas”.

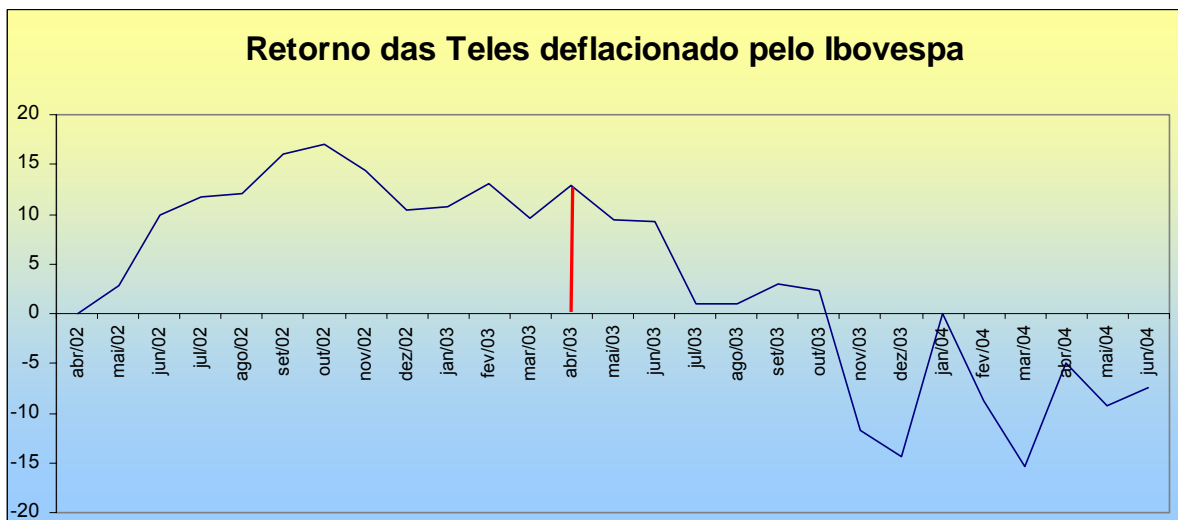
Desse modo, semelhantemente à idéia do estudo mencionado, foi elaborado o gráfico abaixo, baseado num índice teórico de desempenho das ações preferenciais e ordinárias das concessionárias oriundas da cisão do Sistema Telebrás, quais sejam: Telesp Participações e Telefônica Brasil *Data Holding*, Brasil Telecom (Operacional e Participações), Telemar Norte Leste e Tele Norte Leste Participações. Tal índice apresenta o retorno composto por estas empresas, ponderado pelo valor de mercado (*market cap*) de cada empresa e deflacionado pelo Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa), analisando o período de um ano anterior a abril de 2003, momento representativo do início das incertezas acerca do cumprimento dos contratos de concessão até a decisão proferida pelo STJ.

É possível constatar que o desempenho acionário das concessionárias de telefonia acima mencionadas apresenta ganho considerável em relação ao Ibovespa até abril de 2003.

---

<sup>63</sup> Análise da Rentabilidade do Setor de Telefonia Fixa no Brasil.

**Gráfico II: Retorno das Teles deflacionado pelo Ibovespa**



No período posterior à referida data percebe-se que o índice apresentou retorno inferior comparado ao índice representativo das principais ações negociadas na BOVESPA. Evidentemente muitos fatores podem constituir explicadores do desempenho do índice construído, não sendo plausível atribuir exclusivamente às incertezas do marco regulatório a alteração do comportamento verificado.

Não obstante, cabe citar que Jensen e Schmith (2008) argumentam que as reações do mercado acionário a eventos políticos proporcionam informações sobre como o contexto político pode afetar as expectativas futuras sobre a economia real. Isso porque o preço das ações representa a soma descontada (o valor presente) dos dividendos esperados e, como tal, servem como barômetro do desempenho econômico

futuro, ou seja:  $P = \sum \frac{(\text{Dividendos esperados})}{(1+r)^t}$ , onde 'P' representa o preço das ações, 'r'

a taxa de desconto (usualmente uma taxa livre de risco) e 't' o tempo.

Assim, os autores analisam as eleições brasileiras de 2002 por meio de regressões de séries temporais para estimar o impacto da probabilidade esperada de



vitória dos principais candidatos presidenciais sobre a média e volatilidade do mercado de ações brasileiro<sup>64</sup>. O raciocínio desde argumento reside no entendimento de que o movimento dos preços no mercado acionário ajustam-se não apenas aos eventos políticos, mas, também, à probabilidade de ocorrência dos mesmos.

Nessa perspectiva, é admissível relacionar a instabilidade regulatória, decorrente de intervenções arbitrárias sobre o marco regulatório instituído, com as expectativas futuras sobre o comportamento do setor regulado. No caso em questão, sabe-se que a autorização para o reajuste tarifário das tarifas telefônicas do STFC é divulgada, geralmente, em junho, com efeitos à partir de julho. Contudo, o destaque do mês de abril não é fortuito, uma vez que as declarações, inclusive do Ministro das Comunicações vigente à época, de contrariedade ao reajuste das tarifas pelo índice definido em contrato remontam esta data.

Convém mencionar a reação positiva do mercado acionário quando do julgamento, em 27/08/2003, do conflito de competência pelo STJ, concentrando as ações na 2ª Vara da Justiça do DF todas as ações que questionavam o reajuste da telefonia fixa homologado pela Anatel no final de junho. Como provimento de exemplos, o papel PN da Telemar subiu 2,39%; já a ação PN da operadora Brasil Telecom valorizou 3,85%, enquanto a Embratel PN teve alta de 2,42%.

Tal reação decorreu das expectativas do mercado de telecomunicações diante da possibilidade do Judiciário convalidar o reajuste das tarifas de telefonia fixa pelo IGP-DI. Contudo, contrariando tais expectativas, em 11/09/2003, como exposto no relato da polêmica, a Justiça Federal do DF concedeu liminar, assegurando o IPCA

---

<sup>64</sup> Foi utilizado o modelo condicional de heterocedasticidade autoregressiva generalizada (na terminologia anglo-saxônica "Generalised Autoregressive Conditional Heteroskedasticity"). Constataram uma relação positiva entre o aumento da volatilidade do mercado acionário brasileiro e o favoritismo de Lula, atribuída às decisões sobre quais as preferências e orientações de política decorreriam da vitória deste candidato.

como o índice de reajuste. Logo na abertura do mercado de ações da manhã seguinte o índice que reúne as empresas do setor de telecomunicações apresentou queda de 2,12%<sup>65</sup>. As ações da Telemar (PNA) tiveram queda de 3,86%; as da Brasil Telecom (PN), queda de 3,1%; as da Telefônica (Telesp PN), 1,8%.

Como se sabe o STJ restabeleceu, em 01/07/2004, o IGP-DI como indexador para as tarifas telefônicas do exercício 2003/2004, suspendendo a liminar da Justiça Federal de Brasília, que substituía o índice pelo IPCA. Segundo analistas de mercado<sup>66</sup> tal decisão foi positiva, pois promoveu a redução da preocupação dos investidores em relação às alterações das regras contratuais. Não obstante, cabe destacar que o longo período de indefinição jurídica sobre a questão em tela não favorece a segurança quanto ao cumprimento dos contratos. Tal evidência realça os custos de litígio incorridos pelas concessionárias (I<sub>CT</sub>), discutidos no capítulo anterior.

Nessa perspectiva, vale observar que as considerações realizadas no Capítulo III, no sentido de que um ambiente de estabilidade jurídica facilita a realização de transações mais complexas e a atração de investimentos que dependem da proteção da lei para oferecerem uma relação risco *versus* retorno atrativa para o investidor, são pertinentes no contexto em análise.

---

<sup>65</sup> Conforme notícia “Ações de teles caem com decisão desfavorável sobre tarifas” da Folha Online; ver <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u73494.shtml>.

<sup>66</sup> Ver <http://www1.folha.uol.com.br/folha/dinheiro/ult91u86269.shtml>.

## Conclusão

O estudo em análise se propôs a discutir a institucionalização da regulação econômica como condição-chave para a garantia da orientação técnica das decisões e regularidade dos procedimentos regulatórios. Desse modo, o trabalho foi orientado pelo marco teórico da Nova Economia Institucional, destacando recortes teóricos da Análise Econômica do Direito juntamente ao debate econômico da regulação.

Assim, o capítulo primeiro objetivou evidenciar a pluralidade do processo regulatório ao relatar contribuições de estudos que ressaltam a importância de incorporar conceitos tradicionalmente centrais das ciências políticas e do direito na discussão da robustez do marco regulatório.

Já o capítulo segundo foi estruturado de modo a expor como o fenômeno risco regulatório pode ser abordado sob diferentes óticas de estudo. Nessa perspectiva, foi objeto de análise, em primeiro, a importância do arcabouço político no debate em tela, destacando a questão da alternância do poder político entre grupos com percepções e interesses divergentes. Nesse contexto, argumentou-se que o marco regulatório pode não ser considerado uma salva-guarda adequada contra a discricionariedade administrativa, sobretudo quando o executivo tem domínio sobre a agenda legislativa.

Em seguida, o trabalho intentou revelar um pouco da contribuição jurídica para o entendimento do tema risco regulatório, diferenciando esse fenômeno do chamado fato do príncipe. Desse ponto vista foi possível evidenciar duas razões para que a atividade reguladora conforme um fator de risco. A primeira decorre do tipo de regulação e dos instrumentos utilizados para convalidar os objetivos regulatórios, os quais podem afetar o potencial de retorno econômico dos entes regulados. Em segundo, foi mencionada a

possibilidade de ocorrência de alterações da regulação durante o período de vigência do contrato, destacando, assim, o “risco da discricionariedade, da arbitrariedade, da parcialidade ou da falta de credibilidade do regulador” (Cassagne e Ortiz, 2004).

Nesse sentido, o estudo indica que o Judiciário pode ser considerado uma instituição em termos econômicos, uma vez que representa um mecanismo no qual as disputas sobre a alocação dos direitos são decididas de acordo com normas e regras da sociedade. Assim, argumentou-se que a robustez do arcabouço legal regulatório está relacionada com uma regulação elaborada com caráter geral, objetiva e global, como é próprio de toda norma, não admitindo dispensas, nem tratamento singulares, nem alterações arbitrárias e ocasionais das regras do jogo. Tais características são fundamentais para habilitar os agentes econômicos a desenhar, com certo grau de segurança, suas políticas de atuação. Em outros termos, é possível concluir que a eficiência do sistema Judiciário é crucial, não somente pelas próprias disputas, mas também para todas as outras instituições. Na medida em que o judiciário faz cumprir (*enforce*) a legalidade das decisões e monitora, quando provocado, todas as outras instituições, um judiciário fraco pode afetar todas as outras regulações e direitos.

Contemplados alguns dos aspectos políticos e jurídicos que cercam o debate da robustez do marco regulatório foi discutida a percepção econômico-financeira sobre o tema risco regulatório. Tal discussão objetivou, inicialmente, aclarar como o tema citado pode constituir objeto de análise em diferentes campos da teoria econômica. Como provimento de exemplos, é pertinente destacar os efeitos de uma inconsistência regulatória sobre o custo de capital da firma; a forma como esse custo de capital pode ser afetado por diferentes formas de regulação e, por fim, o cômputo da reação da firma em razão do efeito de uma dada regulação sobre seu custo de capital.

Foi proposto discutir, ainda que sucintamente, o modelo CAPM de apreçamento de ativos e a importância da determinação do custo de capital para as decisões de investimento no processo de avaliação de ativos. Assim, o trabalho fez menção a estudos que apontam que o arcabouço regulatório institucional exerce impacto sobre a estrutura de capital de uma empresa de telecomunicações e os incentivos ao investimento. Foi visto que quando abordado num contexto de avaliação do custo de capital e das metodologias consagradas para sua estimação, como o modelo CMPC/CAPM, o risco regulatório, quando existe, deve ser expresso pelo beta firma.

Um aspecto importante nessa discussão foi a distinção apontada entre duas formas conceituais do fenômeno risco regulatório. Uma emerge a partir de fatores que são exógenos (tais como choques macroeconômicos), externos ao regulador e ao regulado, porém que exercem impacto sobre o arcabouço regulatório empregado. Recorreu-se a um modelo de Wright, Mason e Miles (2003) para demonstrar que uma empresa submetida ao regime de regulação preço-teto tem seu beta aumentado, uma vez que observa maior variabilidade do lucro auferido.

Já uma análise sob outro ângulo da questão ressaltou as normas e regulamentos futuros que adicionem risco sistemático às operações da empresa. Ou seja, a atividade regulatória futura, incerta para a firma, a partir do estabelecimento de novas condutas, normas e regulamentos não antecipados. Essa segunda forma citada restringe a extensão do entendimento acerca do significado de risco regulatório a resultados que não possuem efeitos diversificáveis, mas que têm efeitos sistemáticos. Vale dizer que a análise preocupou-se em ratificar que o regulador, por si só, não representa risco, ainda que interfira no processo regulatório de modo imprevisível. Dessa forma, o risco

regulatório surge somente quando o exercício regulatório tenha como consequência uma correlação entre os retornos da firma e algum fator de risco sistemático.

Essa segunda forma conceitual do fenômeno risco regulatório constituiu o foco principal do presente estudo, que destinou o capítulo seguinte à elaboração de um modelo teórico para debater conflitos entre o Poder Concedente e a Concessionária durante a vigência de um contrato de concessão. Do modelo pode-se concluir que a constatação de sistemas legais e judiciais imparciais é condição-chave para o desenvolvimento de um complexo e duradouro sistema de contratos, requisito fundamental para o desenvolvimento de um setor econômico como o das telecomunicações.

Em outros termos, o modelo desenvolvido e exposto no Capítulo III sugeriu que o comportamento dos agentes e, por consequência, seus *payoffs* esperados, está sujeito à percepção sobre segurança jurídica que possuem em relação ao cumprimento das regras previstas em contrato. Nesse sentido, argumentou-se que a previsibilidade do marco regulatório estabelecido requer um Judiciário não apenas independente, mas, também, eficiente.

No Capítulo IV o trabalho se propôs a descrever a polêmica do reajuste anual das tarifas telefônicas no exercício de 2003, verificando sua correspondência com modelo apresentado no Capítulo III. Tal episódio atestou a importância do debate realizado previamente, uma vez que questionou a credibilidade do marco regulatório instituído ao desconfigurar os limites do poder decisório da Anatel e introduzir a possibilidade de intervenção arbitrária no processo de revisão das tarifas no setor de telecomunicações. Isso porque, em primeiro, verificou-se um prejuízo à autonomia administrativa da Anatel em razão da interferência política no processo de reajuste. Não

obstante o referido órgão regulador resolver pela manutenção das regras contratuais é indiscutível o comprometimento de sua independência decisória diante da ingerência política no processo de regulação tarifária.

Em segundo, ficou evidente que segmentos do Judiciário substituíram a determinação de uma agência reguladora na tomada de uma decisão de alta complexidade técnica. Ademais, vale ressaltar que lentidão da Justiça combinada com a falta de uniformidade nas decisões do Judiciário foram evidentes no caso apreciado.

Indubitavelmente a modificação da decisão judicial pelo STJ, possibilitando as operadoras a aplicar o reajuste pelo IGP-DI, conforme as regras contratuais estabelecidas, foi importante para sinalizar o respeito às cláusulas de contratos administrativos e, desse modo, a estabilidade do conjunto de regras reguladoras. Contudo, é oportuno dizer que se as determinações concedidas pelo Judiciário no sentido do cumprimento dos contratos fossem mais eficientes o impacto econômico seria suavizado, sobretudo num ambiente econômico dotado de uma eficiência informacional<sup>67</sup> cada vez maior.

Tal argumento encontrou respaldo na construção de um índice teórico de desempenho das ações preferenciais e ordinárias das concessionárias oriundas da cisão do Sistema Telebrás, quais sejam: Telesp Participações e Telefônica Brasil Data Holding, Brasil Telecom (Operacional e Participações), Telemar Norte Leste e Tele Norte Leste Participações. Buscando evidenciar a sensibilidade do mercado acionário à sensibilidade do marco regulatório foi construído um gráfico que apresenta o retorno deste índice ponderado pelo valor de mercado das empresas mencionadas e

---

<sup>67</sup> Por eficiência informacional entende-se a tendência dos preços em um mercado incorporarem rápida e plenamente novas e relevantes informações.

deflacionado pelo Índice da Bolsa de Valores de São Paulo (Ibovespa). Foi possível perceber que o desempenho do retorno do setor representativo das teles apresentou evidente queda de rendimento frente ao Ibovespa quando do início do questionamento do cumprimento das regras dos contratos de concessão.

Nessa perspectiva, o presente trabalho ressalta desejabilidade de configurar um marco regulatório caracterizado pela efetiva autonomia das agências reguladoras para, entre outros motivos, suavizar as mudanças na regulação dos mercados. Argumenta-se que alterações súbitas nessa área, em razão da natural alternância do poder político, aumentam a incerteza e resultam em maior custo de capital. Tal argumento foi convalidado pela discussão acerca do cálculo da taxa de risco de um projeto, no qual o risco regulatório constitui um importante componente.

Contudo, vale dizer que a conclusão do estudo em tela não visa a interceder por uma 'independência desejável' que seja absoluta e justifique a discricionariedade burocrática, desabonando, assim, o rigor no controle democrático e legal das agências reguladoras. De outro modo, busca-se apenas ressaltar a importância da constatação de um ambiente de estabilidade institucional para que os marcos regulatórios não sejam diretamente responsivos às percepções do governo de plantão.

Em suma, quanto menor o risco regulatório, menor a taxa de retorno exigida pelas empresas para atuar no setor, favorecendo, então, o potencial de incremento do excedente do consumidor. Para isso, é vital fortalecer as agências reguladoras, tornando-as menos vulneráveis às interferências políticas, para a devida organização (regulação, outorga e fiscalização) do mercado em que atuam. Tal orientação é um condicionador do desenvolvimento de setores como o de telecomunicações que, em



decorrência da evolução tecnológica, requer uma contínua incorporação de novos elementos e soluções ao seu modelo.

## BIBLIOGRAFIA

- Alencar, C. T. e Schumacher, L. M. 2003. "Manutenção e Reposição do Equilíbrio Econômico-Financeiro dos Contratos de Concessões de Rodovias: Avaliação das Revisões e Reajustes de Tarifas no Brasil". São Paulo: Escola Politécnica da USP, Boletim Técnico.
- Alston, L.J. and B. Mueller. 2006. "Pork for Policy: Executive and Legislative Exchange in Brazil," **The Journal of Law Economics and Organization**. Vol.22, N°.1 Spring.
- Andres, L., Azumendi, S. L., Guasch, J. L., 2008. "Regulatory Governance and Sector Performance: Methodology and Evaluation for Electricity Distribution in Latin America". World Bank Policy Research Working. Paper No. 4494.
- Berg and Gutierrez, 2000. "Telecommunications liberalization and regulatory governance: Lessons from Latin America". **Telecommunications Policy**. Vol. 24, 865-884.
- Bragança G. F, Rocha, K., Camacho, F., 2006. "A Taxa de Remuneração do Capital e a Nova Regulação de Telecomunicações". **Ipea**, (Texto para Discussão, 1.160).
- Coase, R. H., 1937. "The Nature of the Firm". **Economica**, New Series, 4: 387-405.  
-----1960. "The Problem of Social Cost". **Journal of Law & Economics**, 3: 1-44
- Coase, R. H., 1992. "The Institutional Structure of Production", **American Economic Review**, 92 (4), pp. 713-19.

- Correa, P., M.A. Melo, B. Mueller and C. Pereira. 2006. Regulatory Governance in Infrastructure Industries: Assessment and Measurement of Brazilian Regulators, Washington, **The World Bank, Trends and Policy**, Options Series, N° 3.
- Coutinho, P. et alii., 2003. Determinação da taxa de retorno adequada para concessionárias de distribuição de energia elétrica no Brasil. Relatório Final Fubra.
- De Fraja, G., Stones, C., 2003. "Risk and capital structure in the regulated firm". **University of New York**.
- Estache, A., Guasch, J. L. and Trujillo, L., 2003. "Price caps, efficiency payoffs and infrastructure: contract renegotiation in Latin America". Policy Research Working Paper Series, 3.129.
- Gaetani, F., 2003. "O Governo Lula e os desafios da política regulatória no setor de infra-estrutura.". VIII Congresso Internacional del CLAD sobre la Reforma del Estado y de la Administración Pública, Panamá.
- Gentzoglani, A., 2004. "Regulatory risk, cost of capital and investment decisions in the telecommunications industry: international comparisons". 31ª Conferência EARIE, Alemanha, (Working Paper).
- Granger, C.W.J., 1969. "Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods." **Econometrica**, Vol. 37, 24-36.
- Hart, Oliver D., and John Moore (1988). "Incomplete Contracts and Renegotiation," **Econometrica**, 56, 755-785.

- Herrera, A., 2001. *Introdução ao Estudo da Lei Geral de Telecomunicações do Brasil*. São Paulo: Ed. Singular.
- Jensen, N. M. and Schmith, S., 2005. "Market Responses to Politics: The Rise of Lula and the Decline of the Brazilian Stock Market". *Comparative Political Studies*, Vol. 38 Nº 10, 1245-1270.
- Lee, J., 2005. "Incomplete Information, Renegotiation, and Breach of Contract," *Economics Bulletin*, vol. 3(5), pages 1-7.
- Levy, B. and Spiller, P.T. 1996. "The Institutional Foundations of Regulatory Commitment: A Comparative Analysis of Telecommunications Regulation", Cambridge University Press, **Jornal of Law, Economics and Organization**, Vol 10, Nº, 201-46.
- Levy, B. and Spiller, P.T., 1993. "Regulations, institutions and commitment in telecommunications: a comparative analysis of five country studies". In: *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*, p. 215-256.
- Maher, M., 1997. "Transaction cost economics and contractual relations." **Cambridge Journal of Economics**, Vol. 21, 147-170.
- Miceli, T., 1997. **Economics of the Law**. Oxford University Press.
- Mueller, B. e C. Pereira, 2002. "Credibility and the Design of Regulatory Agencies in Brazil," **Brazilian Journal of Political Economy**, Vol. 22, Nº 3(87), July-Sept: 65-88.
- Mueller, B. 2001, "Institutions for Commitment in the Brazilian Regulatory System", **The Quarterly Review of Economics and Finance**, Vol. 41, 621-643.

- North, D., 1994. "Economic performance through time". **The American Economic Review**, Vol. 84, N° 3.
- North, D., 1996. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge, New York and Melbourne: Cambridge University Press.
- OFCOM, 2005. "Ofcom's approach to risk in the assessment of the cost of capital". Final Statement. Office of Communications.
- Ortiz, A., 2005. "La Liberalización de los Servicios Públicos en Europa. Hacia un nuevo modelo de regulación para la competência". In: Cassagne, C e Ortiz, A. (Eds.) **Servicios Públicos, Regulación y Renegociación**. Buenos Aires: Abeledo Perrot.
- Presidência da República e Casa Civil, 2003. Análise e Avaliação do Papel das Agências Reguladoras no Atual Arranjo Institucional Brasileiro: Relatório do Grupo Interministerial. Brasília, Dezembro.
- Zylberztajn, D. & Sztajn, R., 2005. **Direito e Economia: Análise Econômica do Direito e das Organizações**. Rio de Janeiro. Ed. Campus.
- Wang, N., 2003. "Coase on the nature of economics". **Cambridge Journal of Economics**, Vol. 27, N° 6, 2003.
- Waverman, L., Meschi, M. e Fuss, M., 2005. "The Impact of Telecoms on Economic Growth in Developing Countries". Working Paper, School of Information, University of Michigan.
- Wright, S., Mason, R. and Miles, D., 2003. "A study into certain aspects of the cost of capital for regulated utilities in the UK". Report for U.K. Economic Regulators and the Office of Fair Trading, Smithers, London.