



Tribunal de Contas da União



**FUNDAÇÃO
GETULIO VARGAS**

**Projeto de Apoio à Modernização e
o Fortalecimento Institucional
do Tribunal de Contas da União -
Aperfeiçoamento do Controle
Externo da Regulação**

- PRODUTO 3 -

**VALIDAÇÃO DE DADOS PARA GESTÃO
REGULATÓRIA: RAZÕES TEÓRICAS E ECONÔMICAS
DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL**



ÍNDICE

SUMÁRIO EXECUTIVO.....	iii
EQUIPE TÉCNICA.....	v
LISTA DE SIGLAS.....	vi
LISTA DE QUADROS.....	ix
I APRESENTAÇÃO E OBJETIVO	10
II FUNDAMENTOS TEÓRICOS.....	13
2.1 O QUE É ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO?	13
2.2 QUESTÕES CORRELATAS À ASSIMETRIA INFORMACIONAL	16
III IMPLICAÇÕES NA REGULAÇÃO	39
3.1 ARGUMENTAÇÃO TEÓRICA APLICADA À AGÊNCIA REGULADORA	39
3.2 INFORMAÇÕES DE NATUREZA NÃO-CONTÁBIL	42
3.3 CONSIDERAÇÕES INICIAIS SOBRE A INFORMAÇÃO CONTÁBIL	47
3.4 EVIDÊNCIAS DA MANIPULAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL POR ENTIDADES REGULADAS.....	59
3.5 RAZÕES ECONÔMICAS DA MANIPULAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL POR ENTIDADES REGULADAS	64
IV REGULAÇÃO DE TARIFAS DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA	71
4.1 ESTRUTURA TARIFÁRIA ADOTADA PELA ANEEL	71
4.2 ANÁLISE DA DEPENDÊNCIA INFORMACIONAL	82
V EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS.....	93
VI CONSIDERAÇÕES FINAIS E QUESITOS.....	97
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	109



SUMÁRIO EXECUTIVO

1. O presente relatório analisa a questão da assimetria informacional nas interações regulatórias relacionadas à definição, pela ANEEL, das tarifas de distribuição de energia elétrica.

2. Inicialmente, discute-se o referencial teórico da assimetria informacional e dos conceitos correlatos, como oportunismo, racionalidade limitada, custo de transação, sinalização, contra-sinalização e dependência unilateral. As definições desses conceitos estão sumarizadas no Quadro 1.

3. Feito isso, parte-se para as análises dos impactos e reflexos da assimetria informacional na relação entre a agência reguladora e o ente regulado, o que é feito sob duas abordagens: informações não-contábeis (de quaisquer naturezas) e informações contábeis. As principais conclusões da análise de diversas evidências indicam que as entidades reguladas manipulam as informações apresentadas às agências reguladoras, com o propósito de influenciar as decisões do regulador ao seu favor. Tal influência pode ser realizada:

- aumentando as vantagens que podem obter com a regulação, como aumentar a tarifa e aumentar as barreiras à entrada de novos ofertantes do serviço público;
- reduzindo os aspectos desfavoráveis da regulação, como adiar a liquidação da entidade e reduzir a transferência do ganho de eficiência aos consumidores.

4. O Quadro 2 sumariza as evidências de manipulação da informação contábil por entidades reguladas, com o propósito de influenciar as decisões do respectivo regulador.



5. Na seqüência, discute-se o mecanismo da regulação da tarifa de distribuição de energia elétrica efetivamente adotado pela ANEEL (Quadro 3), e a dependência informacional da ANEEL em relação às concessionárias distribuidoras de energia elétrica (Quadro 4).
6. A seção 5 apresenta experiências internacionais (do Banco Mundial e do NAO) com relação à mitigação dos efeitos negativos da assimetria informacional na regulação de tarifas.
7. Por fim, discute-se um arcabouço para a validação de dados e se propõe quesito para gestão regulatória no tocante à base de remuneração do setor de distribuição de energia elétrica.
8. Futuramente, pretende-se aprofundar o tema deste último ponto para se propor as questões de auditoria a serem investigadas pela equipe do TCU.



EQUIPE TÉCNICA

9. Por parte da FGV, a equipe técnica envolvida na preparação deste relatório foi composta por:

- Alketa Peci;
- André C. B. de Aquino;
- Fernanda Rechtman Szuster;
- Lana Montezano; e
- Ricardo Lopes Cardoso.

10. Por parte do TCU/SEFID, participaram da discussão sobre o material elaborado pela FGV:

- Ivan André Pacheco Rogedo;
- Ângelo Henrique Lopes da Silva;
- Leonardo Santos Macieira;
- Uriel de Almeida Papa;
- Marcelo Bemerguy;
- Maridel Piloto de Noronha; e
- Paulo Araújo.



LISTA DE SIGLAS

- ANATEL** – Agência Nacional de Telecomunicações
- ANEEL** – Agência Nacional de Energia Elétrica
- ANP** – Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis
- ANS** – Agência Nacional de Saúde Suplementar
- BACEN** – Banco Central do Brasil
- BNDES** – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
- BNSA** – Banco Nacional S.A.
- CADE** – Conselho Administrativo de Defesa Econômica
- CAPM** – *Capital Assets Pricing Model*
- CCC** – Conta de Consumo de Combustíveis
- CDE** – Conta de Desenvolvimento Energético
- CFC** – Conselho Federal de Contabilidade
- COFINS** – Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social
- CLT** – Consolidação das Leis do Trabalho
- CTPS** – Carteira de Trabalho e Previdência Social
- CVM** – Comissão de Valores Mobiliários
- DFC** – Demonstração do Fluxo de Caixa
- FGV** – Fundação Getúlio Vargas
- FND** – Fundo Nacional de Desestatização
- HMO** – *Health Maintenance Organizations*
- IASB** – *International Accounting Standards Board*
- IASC** – Índice de Satisfação dos Clientes
- INSS** – Instituto Nacional do Seguro Social
- IBNR** – Provisão de Sinistros Ocorridos e Não Avisados
- IBRACON** – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil
- ICMS** – Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Prestação de Serviços
- IFAC** – *International Federation of Accountants*
- IGP-DI** – Índice Geral de Preços Disponibilidade Interna
- IGP-M** – Índice Geral de Preços de Mercado



IPC-A – Índice de Preços do Consumidor Amplo
IR – Imposto de Renda
IRT – Índice de Reajuste Tarifário
ITC – *International Trade Commission*
KV – Quilovolts
LALUR – Livro de Apuração do Lucro Real
MinC – Ministério da Cultura
MPS – Ministério da Previdência Social
MWH – Megawatt-hora
NAO – *National Audit Office*
NBC T – Normas Brasileiras de Contabilidade Técnica
ONS – Operador Nacional do Sistema
OPS – Operadora de Plano de Assistência à Saúde
PCLD – Provisão para Crédito de Liquidação Duvidosa
PEPS – Primeiro que entra, primeiro que sai
PIS – Programa de Integração Social
PJ – Pessoa Jurídica
PROINFA – Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia Elétrica
RA – Rentabilidade do Ativo
RAET – Regime de Administração Especial Temporária
RAIS – Relação Anual de Informações Sociais
RN – Resolução Normativa
RTP – Índice de Reposicionamento Tarifário
SDE – Secretaria de Desenvolvimento Econômico
SEFID – Secretaria de Fiscalização de Desestatização
SIN – Sistema Interligado Nacional
SPC – Secretaria de Previdência Complementar
SRF – Secretaria da Receita Federal
SUSEP – Superintendência de Seguros Privados
TCU – Tribunal de Contas da União
TFSEE – Taxa de Fiscalização de Serviços de Energia Elétrica



Tribunal de Contas da União



F U N D A Ç Ã O
GETULIO VARGAS

UEPS – Último que entra, primeiro que sai

WACC – *Weighted Average Cost of Capital*

XBRL – eXtensible Business Reporting Language



LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Principais conceitos teóricos.....	36
Quadro 2 – Evidências do reflexo da regulação na manipulação da informação contábil.....	70
Quadro 3 – Composição da receita requerida	75
Quadro 4 – Dependência da ANEEL quanto às informações relativas à tarifa e fontes para validação	89



I APRESENTAÇÃO E OBJETIVO

11. Este relatório apresenta os resultados do estudo da “Validação de Dados para Gestão Regulatória: Razões Teóricas e Econômicas da Assimetria Informacional” entre o órgão regulador e as empresas reguladas, referente ao Produto 3 – Desenvolvimento de Métodos e Técnicas, que faz parte do Projeto de “Apoio à Modernização do Tribunal de Contas da União – Aperfeiçoamento do Controle Externo da Regulação”, cujo contrato de prestação de serviços nº 04/47-944 foi firmado entre o TCU e a FGV.

12. Desta forma, foi solicitado pela equipe do Tribunal de Contas da União à Fundação Getúlio Vargas apresentar relatório contendo:

- a) revisão bibliográfica sobre “Assimetria de Informação: o que é?”, suas motivações e a teoria que explica o fenômeno, sem a necessidade de exemplificar por natureza de informação;
- b) revisão bibliográfica sobre os efeitos da assimetria informacional nas relações entre órgãos reguladores e respectivas entidades reguladas, com o propósito de se validarem os dados para gestão regulatória; e
- c) proposta de quesitos para se estruturar a “Matriz de Controle”, especificamente à informação contábil, que ajude o TCU a investigar se a agência reguladora (ANEEL) é capaz de avaliar a fidedignidade da informação contábil recebida das empresas reguladas (distribuidoras), ao decidir sobre a revisão de tarifas.

13. A exploração e produção de serviços de utilidade pública concedida a um agente privado demandam coordenação por parte do Estado. Ao delegar tal atividade, o Estado substitui uma relação tipicamente hierárquica, que se dava pelas relações de autoridade entre Ministério e órgãos da Administração Direta, por relações contratuais entre o Estado (União), por intermédio da Agência reguladora, e o agente privado.



14. Ao fazer isso, o Estado troca um problema de coordenação e fluxo de informação entre servidores da União dentro de seus órgãos¹ por um problema de assimetria de informação entre agente privado e agência reguladora². A coordenação do agente privado passa a ser uma das principais funções do Estado, por meio da Agência.

15. Essa coordenação, dada a Assimetria de Informação, é afetada pela capacidade da Agência regular o desempenho dos atributos do serviço público contratado durante a operação (exemplo: condições de rodagem para infraestrutura de estradas, qualidade da água para contratos de abastecimento, ou atendimento de tensão média da rede de energia elétrica), pelo equilíbrio da relação Agência-Concessionária nas renegociações, e pelos mecanismos auxiliares de coordenação.

16. Os mecanismos auxiliares de coordenação, além do contrato, objetivam romper parte da assimetria de informação e reequilibrar o poder de renegociação entre as partes, dado um *enforcement* constante.

17. Segundo Kessler (2006, p. 108), a assimetria informacional (juntamente com: i. o período estabelecido entre as variações tarifárias; ii. mecanismos inadequados de correção monetária dos preços; e iii. transparência e previsibilidade do processo de revisão tarifária) é um dos quatro fatores que contribuem para alterações no custo de capital das empresas reguladas, pois o regulador precisa “estimar parâmetros relevantes para o estabelecimento dos preços como: custos operacionais, bases de remuneração e custo de capital”. Kessler, fazendo analogia aos trabalhos de Nwaeze (2000) e Williamson (2000) – ambos *apud* Kessler (2006), argumenta, ainda, que “esse conjunto de imperfeições pode levar a retornos mais voláteis do que aqueles obtidos por

1 Teórica ou ideologicamente, todos os servidores públicos teriam por objetivo a maximização do bem público, do bem-estar da coletividade.

2 Sendo o interesse do agente privado a maximização de seu próprio lucro, mesmo que em detrimento do bem público. Portanto, a coordenação dos incentivos pós-desestatização fica mais complexa que antes. Entretanto, espera-se que os benefícios da desestatização se traduzam em eficiência operacional, que propicia o aprimoramento da qualidade do serviço e a redução de seu custo.



firmas operando em mercados concorrenciais, nos quais os preços seriam continuamente ajustados às mudanças nos custos.”

18. Nesse contexto, este relatório se propõe a responder as seguintes questões: “O que é assimetria de informação?” e “Como a assimetria informacional impacta a regulação de tarifas de distribuição de energia elétrica?”. Para tanto, está organizado em cinco seções além desta introdução (seção I). A seção II apresenta os fundamentos teóricos da assimetria informacional, seu conceito e as teorias econômicas que explicam sua ocorrência. A seção III rediscute a assimetria informacional, no âmbito da relação órgão regulador *versus* entidade regulada, e exemplificando sua ocorrência e efeitos em relação à informação contábil, bem como em relação a informações de outras naturezas (não-contábil). A seção IV comenta a estrutura tarifária estabelecida pela ANEEL, a conseqüente dependência informacional em relação às concessionárias distribuidoras e propostas de ações que a ANEEL poderia adotar no sentido de validar as informações que as distribuidoras lhe apresentam. A quinta seção apresenta experiências internacionais relacionadas à assimetria informacional no âmbito da regulação de tarifas. Finalmente, a última seção apresenta as considerações finais deste relatório e um esboço dos quesitos de auditoria que deverão compor a matriz de controle.

19. No segundo relatório serão apresentados os quesitos que deverão compor a matriz de planejamento de auditoria, a qual terá sua elaboração iniciada após o debate deste relatório com a equipe do TCU.



II FUNDAMENTOS TEÓRICOS

20. Esta seção está dividida em duas partes. A primeira responde a pergunta: “O que é assimetria de informação?”. A segunda analisa as questões correlatas à assimetria informacional. Ressalte-se que esta seção se atém aos fundamentos teóricos. Comentários sobre o impacto da assimetria informacional na regulação econômica serão apresentados na próxima seção (III Implicações na Regulação).

2.1 O QUE É ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO?

21. No mundo de Robinson Crusóé não existe assimetria de informação, tampouco problemas de direito de propriedade (DEMSETZ, 1967). Crusóé, sozinho em sua ilha, em posse de todos os recursos, é o único interessado em maximizar o próprio bem-estar na ilha, e cujo bem-estar é o único a ser maximizado. Assim, a decisão sobre a boa alocação dos recursos reside entre seu bem-estar presente e seu bem-estar futuro. Ele tem toda informação acerca da alocação dos recursos por ele mesmo, assim como de suas intenções.

22. Fora dessa abstração teórica, em todas as relações sociais, há assimetria de informação entre agentes (indivíduos, firmas ou governo) e há riscos na transação e proteção de direitos de propriedade. Portanto, o bem-estar individual e o coletivo estão presentes.

“[...] existe um custo de produção e transmissão [da informação ou conhecimento], e isso é naturalmente não distribuído entre toda



população, mas concentrado entre aqueles que podem lucrar mais com isso.”³ (ARROW, 1963, p.946)

23. Em 1963, o Nobel Kenneth J. Arrow discutiu o mercado de serviços médicos e introduziu no *mainstream* econômico os conceitos de assimetria de informação e risco moral (*moral hazard*). A diferença informacional entre o vendedor e o comprador impede a aderência do modelo de competição perfeita e expõe a relação a diversos outros mecanismos que vão além da mão invisível de Adam Smith.

24. A razão disso é exposta de forma simples pelo autor: se o comprador tivesse condições de dar valor à informação assimétrica, ou seja, na parcela de informação que ele não tem em relação ao vendedor, tal informação poderia virar preço. Se assim fosse, o comprador teria o conhecimento do próprio processo produtivo pelo qual o produto foi gerado, pois do contrário não teria condições de valorar a informação, o que é paradoxal, dada a informação assimétrica assumida e observada no mundo real.

25. Observa-se que, geralmente, o comprador não consegue valorar o quanto existe de informação assimétrica e, portanto, não tem como incorrer em um processo racional de *trade-off* na busca de mais informação, sendo que os custos de obter tal informação podem ser mensurados monetariamente ou podem ser qualquer outra forma de custo de oportunidade (ARROW, 1963, p.946).

26. Com isso, Arrow inaugurou a chamada Economia da Informação, braço das teorias econômicas que assume como condição real alguma forma de informação assimétrica e seus impactos. Risco Moral (*moral hazard*), Seleção

³ Livre tradução de: “[...] *it has a cost of production and a cost of transmission [of information or knowledge], and so it is naturally not spread out over the entire population but concentrated among those who can profit most from it.*”



Adversa (*adverse selection*), Sinalização (*signaling*) e *Screening*⁴ são aspectos importantes dessa literatura⁵.

27. George Akerlof, em 1970, usou o termo “informação assimétrica” e aplicou os conceitos propostos por Arrow para o atributo “qualidade” dos produtos, explicando por meio do mercado de carros usados como o mercado se comporta na presença de assimetria de informação. O vendedor do carro usado conhece mais da qualidade do bem que o comprador. Este último, para compensar o risco envolvido, faz um desconto no preço – subavaliando o bem. Com o aprendizado do mercado, os produtos de melhor qualidade não são ofertados, restando apenas para venda os de baixa qualidade, os “*lemons*” – ou abacaxis, na linguagem popular brasileira – (AKERLOF, 1970). Para suprir tais falhas informacionais sobre a qualidade do produto surgem garantias e certificações.

28. Informação assimétrica é uma condição natural das transações no mundo real, tipicamente definida pela diferença informacional entre o vendedor, especialista e conhecedor das características do bem, e o comprador (AKERLOF, 1970). O inverso também pode acontecer, ou seja, o comprador ser o especialista. Enfim, as partes detêm conjuntos de informações diferentes.

29. No exemplo do comércio de carros usados, o vendedor sabe se o carro já se envolveu em acidentes, com qual periodicidade o óleo foi trocado, qual das rodas historicamente apresentou maior desvio de alinhamento, enfim, o vendedor conhece cada barulho do carro e tenta escondê-lo do comprador. Por outro lado, o comprador também detém um conjunto de informações de interesse do vendedor, como: seu real desejo de adquirir o carro (o valor máximo que estaria disposto a pagar) e, se a venda for financiada, é o

4 Não se encontrou uma tradução adequada para o termo *screening*, sem perda de seu significado.

5 Junto a Kenneth Arrow, Prêmio Nobel em Economia em 1972, George Akerlof, Michael Spence e Joseph Stiglitz, destacam-se como bases dessa vertente. Akerlof, Spence e Stiglitz foram também laureados com o Nobel de Economia juntos no ano de 2001, por suas análises em mercados de informação assimétrica.



comprador quem melhor conhece sua situação econômico-financeira e se terá condições de honrar a dívida assumida.

30. Portanto, pode-se dizer que a assimetria informacional decorre do acúmulo de informações sobre a oferta (“produto” e seus atributos), bem como, da experiência ou participação no próprio processo, ou mesmo, da obtenção de fontes privilegiadas, de forma desigual entre as partes envolvidas.

31. Para lidar com tal assimetria, surgem instituições como garantias sobre bens duráveis e órgãos de defesa do consumidor, regulamentações sobre *disclosure*, esquemas de incentivos de executivos, regulação sobre conteúdo publicitário, entre outros. Dois problemas principais decorrem da assimetria de informação: seleção adversa e risco moral.

2.2 QUESTÕES CORRELATAS À ASSIMETRIA INFORMACIONAL

32. A seleção adversa está relacionada com a fase anterior à transação (*ex ante*). Já o risco moral está relacionado com a fase após a transação (*ex post*), durante o uso do produto, ou durante a prestação do serviço⁶.

33. Pode-se dizer que a seleção adversa nada mais é do que a situação na qual entre várias opções existentes no mercado, ocorre a seleção daquelas opções que são menos interessantes a quem faz a seleção.

34. Semelhante ao mercado de carros usados, o mercado de seguros de saúde tem impacto da seleção adversa. O indivíduo só se interessa em contratar o seguro quando se sente ameaçado, isto é, quando considera provável a ocorrência do sinistro. Por outro lado, a seguradora tende a oferecer opções

⁶ Quando tais atributos da transação são protegidos por um contrato, diz-se (i) se serviços: durante a prestação ou operação do serviço, (ii) se produtos: durante a duração das responsabilidades envolvidas.



mais vantajosas para si, em detrimento do segurado (AKERLOF, 1970; MILGRON e ROBERTS, 1992). A exemplo do mercado de carros usados, os planos de saúde não aumentam os preços dos planos para pessoas idosas, acima de um patamar, pois a partir daí as pessoas conscientes de seu estado de saúde menos críticos não adeririam ao plano, tendo uma concentração dos indivíduos com mais problemas de saúde e causando um desequilíbrio atuarial no plano. O mesmo acontece com a contratação de funcionários, pois salários na média ou abaixo da média atraem indivíduos não colocados no mercado ou mal colocados, ou seja, não os melhores. Se a intenção da firma é contratar os melhores, oferecendo salários abaixo da média, estará sujeita à seleção adversa.

35. Por sua vez, risco moral é a alteração do comportamento do agente, dado que as suas ações não são observáveis pelo principal (AKERLOF, 1970; MILGRON e ROBERTS, 1992). Consumidores de seguros, num exemplo de risco moral, podem informar seus hábitos de direção (no caso de automóveis) ou condições físicas (no caso de seguro saúde) não representando a realidade. E mesmo que informem a realidade, podem alterar seus hábitos a partir do momento que passam a contar com a cobertura do seguro. O segurado passa, por exemplo, a estacionar seu veículo na rua, fora de edifícios-garagem. Assim como o funcionário que diminui sua produtividade após passar o período de experiência, ou ainda, quando o chefe não está presente.

36. Definidos os conceitos de assimetria de informação, seleção adversa e risco moral, pode-se inserir o problema de agente-principal. Na especialização da atividade, o proprietário de um ativo (principal) delega a um terceiro (agente) determinadas atividades para serem realizadas segundo sua expectativa (principal). Delegar tais atividades significa estabelecer responsabilidades, conferir certo grau de autonomia de decisão e estabelecer um esquema de recompensas ao agente.

37. Nessa relação, chamada agente-principal, a possibilidade de o agente não atuar no interesse do principal é assumida, incluindo manipulação de



informação privilegiada. Afinal, é razoável supor que o agente seja maximizador de sua própria utilidade.

38. O risco moral, portanto, decorre da falta de alinhamento de incentivo entre agente e principal. Se o agente fosse incentivado, através de recompensas, pecuniárias ou não pecuniárias, diretamente ligadas ao desempenho que interessa ao principal, tal agente teria seu conjunto utilidade (bem-estar) acrescido quanto mais ele se aproximasse do interesse do principal. Por conseguinte, aumentaria o potencial de atuação no interesse do principal. Na ausência de alinhamento pleno, faz-se necessário o monitoramento. Quanto maior o custo de monitoramento desses agentes, menos intensos serão tais monitoramentos e mais provavelmente os agentes buscarão objetivos diferentes de seus contratantes (auto-interesse).

39. Para atingir o alinhamento dessa relação, o principal arca com três tipos de custo: criação de restrição à atuação do agente (*bonding*), feita através de incentivos, prêmios ou punições; monitoramento; e as perdas do não alinhamento (*residual loss*). As perdas ocorrem mesmo depois dos esforços de monitoramento e *bonding*, afinal monitoramento e *bonding* levados ao extremo são dispendiosos, dessa forma o Principal aceita perdas inferiores aos custos de mitigá-las. Assim, o Principal fará esforços de monitoramento e de restrição da atuação do agente, até o limite que tais custos não sejam superiores à própria expectativa de perdas (JENSEN e MECKLING, 1976).

40. Como exemplo de custos de agência, podemos citar o Estado remunerando o agente carcerário. O Estado, como Principal, oferece um salário fixo que representa para o agente uma expectativa de fluxo de caixa futuro, para que ele exerça determinada função (*bonding*). Certa expectativa de perda desse fluxo de caixa incentiva o agente a exercer essa função. O agente antecipa que, no caso de desvio de comportamento, a possibilidade de punição com demissão seja menor ou maior em função do monitoramento exercido pelo Estado (monitoramento). Contudo, na média da população de agentes carcerários, pode-se esperar algum desvio de comportamento e conseqüentes



prejuízos ao Estado como Principal (*residual loss*), dados os recursos empregados nessa composição de *bonding* e monitoramento. O agente, além do fluxo de caixa constante (salário fixo), recebe outros incentivos que podem adicionar seu bem-estar, e irá considerá-los à medida que o risco de ser identificado, em uma ação que contraria o interesse do Principal, no caso, auxiliar no livre trânsito de celulares, não for significativo. O mesmo raciocínio se aplica a acionistas e executivos, Estado e agências reguladoras.

41. As garantias sobre produtos, um tipo de “seguro”, protegem o consumidor que é a parte menos informada comparada ao “produtor”. Este último tem mais informações sobre estatísticas de falhas e a real durabilidade do item. Por outro lado, os clientes são detentores de informações privadas em relação ao seu uso do produto garantido. Como poderia uma loja de comércio eletrônico, que garantiu a devolução do item no caso de falhas ou defeitos, ter certeza se a avaria foi consequência de uso inadequado, quebra no transporte, ou defeito de fabricação? Considere, ainda, que o produto foi entregue no domicílio do consumidor por um terceiro (uma empresa de *courier*, por exemplo). Essa simples questão demanda custos de mensuração (inspeção) entre as diversas etapas, para imputar a responsabilidade de tal falha, ou seja, custos de transação de monitoramento.

42. Em 1975, Michael Spence, inspirado em “*Market for Lemons*” de George Akerlof (SPENCE, 2002), propôs que os problemas informacionais no mercado de trabalho fazem com que o empregador, ao contratar um funcionário, participe de uma loteria, pois não observa atributos de desempenho (*performance*) do candidato, mas sim um conjunto de características que não necessariamente tenham relação com a produtividade futura do mesmo. A imagem que o candidato apresenta – que inclui raça, cor, trabalhos anteriores, antecedentes criminais – constitui atributos fixos, os quais o candidato não pode mudar. Spence chama tais atributos fixos e observáveis de índices, e aqueles observáveis e passíveis de manipulação pelo candidato, de sinais



(*signals*). Ao longo do tempo o empregador vai percebendo se a produtividade corresponde às características observadas. Uma questão de probabilidade.

43. Sinalização (*signalling*) é o esforço exercido por um agente para transmitir alguma informação sobre si mesmo para outros. Em um contrato de fornecimento, o vendedor pode sobrevalorizar, *ex ante*, determinadas características de seu produto (favoráveis), e omitir informações relativas a características desfavoráveis, procurando, assim, aumentar a probabilidade de realização da venda a preço que lhe seja vantajoso. Da mesma forma, um funcionário sinaliza para o empregador o desejo de participação de processos de promoção quando investe em treinamento e educação. Enfim, a parte que recebe a informação, a interpreta e molda seu comportamento em função do sinal recebido, estando disposta a pagar um preço maior (SPENCE, 1975).

44. Tais esforços de sinalização têm custos, os quais são incorridos pelo emissor do sinal (remetente). Entretanto, receber informação não é uma atividade custo-zero. Quem recebe as informações necessita filtrá-las (depurá-las) e julgar que parte delas é *misinformation* e que parte é crível de representação da realidade transacionada, para só então interpretá-las e utilizá-las no processo decisório final.

45. Retornando ao exemplo do comércio de carros usados, o vendedor, para enaltecer os atributos positivos de seu produto, incorre em gastos com a lavagem e polimento do carro, bem como para esconder características desfavoráveis. Suponha que o motor esteja “batendo pino”, o vendedor gasta recursos colocando um óleo “mais grosso” a fim de disfarçar o barulho. Por outro lado, o comprador também tem gastos. Ele inspeciona o produto, faz um *test-drive* e, ainda, leva o carro a uma oficina mecânica de sua confiança a fim de descobrir os “disfarces” criados pelo vendedor.

46. Certificados e garantias são sinalizações, também. Sinalizam a qualidade do produto, pois é mais dispendioso para produtores de baixa qualidade fornecer garantias em comparação aos de maior qualidade. Assim como



trabalhar mais horas por dia é uma forma dos empregados sinalizarem a seus empregadores sua dedicação, pois a competência técnica e eficiência não são facilmente mensuradas.

47. Por fim, estudos sobre contra-sinalização (*counter signaling*) colocam outro ponto em discussão. Produtores de alta qualidade não desejam ser confundidos com os de média qualidade e estes, por sua vez, procuram não serem confundidos com os de baixa qualidade. Para isso, produtos de alta qualidade preferem não sinalizar, quando os de média qualidade tentam se diferenciar dos de baixa qualidade. Além disso, existem ruídos na informação. Em sala de aula, por exemplo, alunos de alto desempenho preferem não responder perguntas fáceis, para não serem confundidos com os de média qualidade (FELTOVICH et al., 1988).

48. Retomando o exemplo do carro usado, proprietários de carros usados bons podem preferir não anunciar seus carros nos mesmos canais que os proprietários de carros usados de baixa qualidade (*lemons*, de Akerlof) para não terem seus carros confundidos com os de baixa qualidade. Assim, o sinal dado pelo agente racional de alto desempenho sempre é no sentido de não se confundir com o de baixa qualidade, de forma contrária o de baixa qualidade procura ser confundido com o de alta.

49. Percebe-se, portanto, que não só a assimetria informacional tem mão-dupla, como também os custos da informação.

50. Também em 1975, Joseph E. Stiglitz propôs que existem diferenças entre atributos de “indivíduos, títulos, ações e marcas de automóveis”, e ao processo de identificação desses atributos relevantes a cada oferta, incentivando a separação entre ofertas “*lemons*” e “*non-lemons*”, dá-se o nome de *screening* (STIGLITZ, 1975).

51. Enquanto o agente procura sinalizar seu padrão de qualidade em relação às outras ofertas, o principal, ou contratante, que está selecionando as ofertas,



procura evitar o problema de seleção adversa. Devido ao ruído, sinalizações e contra-sinalizações dos indivíduos de baixa performance, tentando se parecer com aqueles de alta performance, podem ocorrer. Uma das formas de reduzir a probabilidade de seleção adversa é distinguir as ofertas, dando incentivos a todos que produzam ganhos diferenciados entre os de alta e baixa qualidade, ou seja, *screening*. Um exemplo simples de *screening* pode ser apresentado pela anedota do pescador de mero: ele precisa usar a isca correta para atrair meros, e não xereletes.

52. Segundo Stiglitz (1975), estando-se sujeito aos incentivos dados às condições da transação, os ganhos dos mais hábeis são maiores em relação aos dos menos hábeis. Ao colocar uma prova de seleção baseada em domínio de uma técnica específica, o ganho dos mais hábeis na técnica é maior que aquele de menor desempenho. Afinal, o menos capacitado teria de se submeter a treinamentos (os quais envolvem custos) até estar apto a concorrer com o mais habilitado – assim esse nem opta pela disputa. Ainda, nesse caso, o atributo “habilidade” não tem possibilidades de ser sinalizado (antes da prova, seleção) e, sendo o processo isento, o mais habilitado não se sente ameaçado nem confundido com o menos habilitado, participando assim da seleção. O mesmo acontece com períodos de renegociações contratuais, quando sinais e contra sinais são dados pelas partes contratadas para confundir os outros agentes envolvidos sobre condições de operação ou equilíbrio econômico.

53. Como discutido até o momento, informações sobre atributos do bem transacionado e sobre a parte envolvida (intenções e capacidade) alteram a expectativa de valor da transação, ou seja, da renda que uma parte espera dessa transação.

54. A discussão da informação sobre o bem envolve informação sobre desempenho, até então foco da discussão, mas também informação sobre os direitos envolvidos nesse bem, ou seja, nos direitos de propriedade que estão sendo transacionados. No exemplo do carro, os bens transacionados não são apenas os atributos de desempenho do carro, mas também as



responsabilidades do vendedor e do fabricante. Por fim, no mesmo exemplo, os direitos sobre o uso do carro não são plenos, afinal, eles são limitados pela legislação de trânsito vigente.

55. Portanto, uma transação econômica envolve uma troca de conjuntos de direitos de propriedade entre dois ou mais agentes (BARZEL, 1982). Essa troca tem custos que, em suma, são custos de delineamento e proteção dos direitos de propriedade transacionados, os chamados custos de transação⁷ (BARZEL, 1982; COASE, 1960).

56. Custos de transação incluem os esforços anteriores ao fechamento do acordo, como custos de informação (busca de atributos do produto – bem ou serviço – e das partes envolvidas, seleção de alternativas), preparação e negociação do acordo e a proteção dos direitos envolvidos através de contratos. Bem como os esforços incorridos durante a operação do acordo, como o monitoramento, e decorrentes de ajustes e adaptações resultantes de falhas, erros, omissões e alterações imprevistas na execução desse contrato (WILLIAMSON, 1985).

57. As partes transacionantes são assumidas pela teoria econômica, e com grande proximidade na realidade tal como ela é, como sendo racionais, de forma limitada, maximizadores da utilidade própria e passíveis de ação oportunística⁸. Em termos práticos, um executivo de uma empresa regulada, ao iniciar um processo de decisão, irá elencar possibilidades de ação. As alternativas por ele pensadas são apenas parte de todas alternativas que seriam possíveis, contudo esse executivo pode vislumbrar resolver, apenas um

7 O custo de transação reduz a eficiência econômica, efeito semelhante ao atrito, na física mecânica.

8 Firmas, repartições públicas e o Estado como um todo são formados por indivíduos que se comportam racionalmente, buscando a maximização de seus próprios interesses, incluindo potencial oportunismo. Dada a assimetria informacional sobre os atributos de bens ou serviços transacionados e sobre a intenção das partes envolvidas durante a interação, estão sujeitos à expropriação de renda na relação. O comportamento racional dos agentes econômicos é limitado à capacidade de processar informações disponíveis. Portanto, são incapazes de determinar todos os possíveis resultados e ordená-los perfeitamente segundo suas preferências. Dessa forma não chegam a uma solução ótima que considere todos os possíveis estados futuros de acontecimento depois da assinatura do acordo, ou seja, possuem uma racionalidade limitada na decisão, chegam apenas a um *second best* (SIMON, 1972).



número limitado delas, pela limitação cognitiva natural da fisiologia humana, com a visão direcionada pela sua experiência anterior e pelas informações disponíveis. Nem todos os eventos futuros relativos à decisão foram antecipados, e os que foram não assumem a real distribuição de probabilidade de ocorrência, mas a que o executivo conseguiu alcançar. Ou seja, ele procura agir de forma racional plena, mas não consegue sê-lo sempre. Não estamos assumindo aqui a possibilidade de influências de emoção.

58. Suponha outro executivo que, a exemplo do primeiro, tenha racionalidade limitada e ainda irá considerar seu próprio bem-estar, em contraposição com o interesse de seu empregador. Tal executivo que dedicou vinte anos de sua atuação no setor de polímeros, e assume atualmente a vice-presidência (VP) de Pesquisa e Desenvolvimento (P&D). Em suas pesquisas de mercado vislumbra a oportunidade de lançar a empresa no setor de biotecnologia. Porém, se feito isso, seu cargo na VP de P&D pode ser afetado, visto que a competência principal daí pra frente pode vir a ser genética. Se for o primeiro a dar a idéia, pode receber algum bônus disso, o que envolve risco de perda do cargo sem promoção associada; se não falar, a oportunidade ainda assim pode ser anunciada por outro diretor, sendo a perda ainda maior. O fato de a oportunidade vislumbrada ser uma informação privada lhe permite a opção de estudar se mencionará, e quando anunciará tal oportunidade. Essa incerteza decorre dele não conseguir antecipar se outros diretores antecipam também tal oportunidade, da recompensa que seria dada pela empresa, e do real valor da oportunidade para empresa, falhas informacionais e de processamento cognitivo decorrentes da racionalidade limitada.

59. As transações ocorrem inseridas em um ambiente institucional, submetidas a um conjunto de regras formais legitimadas e informais consolidadas ao longo do tempo na sociedade. As instituições formais são as “regras do jogo” (NORTH, 1990). O Código de Defesa do Consumidor, por exemplo, surge legitimado pelo Estado para lidar com assimetria de informação e poder de mercado do vendedor, fazendo valer as garantias dadas pelo vendedor e,



ainda, estabelecendo direitos mínimos aos consumidores. Retomando o exemplo da venda de carros usados, além das garantias dadas pela regulamentação de Direito do Consumidor, a prática difundida no mercado de carros usados para dar garantias em determinados itens, acaba se institucionalizando pelas inúmeras transações repetidas e sendo aderida (copiada) por novos revendedores. Isso para lidar com o problema de assimetria de informação.

60. As instituições formais influenciam as possibilidades de escolha para os diversos agentes, à medida que imputam custos para as escolhas menos desejáveis, estipuladas na regulamentação vigente. Essa instituição passa a ser crível à medida que existe coerção aplicada quando do desvio de comportamento (NORTH, 1990; GREIF, 2005).

61. Daí deduz-se que (i) os contratos são incompletos, sobretudo os complexos; (ii) todo contrato implica em risco, os chamados riscos contratuais (*contractual hazards*), apesar da possível confiança entre as partes; (iii) outros mecanismos adicionais aos contratos, nesse contexto, agregam valor à coordenação da relação ao mitigar os riscos contratuais, ou seja, mitigar os efeitos da racionalidade limitada e potencial oportunismo⁹ (WILLIAMSON, 1994, p. 369).

62. Riscos contratuais existem em toda relação comercial, por exemplo: o risco de não ser reembolsado ou não ter a troca realizada no caso de falha no produto entregue com defeito; risco de selecionar um funcionário não apto; risco de, pela falta de especificação, receber um item que não atende às necessidades. Tais riscos também existem do lado do fornecedor, por exemplo: entregar o produto e não receber; fazer investimentos adequando sua linha de produção e ter o contrato cancelado sem ter recuperado os investimentos feitos. Tais investimentos podem ter sido feitos em treinamento e aprendizagem, o que não seria tão simples de ser contratado em termos de

9 Entende-se por oportunismo, a busca do auto-interesse com avidez.



uma quantidade mínima e uma multa associada por terminação antecipada. Aprofundando a discussão de direitos de propriedade, destaca-se que eles representam o grau de liberdade que um indivíduo tem em relação a algum recurso. O que inclui o uso desse recurso, a exploração de renda por ele, transferência e até destruição (BARZEL, 1982). No plano econômico, os direitos são decorrentes das possibilidades alcançadas por aqueles que desfrutam direta ou indiretamente de um bem, não necessariamente pautados na definição legal¹⁰ (BARZEL, 1982, 1997, 2003).

63. Os direitos sobre um ativo não são perfeitamente delineados, ou completos, devido aos custos de mensuração envolvidos. Ou seja, para fazê-los completos, o proprietário e demais agentes interessados teriam que possuir total conhecimento de todos os atributos avaliados. A assimetria de informação sobre atributos transacionados altera a distribuição de renda da transação, assim os agentes incorrerão em custos de informação, do tipo de mensuração, para captar o máximo de renda, dentro de um *trade-off* custo benefício, e em esforços para aumentar a informação sobre o atributo *versus* potencial de renda gerada por tal informação¹¹.

64. Na presença de custos de mensuração de direitos, ou seja, custos de transação, os direitos do ativo não serão perfeitamente delineados. Pois, relativamente ao seu valor, alguns dos atributos dos ativos de difícil mensuração não têm viabilidade de serem mensurados e estabelecidos (BARZEL, 1997, p. 4-5). Por fim, quanto maior o custo de mensuração dos

10 Um indivíduo adquire um automóvel e tem a propriedade dele, mas seu direito em relação à velocidade de condução é restrito pela legislação de trânsito, seja municipal ou federal. Ainda, o valor desse bem se altera, quando levado à capital paulista e sujeito ao rodízio municipal, e o fluxo de caixa a valor presente desse bem é reduzido pela redução no serviço, um dia da semana a menos de utilidade na faixa de horário determinada.

11 Uma das partes tem mais informação sobre os atributos do recurso, do objeto envolvido que a outra. Para a parte que não tem a informação, o atributo não tem valor. Como exemplo, tome o caso de um terreno que possui uma reserva de petróleo. O atual proprietário não tem informação sobre a existência de tal reserva. Como não tem informação, esse atributo não tem valor para ele, então ele pediria \$ 100 mil pela área. O comprador tem informação sobre a reserva, para ele a área vale \$ 500 mil, e a transação é fechada em \$ 100 mil. Se as duas partes tivessem informação igual sobre os atributos, a distribuição de renda seria distinta dessa citada.



atributos envolvidos, maiores os custos para delineamento e proteção dos direitos de propriedade.

65. Os atributos mensuráveis de uma transação é que formam a percepção da performance dessa transação. Alguns atributos são mensurados com menor custo e de forma “precisa”, outros são complexos, mais subjetivos e dispendiosos (BARZEL, 1982, p. 171). Os potenciais erros de mensuração, decorrentes do acesso aos reais níveis de qualidade dos atributos relevantes, permitem manipulações e, portanto, a transação demanda proteções e salvaguardas, o que é feito com custo. Quanto mais complexos os atributos, maiores os custos de mensuração, mais provável a permanência de brechas e mais espaços para comportamento oportunista – captura da quase-renda.

66. Tais brechas representam oportunidade de captura da renda envolvida na transação. Quando duas ou mais partes entram em uma transação *ex ante*, possuem uma expectativa de retorno da transação em particular (fluxo de caixa projetado descontado a valor presente). Cada parte, então, decide entrar na transação, pois a renda esperada atendia suas expectativas. Ao longo da relação, dado o potencial oportunismo, um agente pode ter sua renda capturada pelo outro. Por exemplo, em função de brechas contratuais, uma parte entrega um serviço em qualidade inferior à contratada, incorrendo a outra parte em custos adicionais para correção desse baixo desempenho. Em outra situação, o fornecedor solicita aumento do preço, contrariando o que havia contratado *ex ante*. Quando a parte prejudicada não tem força para reclamar, pode estar capturada na relação. Tal falta de força (fraco poder de barganha) pode decorrer de investimentos por ela efetuados em ativos específicos.

67. Ativos específicos são aplicações de recursos realizadas para um propósito específico, que representando instalações industriais, equipamentos, capital humano e intelectual, obras civis, entre outros tipos, possuem seu maior valor enquanto aplicados no fim específico para o qual foram projetados inicialmente. Ao ser tirado de sua principal aplicação, o ativo específico perde parte de seu valor. Assim, a especificidade do ativo decorre da perda de valor do



deslocamento do ativo de sua principal aplicação para a segunda melhor aplicação alternativa (KLEIN; CRAWFORD; ALCHIAN, 1978; MILGRON; ROBERTS, 1992, p. 307). Essa perda é chamada na literatura econômica de quase-renda. Maiores os investimentos desse tipo, maior a perda de valor no caso de quebras oportunistas de contratos (WILLIAMSON, 1996).

68. Um saco de cimento de 50 kg não é um ativo específico, afinal, pode ser utilizado por qualquer um que esteja construindo ou reformando sua casa, por exemplo. Entretanto, depois que sacos e mais sacos de cimento, vergalhões, brita etc. são utilizados na construção de uma barragem, em determinado ponto de um rio, a barragem passa a ser um ativo específico, afinal, o melhor uso alternativo provavelmente é aterro, o que indubitavelmente tem valor menor que a barragem.

69. Quanto maior a especificidade dos ativos envolvidos em uma relação, maiores são as probabilidades de surgimento de ações oportunistas entre os agentes com o propósito de se apropriar da quase-renda do outro. Esse problema, chamado de *hold up* (captura), decorrente da dependência unilateral¹², ocorre devido a investimentos feitos por umas das partes, *ex ante*, quando dois fatores estão presentes: (a) as partes, antes de iniciarem uma transação, precisam fazer **investimentos específicos** nessa relação para prepararem-se para ela, investimentos esses não contratáveis antes da transação; e (b) a forma exata da transação (número de unidades, nível de qualidade, tempo de entrega, entre outros atributos) não pode ser detalhada com precisão *ex ante*, pois envolve **incerteza de condições** que não podem ser objetivamente mensuradas nem contratadas (ROGERSON, 1992). Assim, as partes começam a fazer investimentos que podem vir a ser perdidos caso a transação não seja terminada. Essa perda em potencial influencia o poder de barganha entre as partes, e pode fazer a parte que mais empregou recursos específicos na relação ficar dependente da outra parte, que começa a

¹² Uma das partes tendo superior poder de barganha, em relação à outra, força a renegociação dos termos contratados, ou sujeita a outra parte a condições não plenamente definidas *ex ante*, e que reduzem o resíduo da parte dependente na relação (BESANKO; DRANOVE; SHANLEY, 2000).



barganhar condições, sabendo que a outra tem mais a perder saindo da relação do que cedendo às pressões pelas novas condições barganhadas. Diz-se então que uma parte capturou a outra (ocorreu um *hold up*). Situações como essa, de alto potencial de captura, é uma forma de risco contratual. Mesmo existindo um contrato, a terminação antecipada pode ser utilizada como forma de pressão se a perda de fluxo de caixa futuro for maior que a soma da multa pela terminação antecipada mais os fluxos de caixa obtidos pela nova utilização dos ativos existentes.

70. O primeiro fator (investimentos específicos) sugere rigidez contratual, impedindo renegociações que possibilitam uma das partes expropriar a quase-renda da outra parte que tem maior intensidade de investimentos específicos. Entretanto, o segundo fator (incerteza de condições) sugere flexibilidade contratual para as partes adequarem, no *ex post*, as cláusulas contratuais às condições ótimas, conforme as necessidades anteriormente não identificadas, devido à incerteza *ex ante*. Empresas que ganharam as concessões rodoviárias empregaram recursos para preparar suas propostas, estes custos são específicos ao processo, só agregam valor se as empresas ganham tais leilões. Uma vez iniciada a operação investimentos são feitos em equipamentos e construções que são específicos à atividade. Se o grupo deixar de atuar na atividade de operação de rodovias, seus ativos físicos (como equipamentos) e intangíveis (como capital intelectual) perdem renda (ver conceito de quase-renda). As empresas que atuam na construção civil podem deslocar parte de seus ativos específicos dessa operação em particular para usos alternativos, o que reduz a perda de renda nessa troca. Em função do impacto desses ativos específicos, incluindo os imobilizados, é que o cumprimento dos contratos do Estado assume tal relevância, pois os ativos nessas atividades não são facilmente reempregáveis.

71. Potencial *hold up* também pode acontecer por investimentos feitos *ex post*, quando custos irrecuperáveis (*sunk cost*) são realizados ao longo da relação, durante a operação, por uma das partes, ou por ambas, mas de forma



desigual, específicos à relação. Como exemplo, podemos citar uma empresa de consultoria de software que, antes de fazer a proposta e negociar, emprega recursos próprios para identificar as necessidades do contratante. Como não existe garantia de aceitação do serviço, ela reduzirá esforços ao máximo antes do contrato, a ponto de ter condições de redigir um acordo que reduza os riscos dela. Contudo, grande parte da especificação acontecerá durante a execução do serviço. Nesse caso o contratante, se decidir terminar o contrato antecipadamente, perderá as parcelas pagas e ainda terá de lidar com o fato de receber partes desconexas de software que, ao serem continuadas por outro fornecedor, pouco valor terão. Ambos os lados têm custos irrecuperáveis e, com isso, o potencial *hold up* diminui, pois não existe dependência unilateral, mas sim bilateral, estabilizando a relação.

72. A captura ocorre mesmo existindo um contrato, devido ao *enforcement* não ser pleno e o contrato ser incompleto. O contrato incompleto deixa brechas para que as partes procurem maximizar ganhos ao longo da operação, reduzindo o resíduo da outra parte. Como no caso de uma lanchonete franqueada que reduz a qualidade das refeições, prejudicando a marca da franqueadora. Outro exemplo pode ser visto no contrato de telefonia celular operadora-cliente final. Apesar de o contrato assinado prever um nível mínimo de serviço, e este ser regulado pela ANATEL, o consumidor tem um custo impeditivo para se informar se uma ligação não completada é razão de cobertura, linha congestionada, ou problemas de aparelho e, ainda, mensurar mês a mês essa taxa de serviço. Essa informação é privada da operadora, informando à agência o disposto em lei. O consumidor ainda tem custo para mudar de operadora, pelos contratos que incluem aparelhos subsidiados e números específicos. Assim, aceita falhas de serviços, por limitação de monitoramento que lhe oferece baixo *enforcement*, ou seja, efetividade de resolução da falha contratual. Restringe-se, no caso, a canais de reclamação com a operadora e com a agência, assim como órgãos de defesa do consumidor.



73. Primeiramente, define-se um contrato como um compromisso, um acordo formalmente exigível (MASTEN, 2000, p. 26). Ainda, devido à racionalidade limitada e ao custo da informação, os contratos são necessariamente incompletos, ou seja, os atributos não são plenamente definidos *ex ante*, e são dificilmente mensuráveis *ex post* (HART e MOORE, 1988). A quebra contratual, decorrente de comportamento oportunista, incentivada pela assimetria de informação existente entre as partes, quando identificada, incentiva a parte prejudicada a procurar o sistema legal para fazer valer o compromisso anterior. Contudo, romper a assimetria tem custo, assim como usar o sistema legal para resolver a quebra.

74. Um contrato envolve certo grau de complexidade. Essa complexidade pode ser aproximada pelos custos de desenhar, escrever e implementar o contrato, e tais custos são função dos dados que descrevem tal relação (MACLEOD, 2002, p. 226). Esses custos crescem exponencialmente em função do número de tarefas e atributos envolvidos no compromisso.

75. Em decorrência da complexidade dos atributos contratados, da assimetria de informação e da racionalidade limitada, as partes externas à relação possuem dificuldade em verificar as quebras, julgá-las e dar soluções eficientes. Assim, além da especificidade de ativo (CHUNG, 1991; HART e MOORE, 1988; AGHION, DEWATRIPONT e REY, 1997), a verificabilidade dos acordos (HART e MOORE, 1988) e a possibilidade de renegociação (AGHION, DEWATRIPONT e REY, 1997) reduzem a eficiência contratual e geram potenciais riscos contratuais. Além disso, para que a discussão sobre a quebra contratual (*lide*) seja levada ao julgamento de árbitros independentes, é necessária não só a verificação da quebra contratual, mas também a obtenção de provas sobre tal quebra – o que reduz ainda mais a eficiência contratual e aumenta a potencialidade de riscos contratuais.

76. As partes não contratam no vácuo, mas inseridas em um sistema legal (ARRUÑADA, GRACIANO e VASQUEZ, 2001). Esse sistema legal inclui provisões padronizadas, além de possibilitar às mesmas recorrer a um árbitro



externo para resolver conflitos, mal-adaptações *ex post*. Esse árbitro, ou terceira parte, assume duas formas: um julgamento descentralizado pelo mercado, que pode forçar uma perda de oportunidades contratuais futuras, ou um sistema judiciário que advém de um monopólio de poder constituído (ARRUÑADA, GRACIANO e VASQUEZ, 2001, p. 13). Essas formas se complementam com importância individual segundo a transação em particular. Grande proporção das disputas é resolvida nas cortes públicas. Contudo, o fato da terceira parte pública não ser acionada, não significa ausência de conflitos. Apenas mostra que as partes antecipam o resultado de uma decisão judicial e evitam o conflito, ou compõem solução mediante renegociações (ARRUÑADA, GRACIANO e VASQUEZ, 2001, p. 15).

77.O sistema legal implementa suas decisões e julgamentos, encorajando o cumprimento voluntário em antecipação a custosas decisões judiciais, além da tarefa de *enforcement*. Esse sistema judicial é assumido como limitado em sua capacidade de resolução dos conflitos, devido à racionalidade limitada dos árbitros, incompleta aderência das regras de julgamento com a transação em si, e pela assimetria de informação entre árbitro e partes envolvidas (ARRUÑADA, GRACIANO e VASQUEZ, 2001).

78.O problema de *hold up* só causa ineficiência se determinadas características do ambiente de contratação não existirem, ou se certos tipos de contratos não puderem ser escritos (ROGERSON, 1992, p. 778). O que nos parece ser o caso da contratação no Brasil, evidenciado em estudos sobre *enforcement*¹³.

79.Por fim, a despeito do comportamento oportunista, Zylbersztajn (2000, p. 31-33) apresenta três razões para mitigar esse comportamento: garantias legais, reputação e princípios éticos.

¹³ Nos estudos comparados entre países, o Brasil repetidamente tem apresentado resultados convergentes ao grupo dos países cujas instituições estão em desenvolvimento, os denominados *Less Developed Countries* (LDC). Um exemplo disso são os estudos envolvendo o impacto do ambiente institucional nas renegociações em contratos de concessão pública, como a discussão para América Latina e Caribe (GUASCH, LAFFONT e STRAUB, 2003).



80. As garantias legais correspondem ao ambiente institucional formal (aquele estabelecido pelo aparato legal: leis, normas, regulamentos etc.), de forma que o principal pode recorrer ao sistema judicial contra o agente oportunista. Se o sistema judiciário sinaliza, por meio de resoluções anteriores, eficiência na resolução das questões e preservação dos direitos de propriedade, a parte que intenciona desvio de comportamento antecipa punições futuras. Por outro lado, ineficiência na garantia de direitos de propriedade incentiva quebras contratuais como, na locação imobiliária, a inadimplência do inquilino. Em decorrência disso, maiores esforços de seleção devem ser feitos por proprietários, seus representantes imobiliários e uso de garantias, incluindo seguro fiança.

81. A reputação é a uma informação que uma parte confere à outra sobre a probabilidade dessa agir oportunisticamente, aqui representada no sentido de confiança (*trust*). Pressupõe certa frequência nas transações com um único agente. O agente, ao avaliar a possibilidade de agir oportunisticamente, avalia o benefício de tal ação, procura antecipar se seu oportunismo, ao ser identificado, poderá levar ao rompimento do contrato e, conseqüentemente, à interrupção do fluxo de renda futura. Se a transação não é repetida, a perda pela interrupção da transação é baixa. Então, o agente compara o fluxo de renda futura projetado caso o contrato não seja rompido com o benefício que ele pode obter oportunisticamente. Em outras palavras, o fluxo futuro de renda que o agente vai deixar de ganhar caso rompa o contrato é o custo de oportunidade da atitude oportunista. Portanto, a deliberação do agente, após analisar os custos e benefícios do rompimento do contrato, caso ele opte por não rompê-lo, confere a ele – ao longo do tempo – reputação, caso essa atitude seja reconhecida pelo grupo social com o qual o agente interage. Cabe observar que essa decisão ocorre num ambiente de risco (ou até de incerteza),



então o fluxo de renda futura é projetado mediante consideração da distribuição das probabilidades (ou por arbitragem).¹⁴

82. Como exemplo, pode ser citada a relação de pares em uma equipe que cooperam, dado que a atitude de cada um é observada por ambos, mas, ao mesmo tempo, de rápida retaliação. Assim os dois constroem reputação, e não competição. Essa atitude permanece enquanto houver sinais (sobre uma probabilidade) de continuidade da relação. Se a terminação é anunciada, o motivador da cooperação é reduzido, podendo iniciar uma fase de oportunismo. O mesmo acontece com empregados quando são demitidos, em que a empresa não permite que tenham acesso a base de dados, ou mesmo acesso físico à empresa. Fornecedores que atendem grupos de compradores, ao não atender um comprador específico podem ser penalizados caso tenham qualidade inferior à contratada, nesse caso continua válida a questão da frequência nas transações – entre diversos agentes. Descredenciamentos e perdas de certificações servem como redução de reputação, afinal, perde-se o “selo” de qualidade.

83. Por fim, princípios éticos correspondem ao ambiente institucional informal (estabelecido por “regras” de conduta social e pelas sanções impostas por grupos sociais de intensa interação, quer pela força, quer pela exclusão), de forma que o agente pode ser penalizado por sanções impostas pela sociedade, como ostracismo. Fora do aspecto formal, em um grupo existem, condições de comportamento aceitas como razoáveis e algumas como inadmissíveis.

84. O agente, quando é pego atuando em uma condição inadmissível (por exemplo: mentindo, roubando, difamando), dita como “não-ética”, está sujeito à exclusão do grupo ou situações vexatórias. Essa última, dentro do pressuposto do agente racional, seria entendida como redutora do bem-estar do agente, pois este para se colocar na mesma situação de bem-estar incorreria em

¹⁴ Cravens *et al.* (2003) apresentam uma proposta para se medir o nível de reputação das firmas. Kreps (2004, p. 575-579) apresenta algumas ressalvas com relação à reputação, principalmente no tocante à construção da reputação, em função de ruído e ambigüidade.



custos para recuperar as interações sociais anteriores com o outro grupo social. Um médico surpreendido em condição de assédio moral pode ser excluído do grupo profissional, como punição pelos seus companheiros indignados com tal comportamento.

85. Note que, quando não se discute valores e princípios, como é o caso da abordagem econômica clássica, na qual o agente é um maximizador de benefícios pecuniários, a discussão de ética se aproxima de uma questão de reputação.

**Quadro 1 – Principais conceitos teóricos**

Termo	Definição	Fonte	Exemplo	Parágrafo
Assimetria de informação	Decorre do acúmulo de informações sobre os atributos de determinado produto (bem ou serviço), de forma desigual entre as partes envolvidas.	Demsetz (1967); Arrow (1963); Akerlof (1970)	Robinson Crusoe (ausência de); Mercado de carros usados; Mercado de serviços médicos.	21 a 31
Seleção Adversa	Situação na qual, entre várias opções existentes no mercado, ocorre a seleção daquelas opções que são menos interessantes a quem faz a seleção. Ocorre na fase anterior à transação (<i>ex ante</i>).	Akerlof (1970); Milgrom e Roberts (1992)	Mercado de seguros de saúde.	32 a 34
Risco Moral	É a alteração do comportamento do agente, dado que as suas ações não são observáveis pelo principal. Decorre da falta de alinhamento de incentivo entre agente e principal. Ocorre na fase após a transação (<i>ex post</i>).	Akerlof (1970); Milgrom e Roberts (1992); Jensen e Meckling (1976); Spence (2002)	Mercado de seguros de saúde; Restrições à atuação dos agentes; Empregador, ao contratar um funcionário, participa de uma loteria.	31, 35 a 38
Custos de agência	Custos em que o Principal incorre pelo não perfeito alinhamento do interesse do agente em relação à maximização do interesse dele (Principal), ou seja, recursos empregados para mitigar os problemas de agência mais as perdas residuais dos problemas não resolvidos.	Jensen e Meckling (1976)	Estado e agentes carcerários; Empresas e executivos; Estado e Agências reguladoras.	39 e 40
Sinalização	Esforço exercido por um agente para transmitir alguma informação sobre si mesmo para outros. A sinalização impõe custos ao remetente (emissor do sinal) - quer para gerar informações falsas ou verdadeiras, inclusive obter certificações e oferecer garantias. A sinalização, também, impõe custos ao destinatário - no que tange à distinção de informação falsa e informação crível, para só então interpretá-la.	Spence (1975)	Mercado de carros usados.	42 a 46



Termo	Definição	Fonte	Exemplo	Parágrafo
Contra sinalização	Decorre do ruído na comunicação. Determinado indivíduo emite sinais para se diferenciar dos demais, entretanto, acaba sendo confundido com eles.	Feltovich (1988); Akerlof (1970)	Sala de aula; Mercado de carros usados.	47 e 48
Screening	É o processo de criação de incentivos para que as ofertas sejam distinguidas espontaneamente, reduzindo os custos de informação para evitar a seleção adversa. Com certo incentivo, apenas a parcela alvo de todas as ofertas candidata-se à seleção.	Stiglitz (1975)	Pescador.	50 a 52
Custos de transação	Custos incorridos para se levar a cabo uma transação. São incorridos tanto na fase anterior à transação, <i>ex ante</i> (busca de informação sobre os atributos e a outra parte, preparação e negociação do acordo, redação do contrato), quanto durante a transação, <i>ex post</i> (busca de informações sobre a execução do contrato e o comportamento da outra parte, ajustes e adaptações ao contrato, busca de provas a respeito da "culpa" da não realização do contrato).	Coase (1960); Barzel (1982, 1997); Williamson (1985); North (1990)	Atrito, na física mecânica.	55, 56, 62 a 65
Racionalidade limitada	Incapacidade de se processar todas as informações disponíveis, de se determinar todos os possíveis resultados e ordená-los perfeitamente segundo suas preferências. Conseqüentemente, os agentes não chegam à uma solução ótima que considere todos os possíveis estados futuros de acontecimento depois da assinatura do acordo.	Simon (1972)	Executivo na vice presidência de P&D.	57, 58, 61, 83 e 84
Riscos Contratuais	Probabilidade de perda na relação comercial, que decorre da incompletude contratual, racionalidade limitada, da assimetria informacional, do potencial oportunismo e da falta de <i>enforcement</i> .	Williamson (1994)	Risco de crédito, risco de terminação antecipada, risco de baixa qualidade.	61 e 62
Ativos Específicos	Aplicações de recursos que possuem maior valor enquanto aplicados no fim específico para o qual foram projetados inicialmente. Quando aplicados em uso alternativo sofrem significativa perda de valor.	Klein, Crawford e Alchian (1978); Milgrom e Roberts (1992); Williamson (1996)	Saco de cimento (não específico); barragem em um rio (específico)	67 a 69



Termo	Definição	Fonte	Exemplo	Parágrafo
<i>Hold up</i>	Captura decorrente da dependência unilateral por investimentos em ativos específicos, de forma desproporcional entre as partes envolvidas; dada incompletude contratual e baixo nível de <i>enforcement</i> dos termos contratados. A parte que realizou investimentos desse tipo em maior valor está sujeita a que a outra parte atue de forma oportunista no sentido de capturar sua quase-renda.	Klein, Crawford e Alchian (1978); Milgrom e Roberts (1992); Williamson (1996); Rogerson (1992 e 1997)	Contratos de concessão rodoviária; Contratos de serviço de software; Contratos de telefonia celular.	70 a 72 e 78
Oportunismo	Busca do auto-interesse com avidez. A probabilidade de ocorrência é aumentada pela assimetria informacional, pelos investimentos em ativos específicos por uma das partes, pelos custos afundados incorridos por uma das partes, pelo <i>hold up</i> , pela precariedade do <i>enforcement</i> . Por outro lado, a probabilidade de ocorrência é mitigada pela existência de garantias legais, pela coerção imposta pelos princípios éticos e pela necessidade de se constituir uma reputação de "confiável".	Williamson (1994), Zylbersztajn (2000)	Executivo na vice presidência de P&D.	57, 58, 61, 66 e 79
Garantias Legais	Correspondem ao ambiente institucional formal (aquele estabelecido pelo aparato legal: leis, normas, regulamentos etc.), de forma que o principal pode recorrer ao sistema judicial contra o agente oportunista.	Zylbersztajn (2000)	Inquilinos inadimplentes e ineficiência na resolução da quebra contratual.	59, 76, 77 e 80
Reputação (<i>trust</i>)	Aqui representada no sentido de confiança (<i>trust</i>), pressupõe certa freqüência nas transações com um único agente. Esse agente antecipa se seu oportunismo, ao ser identificado, poderá levar ao rompimento do contrato e, conseqüentemente, à interrupção do fluxo de renda futura.	Zylbersztajn (2000)	Membros de equipes cooperando, funcionários demissionários; Certificações ISO; Grupos de compras.	60, 81 e 82
Princípios éticos	Correspondem ao ambiente institucional informal (estabelecido por "regras" de conduta social e pelas sanções impostas por grupos sociais de intensa interação, quer pela força, quer pela exclusão), de forma que o agente seja penalizado por sanções impostas pela sociedade, podendo levá-lo a incorrer em custos maiores para transacionar com membros do grupo.	Zylbersztajn (2000)	Médico e assédio moral.	59, 83 e 84



III IMPLICAÇÕES NA REGULAÇÃO

86. Esta seção é dedicada a aplicar os fundamentos teóricos analisados na seção anterior à relação órgão regulador *versus* entidades reguladas. Está dividida em cinco subseções. A primeira trata da aplicação dos argumentos teóricos à agência reguladora. A segunda é dedicada à assimetria de informações não-contábeis (informações de quaisquer naturezas) nas relações regulatórias. A terceira apresenta comentários iniciais sobre a informação contábil. A seção 3.4 apresenta algumas evidências de que entidades reguladas se aproveitam da assimetria informacional para manipular as informações contábeis que enviam aos respectivos órgãos reguladores. Finalmente, a quinta subseção se detém à racionalidade econômica da manipulação da informação contábil pelas entidades reguladas, como respostas à regulação.

3.1 ARGUMENTAÇÃO TEÓRICA APLICADA À AGÊNCIA REGULADORA

87. Tal qual o agente privado (entidades reguladas), não há razão para se considerar que os agentes reguladores também não sejam afetados pelo oportunismo e pela racionalidade limitada.

88. As teorias econômicas da regulação desenvolvidas por Stigler (1971), Becker (1983), Posner (1974), Goldberg (1976) e Peltzman (1976; 1993), apesar, de trabalharem com o pressuposto da racionalidade plena, criticam que o governo não age desinteressadamente em prol da sociedade, mas em atendimento às demandas e pressões de grupos de interesses. Daí a contraposição das Teorias Econômicas da Regulação à Teoria do Interesse Público pela qual o Estado agiria, única e exclusivamente, buscando o bem comum (VISCUSI et al., 2000).



89. Traçando um paralelo entre os posicionamentos de Simon, Williamson, Barzel e Becker, pode-se dizer que a agência reguladora é composta por seres humanos potencialmente oportunistas e dotados de racionalidade limitada. Afinal, Becker (1983) afirma que a regulação é uma consequência da competição entre a pressão de grupos de interesses. Barzel (2002) ressalta que o Estado e, certamente, os grupos de interesses são compostos por seres humanos, enquanto Simon (1961) e Williamson (1993) apresentam a necessidade de serem consideradas as características comportamentais dos indivíduos (oportunismo e racionalidade limitada) nos estudos em Economia.

90. A rigor, os funcionários das agências reguladoras têm outras características, além daquelas apresentadas por Simon e Williamson. James Q. Wilson (apud VISCUSI et al., 2000, p. 311) separa-os em três categorias: o carreirista, o político e o profissional, cada um com diferentes interesses pessoais, o que torna a análise do oportunismo dentro das agências reguladoras muito mais complexa.

91. Klein (1993, p. 223) ressalta que o mais relevante custo de transação incorrido num contrato de longo prazo não é o custo de redigi-lo (*“ink cost of writing contract terms”*), mas os esforços despendidos pelas partes nos processos de negociação e renegociação, quando elas tentam criar, evitar e executar situações nas quais uma parte possa se apropriar da quase-renda da outra que incorreu em substanciais custos irrecuperáveis, que são inerentes aos “contratos de longo prazo necessariamente imperfeitos”.

“Na fase de negociação, querer tecer os mínimos detalhes concernentes a direitos e obrigações de cada uma das partes, para diversas situações e contingências, seria muito custoso, então, é preferível utilizar estruturas básicas ou estabelecer um acordo de que os termos contratuais serão ajustados conforme novas situações ocorrerem” (GOLDBERG, 1976, p. 428).

92. O contrato, que normalmente envolve duas partes, é imperfeito e demanda relevantes custos de transação. A regulação também, pois demanda relevantes



custos de transação, talvez em montante maior que os contratos. A regulação envolve grupos com interesses distintos e por vezes conflitantes, sendo que tais grupos de interesse têm tamanho e coesão idiossincráticos. Além disso, seus membros, normalmente, são representados por um agente, mediante o estabelecimento de um contrato imperfeito.

93. Considerando que a agência reguladora, também, é caracterizada pelo oportunismo e pela racionalidade limitada de seus agentes, como comentado anteriormente, e considerando que o processo regulatório demanda tantos custos de transação quanto os contratos, conseqüentemente, a regulação, também, é imperfeita. Essa conclusão é amparada por Goldberg (1976, p. 427), segundo o qual, “a regulação pode ser vista como um contrato administrativo implícito”.

94. A conseqüência dessas conclusões é apresentada por Benham (2004), ou seja, a firma regulada age no sentido de se beneficiar das lacunas (incompletude) da regulação. Nesse sentido, a firma regulada pode se reposicionar e responder à regulação de duas formas: lícita e ilicitamente (“*licit and illicit responses to regulation*”).

95. A incompletude da regulação é uma conseqüência lógica dos custos de transação e de informação incorridos pelo regulador. Afinal, o regulador necessitaria incorrer em tantos custos para regular “definitivamente” um setor econômico, que a regulação se tornaria inviável. Uma regulação “completa” demandaria tanto tempo e outros recursos que uma regulação incompleta funciona melhor que a regulação “completa”, que não funcionaria nunca.

96. Raciocínio de que a regulação é incompleta e imperfeita pode contrariar alguns reguladores que, segundo Hulle (1997, p. 719), preferem acreditar que suas normas são perfeitas e concebidas num “conceitual teórico mágico, mais robusto que os paradigmas matemáticos”.



97. Outro argumento que reitera a incompletude da regulação, sendo esse não relacionado com o ponto de vista apresentado até o momento, mas sim com uma opção consciente do regulador, é o de que “quanto mais detalhadas forem as leis, mais fácil evitá-las” (COOK, 1997, p. 700).

3.2 INFORMAÇÕES DE NATUREZA NÃO-CONTÁBIL

98. No tocante à assimetria de informação, é evidente que as empresas reguladas conhecem suas atividades operacionais e situação econômico-financeira de forma muito melhor que a agência reguladora. Em contrapartida, a agência reguladora define seus critérios de fiscalização sem, necessariamente, discutir as alterações com as empresas reguladas. As empresas reguladas observam o comportamento da agência e antecipam novas ações.

99. Processo de desestatização passa por fragmentação da utilidade pública, seguida de leilões de concessões, e delegação de operação ao agente privado. Em cada uma dessas fases, o problema de assimetria de informação se apresenta de uma forma. Com o foco na operação da concessão, ainda pode-se dizer que duas formas características de demanda de informação existem: i) operação rotineira, ii) revisões de condições contratuais e renegociações.

100. Na operação rotineira, dado o contrato de concessão, os termos estabelecidos são analisados quanto à prestação de serviços. Dessa forma preponderantemente as informações necessárias são de natureza não-financeira, no caso da ANEEL e da ANP. Já no caso da ANS a verificação de indicadores contábeis, para apuração da saúde financeira dos planos de saúde é parte da rotina de monitoramento por parte da agência (o mesmo ocorre na SUSEP e no BACEN, relativamente às seguradoras e instituições financeiras, respectivamente).



101. Quando surge demanda por revisões de condições contratuais por parte da concessionária, ou como resposta às advertências feitas pela agência reguladora (decorrente de atrasos de cronogramas de obras de expansão ou queda de serviço), assim como nos casos de renegociação e questões como reequilíbrio econômico-financeiro do contrato, pode haver demanda por informação contábil.

102. Assim, para cada tipo de atuação um conjunto de informações é predominantemente demandado: (i) operacionais, (ii) atributos do ativo contratado, (iii) financeiras, e (iv) das intenções dos agentes.

103. Informações operacionais são observáveis preponderantemente pelo agente que opera o sistema, incluem variações de ambiente e de processo, e são responsáveis, em última instância, pela qualidade do serviço prestado e pelo desempenho financeiro “real”.

104. Informações sobre atributos do serviço são observáveis, com certo custo, no ato da entrega ou consumo do produto (bem ou serviço). Certos atributos do produto são mensuráveis apenas com alto custo, devido à complexidade, como a qualidade de obras civis. Outros atributos não são observáveis após o produto ser entregue, seria necessário o próprio consumo ou destruição do produto para observar o atributo. Nesse, e em casos similares, deve-se controlar o processo.

105. Informações financeiras reais não são observáveis, exceto em auditorias (perícias, fiscalizações) dos fatos e fluxos. Observáveis sim são as informações financeiras divulgadas pelo agente. Auditorias em demonstrações contábeis não garantem que a informação real esteja relatada, apenas que os fatos informados estão registrados segundo a regulamentação contábil vigente.

106. Por fim, as intenções dos agentes podem ser analisadas e acompanhadas através das diversas ações e divulgações feitas na imprensa, pois o custo para manter o discurso plenamente alinhado com uma mensagem



de *signaling* é alto. Assim, é de se esperar algumas inconsistências entre discursos e movimentos.

107. Em Willman et al. (2003), são apresentados estudos, na regulação do Reino Unido, que indicam que a relação de *trust* entre regulado e regulador é positiva para ambos os lados: i) para o regulador, alta confiança pode reduzir a assimetria de informação e o conseqüente oportunismo; ii) para a firma regulada, reduz a incerteza do comportamento regulatório; iii) a firma é uma coalisão de interesses de agentes, o departamento que cuida da relação com a reguladora possui agentes que procuram manter suas posições, e estes ganham quando conseguem manter uma relação positiva com os reguladores; iv) o regulador tem recursos limitados, assim, monitoramento intensivo em substituição à relação de *trust* pode ser inviável e não funcional. Assim, relações de longo prazo são favorecidas e, por fim, relações de confiança podem ser úteis como fonte de poder e preferência para as já estabelecidas, em relação às entrantes futuras.

108. Contudo, essa mesma proximidade, que permite ao regulador obter e reter informação privada do regulado, em detrimento de sua divulgação, permite que o regulado capture a agência reguladora, também em razão da informação ser assimétrica (MARTIMORT, 1999).

109. Tal comportamento é mitigado com o tempo pelo processo natural observado nas agências reguladoras que Martimort (1999) chamou de burocratização, que no extremo não resolve o comportamento de coalizão entre regulador e regulado, e ainda aumenta custos de transação, pela falta de *enforcement*.

110. TCU¹⁵, agências reguladoras e concessionárias são os agentes maximizadores de sua utilidade, cada qual para cumprir seu objetivo. No caso da concessionária, a maximização de lucro. No caso do TCU e das agências



reguladoras, manter o *status quo* pelo atendimento mínimo de seus objetivos sociais, atuando inseridos no ambiente institucional, formal (contrato de concessão e regulamentação correlata) e informal (crenças compartilhadas sobre validade de tais instituições e sobre *enforcement*).

111. A instituição implantada, ou seja, os editais de concessão, transformados em contratos de concessão, dão o valor do projeto de concessão ganho pela concessionária. Uma empresa adquirente de um lote de concessão transaciona o direito de exploração dos recursos, mas não assume a propriedade dos mesmos. Sua autonomia é limitada ao permitido pela regulamentação da concessão. Tal empresa pode ter o fluxo de caixa do projeto alterado pela alteração desses limites de atuação, ou seja, dos direitos de propriedade envolvidos. Assim, existe uma incerteza do comportamento da regulação, incerteza essa mitigada pela coalizão entre regulado e regulador (já citado).

112. A complexidade de atributos e custos de mensuração dificultam a observação dos agentes externos à relação, como o TCU. A observação dos atributos da transação, devido a sua complexidade, não é plenamente observável, como os custos unitários reais de operação.

113. Tais complexidades dificultam e por vezes impedem a verificabilidade do caso de renegociações. Ainda, a presença de ativos específicos soma-se a tais complexidades para alterar o equilíbrio dessas renegociações. Ativos específicos têm menor reempregabilidade, portanto maior risco no caso de rompimento contratual. A existência de recursos aplicados na aquisição de equipamentos específicos a uma atividade, como na área de transmissão de energia elétrica, demanda para a relação contratual um ambiente institucional favorável ao cumprimento das proteções previstas nesses contratos.

15 TCU é um mecanismo de monitoramento da relação e auxílio à atuação da agência reguladora, para mitigar os *contractual hazards*, ou seja, mitigar os efeitos da racionalidade limitada e potencial oportunismo.



114. Por outro lado, o conhecimento e aprendizado acumulado pela agência, em relação a um tipo de concessão, ou a uma concessionária em particular, também representa ativo específico. Técnicos dessa agência, fora dessa atividade, teriam muito de seu valor reduzido, em função de sua especialização no setor. Todo capital físico ou intelectual desenvolvido na relação é potencial ativo específico, por ser potencial gerador de custos irre recuperáveis (*sunk cost*) quando a relação não é levada a cabo.

115. A possibilidade de captura de lucros econômicos por parte do consórcio vencedor está relacionada diretamente às incertezas que envolvem os contratos firmados quando compreendem serviços que exigem altos investimentos pelas contratadas. As repactuações ocorridas ao longo de um contrato, com modificações de projeto não previstas inicialmente, promovem a captura de lucros adicionais por parte da empresa contratada e determinam seus níveis de lucratividade. Por outro lado, a reguladora é compelida a conceder as alterações, uma vez que os custos com a realização de novo processo licitatório seriam elevados (DEMSETZ, 1967).

116. Na relação Estado–agente privado, a expectativa do agente privado, ex ante, em utilizar-se de uma renegociação é função do seu potencial poder de aplicação de *hold up*, devido às perdas inerentes à troca do fornecedor. Tais perdas são de quatro tipos: (a) esforços de realização de novo processo de concessão e perda de reputação junto a investidores, (b) custos judiciais para encerramento do processo atual, (c) perda de eficiência na responsabilização pelo desempenho do concessionário e, por fim, (d) custos de oportunidade pela perda de serviço na troca de operadores.

117. Problema de *hold up* só causa ineficiência se determinadas características do ambiente de contratação não existirem, ou se certos tipos de contratos não puderem ser escritos (ROGERSON, 1992, p. 778). O que parece ser o caso da contratação no Brasil, evidenciado em estudos sobre



*enforcement*¹⁶. Para se evitar uma quebra contratual, ocorrem os custos de adaptação e renegociação dos contratos pactuados, em que se evidenciam problemas de informações assimétricas *ex ante*, aliados ao risco moral. O vendedor (a operadora) está mais bem informado sobre os custos de produção e qualidade que o comprador (no caso, a Administração Pública). Porém, ambos dividem a incerteza sobre importantes mudanças de projeto que podem acontecer depois da assinatura do contrato e quando a operação é iniciada. Tais incertezas são exógenas tanto para a concessionária quanto para a União.

118. De igual modo, há incertezas exógenas no aspecto do benefício que os projetos proporcionam à sociedade pelos recursos públicos aplicados (BAJARI; TADELIS, 2001). Os agentes, em consequência da incompletude contratual, não conseguem chegar *ex ante* a um acordo que contemple todas as contingências futuras. Por ocasião da implementação do projeto é que surgem os problemas que serão resolvidos *ex post* por meio de renegociações para assegurar a possibilidade de coordenação mais eficiente e garantir o *enforcement* de ambas as partes contratadas (SCHMITZ, 2001).

3.3 CONSIDERAÇÕES INICIAIS SOBRE A INFORMAÇÃO CONTÁBIL

119. Após a leitura de diversas teorias econômicas (seção 2 deste relatório) e alguns exemplos da aplicação dessas teorias para compreender conflitos decorrentes da assimetria de informação entre os órgãos reguladores e as respectivas firmas reguladas (seção 3.1 deste relatório), é pertinente apresentar comentários sobre o papel da informação contábil no ambiente regulado.

¹⁶ Nos estudos comparados entre países, o Brasil repetidamente tem apresentado resultados convergentes ao grupo dos países cujas instituições estão em desenvolvimento, os denominados *Less Developed Countries* (LDC). Um exemplo disso são os estudos envolvendo o impacto do ambiente institucional nas renegociações em contratos de concessão pública, como a discussão para América Latina e Caribe (GUASCH; LAFFONT; STRAUB, 2003).



120. A rigor, a contabilidade e a regulação têm diversas interfaces. Dois exemplos são apresentados a seguir: o primeiro diz respeito à regulação contábil, enquanto o outro, aos impactos da regulação não-contábil na informação contábil.

121. Prof. Jorge Katsumi Niyama, ao comentar as características e influências do ambiente legal nos sistemas contábeis, afirma:

A contabilidade brasileira tradicionalmente foi vinculada à legislação (originariamente à tributária e depois à societária em conjunto) e à regulamentação por organismos governamentais (Banco Central do Brasil, Superintendência de Seguros Privados, Comissão de Valores Mobiliários, entre outros), sendo politicamente fraca a influência de órgãos de classe ou institutos representativos da profissão para determinação dos procedimentos contábeis. (NIYAMA, 2005, p. 2)

De forma geral, a maioria dos autores destaca dois grandes grupos distintos: o modelo Anglo-Saxão e o modelo Continental. [...] O Modelo Continental, por sua vez, é composto por países como França, Alemanha, Itália, Japão, Bélgica, Espanha, países comunistas (Europa oriental), países da América do Sul, entre outros, e as características predominantes são as seguintes: a) profissão contábil fraca e pouco atuante; b) forte interferência governamental no estabelecimento de padrões contábeis, notadamente a de natureza fiscal; c) as demonstrações financeiras buscam atender prioritariamente os credores e o Governo em vez dos investidores; e d) importância de bancos e outras instituições financeiras (inclusive governamentais) em vez de recursos provenientes do mercado de capitais como fonte de captação pelas empresas. (NIYAMA, 2005, p. 16-17)

122. Das palavras do Prof. Jorge Niyama, pode-se perceber a preocupação dos estudiosos da Contabilidade Internacional em compreender as razões das diferenças entre as políticas contábeis de diversos países, o que inevitavelmente passa pela discussão da regulação contábil. Aspecto destacado por Lopes e Martins (2005, p. 84-85) ao discutirem a economia da evidenciação contábil:

Inicialmente, investigou-se o papel da regulamentação no fornecimento de informações contábeis. Três grandes linhas de investigação foram propostas para investigar possíveis lógicas para a regulamentação: 1. externalidades da informação contábil; 2. assimetria de informação entre investidores e administradores; e 3. incentivos dados à administração da empresa para fornecer informações.



Os argumentos que favorecem a regulamentação da contabilidade são, em sua maior parte, baseados no argumento de que agências governamentais, e outros órgãos similares, possuem vantagens comparativas em relação ao mercado na exigência de fornecimento de informações. Esses argumentos baseiam-se na hipótese de que o mercado livremente não seria capaz de impor uma disciplina adequada para a evidenciação pública de informações; nesse cenário, investidores e outros agentes menos favorecidos, como sindicatos, seriam penalizados.

No entanto, não existem evidências claras a esse respeito. (LOPES e MARTINS, 2005, p. 85)¹⁷

123. Já o segundo exemplo da interface entre a contabilidade e a regulação diz respeito às reações dos entes regulados às exigências do órgão regulador, ou seja, ao “gerenciamento da informação contábil”. A rigor, o presente relatório aborda esta última questão.

124. Portanto, debate-se a regulação sob a ótica da informação contábil, ao apresentar e analisar evidências da escolha de práticas contábeis (pelo ente regulado) como resposta à regulação não-contábil. Assim, o propósito é debater as razões e as conseqüências das exigências, feitas pelo órgão regulador, para que os entes regulados apresentem determinados indicadores econômico-financeiros compatíveis com parâmetros estabelecidos *a priori*, como condição *sine qua non* à continuidade e à normalidade das operações do ente regulado.

125. Entende-se por informação contábil o mais amplo conjunto de informações cujo processo de elaboração utiliza o arcabouço contábil (teoria, técnicas, princípios etc.). Segundo o Conselho Federal de Contabilidade, na Norma Brasileira de Contabilidade Técnica nº 1 (NBCT 1):

A informação contábil se expressa por diferentes meios, como demonstrações contábeis [Balanço Patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício, Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos, Demonstração dos Fluxos de Caixa, Demonstração do Valor Adicionado], escrituração ou registros permanentes e sistemáticos, documentos, livros, planilhas, listagens, notas explicativas, mapas, pareceres, laudos, diagnósticos, prognósticos, descrições críticas ou

¹⁷ Outros comentários sobre a regulação contábil podem ser obtidos em Pohlmann e Alves (2004, p. 233-273).



quaisquer outros utilizados no exercício profissional ou previstos em legislação. (Resolução CFC nº 785/1995)

126. Os pesquisadores na área de comunicação diferenciam “dado” de “informação”, ressaltando que a “informação” deve ter alguma utilidade, alguma relevância. Nesse sentido, Lopes e Martins (2005, p. 76) apresentam exemplos da utilidade da informação contábil:

A informação contábil pode ser usada para a avaliação da qualidade de ativos (análise de balanços, por exemplo), para a avaliação da performance de agentes investidos pelos acionistas (remuneração de executivos), para controle do comportamento dos gestores após a concessão de créditos (*debt covenants* em dívidas). (LOPES e MARTINS, 2005, p. 85 – os grifos não constam no original).

127. Certamente, a lista apresentada pelos Professores Eliseu Martins e Alexandre B. Lopes não é exaustiva, mas exemplificativa. Tanto que é possível apresentar diversos outros exemplos da utilidade da informação contábil, inclusive no que tange à regulação (ou a atuação de órgãos reguladores):

- Avaliação de ativos: Banco Central Brasileiro (BACEN), Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) e Secretaria da Previdência Complementar (SPC) avaliam se os entes regulados dispõem de lastro financeiro (ativos garantidores) para suportar os passivos (inclusive provisões atuariais) que assumem em decorrência do exercício de suas atividades operacionais;
- Avaliação da *performance* dos agentes: Secretaria da Receita Federal (SRF) avalia a *performance* (lucro) para tributar o Imposto de Renda; ANS, Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL), Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) e tantos outros órgãos que regulam o preço (tarifa) avaliam a *performance* (economia de custos, desequilíbrio econômico-financeiro) para decidir sobre reajustes e revisões tarifários;



- Controle do comportamento dos gestores após a concessão de créditos – Ministério da Cultura (MinC) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM) verificam a aplicação dos recursos públicos incentivados para fomento de projetos culturais, mediante a Lei Rouanet e a Lei do Audiovisual, por exemplo.

128. Portanto, pode-se dizer que a evidenciação da informação contábil tem a finalidade de reduzir a assimetria informacional entre a entidade e os interessados em seu desempenho ou na qualidade de sua situação econômico-financeira.

129. Ao gerar as informações contábeis, a entidade (seus gestores e contadores) utiliza determinadas práticas de reconhecimento, classificação e mensuração dos atos e fatos (transações e eventos) que afetam o patrimônio e o desempenho da entidade. Essas práticas são denominadas práticas contábeis.

130. Entende-se por práticas contábeis os procedimentos para a elaboração e evidenciação das demonstrações contábeis. Embora a contabilidade societária (aquela voltada para os usuários externos à firma) seja intensamente regulada, a interpretação, o julgamento e a subjetividade do contador são inerentes à atividade profissional, afinal, a contabilidade não é uma ciência exata.

131. Diz-se que a contabilidade societária é “intensamente regulada” porque, além do Congresso Nacional (principais normas contábeis: a Lei das Sociedades Anônimas – Lei nº 6.404/76, e o infeliz capítulo IV do título IV do livro II do Novo Código Civil – Lei nº 10.406/2002 – especificamente artigos 1.179 a 1.195),¹⁸ diversas instituições emitem normas e diretrizes contábeis: CVM, Conselho Federal de Contabilidade (CFC), Instituto dos Auditores do Brasil (IBRACON), BACEN, SUSEP, ANS, SPC, SRF, entre outros.

¹⁸ Críticas sobre as “inovações” trazidas pelo Novo Código Civil podem ser encontradas em Martins (2002).



132. As práticas contábeis são um dos elementos que compõem as políticas contábeis. Segundo Carvalho *et al.* (2006, p. 220), “políticas contábeis: são os princípios específicos, bases, convenções, normas e práticas contábeis aplicadas por uma entidade na preparação de apresentação de demonstrações contábeis”.¹⁹

133. Interessante ressaltar que existe diferença entre práticas contábeis e princípios e normas contábeis. Os princípios contábeis e os demais ditames legais (normas, instruções, deliberações, resoluções, pareceres, interpretações, pronunciamentos etc. emitidos pelos órgãos competentes: CVM, CFC, IBRACON, BACEN, SUSEP, ANS etc.) apresentam alternativas que os gestores e contadores das empresas podem adotar ao elaborar as demonstrações contábeis. Essa subjetividade, permitida pelas normas, dá ao gestor e ao contador opções de escolherem entre duas ou mais práticas contábeis distintas. Exemplos de práticas contábeis permitidas pelas normas:

- Pelo princípio contábil do Custo como Base de Valor (ou Registro pelo Valor Original), o Ativo deve ser avaliado por seu custo histórico de aquisição. Pela convenção do Conservadorismo (ou Prudência), quando houver dúvida entre dois valores igualmente válidos, o Ativo deve ser avaliado pelo menor valor. Em se tratando dos Estoques de Mercadorias, esses dois princípios em conjunto estabelecem que o Estoque deve ser avaliado pelo Custo de Aquisição ou Valor de Mercado, dos dois o menor. Ocorre que na dinâmica de compra e venda de mercadorias, a empresa pode comprar novas mercadorias por valor unitário superior ao custo de aquisição das mercadorias já mantidas em estoque, então, surge um problema: qual é o Custo de Aquisição? Na prática, os contadores dispõem de diversas alternativas de mensuração desse Custo (avaliação do

¹⁹ Portanto, o que se entende por “práticas contábeis” neste relatório é diferente do entendimento do IBRACON (Comunicados Técnicos 01/2003 e 03/2004). O IBRACON entende por “práticas contábeis adotadas no Brasil” uma “generalização das diretrizes contábeis emanadas da legislação societária brasileira [...] [e] conforme determinado pelos órgãos reguladores [...]”. Atenção é requerida do auditor independente para não considerar, como abrangidos no contexto das práticas contábeis adotadas no Brasil, práticas não amparadas na legislação societária nem reconhecidas pelos órgãos reguladores como avanço na harmonização de normas contábeis no âmbito internacional”.



Estoque), dentre eles: o PEPS (o primeiro que entra é o primeiro que sai) e o Custo Médio Ponderado (uma média ponderada do valor dos itens mantidos no inventário);

- Embora haja o princípio contábil do Custo como Base de Valor (ou Registro pelo Valor Original), a administração da empresa e seu contador podem optar por avaliar os itens tangíveis do Ativo Imobilizado pelo valor de Reposição (quanto pagariam se a empresa fosse comprar esse mesmo bem, no estado em que se encontra) – é o que se chama: Reavaliação. Ressalta-se que tal prática não é obrigatória (a empresa pode optar por reconhecer a Reavaliação). Uma vez adotada a reavaliação, deve-se proceder a novas reavaliações. Entretanto, a periodicidade não é taxativamente determinada nas normas contábeis. A CVM determina que a entidade deve efetuar novas reavaliações, no mínimo, a cada ano para ativos sujeitos a relevante oscilação de preço de um ano para outro; e a cada quatro anos para ativos não sujeitos a relevante oscilação de preço (Deliberação CVM nº 183/1995). O CFC determina que a entidade deve efetuar novas reavaliações, no mínimo, a cada quatro anos (Resolução CFC nº 1.004/2004). Portanto, fica a cargo do administrador e do contador a definição de quanto em quanto tempo novas reavaliações serão efetuadas (todo ano, de dois em dois anos, de três em três, ou de quatro em quatro anos);

- A convenção do Conservadorismo (ou princípio da Prudência) tem reflexos, não só nos Estoques, mas em todos os demais itens patrimoniais (Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido), como, por exemplo, na conta que registra o saldo a receber de clientes, pelas vendas a prazo (Duplicatas a Receber). Ora, quando a empresa vende a prazo, incorre no risco de não receber (inadimplência). Nesse caso há dúvida quanto ao valor do Ativo a ser reconhecido: o valor total da duplicata, ou o valor líquido da estimativa de não receber. Considerando que por essa convenção o Ativo deve ser avaliado pelo menor valor, é necessário reconhecer uma Despesa com Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa (PCLD). O problema é



definir qual o critério de mensuração dessa provisão, que é altamente subjetiva, pois se está questionando a probabilidade de ocorrência de um evento futuro (a inadimplência). Na prática os contadores fazem uma análise histórica da inadimplência por classe de clientes e, com base nessa taxa, reconhecem a PCLD;²⁰

- Para se reconhecer a depreciação do Imobilizado é necessário estimar seu tempo de vida útil e seu valor residual. A estimativa dessas duas variáveis tem sido influenciada pela SRF, que permite a dedutibilidade da Despesa de Depreciação, limitada ao valor total do custo de aquisição do imobilizado (valor residual nulo), ao longo do tempo de vida útil estabelecido *a priori* (por exemplo, veículos = 5 anos; máquinas e equipamentos = 10 anos; prédios = 25 anos). Não obstante as regras fiscais, nada impede que a empresa adote critérios de mensuração da depreciação diferentes, bastando que ajuste a base de cálculo do Imposto de Renda (esse ajuste é efetuado no Livro de Apuração do Lucro Real – LALUR);

- As empresas, de forma geral, não são obrigadas a evidenciar a Demonstração dos Fluxos de Caixa – DFC, mas, se quiserem podem evidenciá-la como demonstrações complementares. Salvo as empresas certificadas pela Bolsa de Valores de São Paulo – Bovespa, por adotarem práticas de governança corporativa, que são obrigadas a evidenciar a DFC, mas, ainda assim, podem optar entre evidenciar a DFC pelo método direto ou pelo método indireto;

- A partir de 1996, por força da Lei 9.249/95, as empresas ficaram proibidas de reconhecer a correção monetária para fins societários (pagar

20 Uma curiosidade histórica com relação ao reconhecimento da Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa – PCLD (antigamente denominada Provisão para Devedores Duvidosos – PDD): de 01/01/1965 até 31/12/1992 a despesa com a PCLD era dedutível do Imposto de Renda até o limite de 3% do saldo dos Créditos a Receber (Lei 4.506/1964); dessa data até 31/12/1995, tal limite de dedutibilidade foi reduzido para 1,5% do saldo dos Créditos a Receber (Lei 8.541/1992); dessa data em diante, a despesa com a PCLD deixou de ser dedutível do Imposto de Renda (Lei 9.249/1995), meses depois o governo autorizou a dedutibilidade relativa a títulos já vencidos há pelo menos seis meses (Lei 9.430/1996). O senso comum indica que as empresas contribuintes do Imposto de Renda com base no Lucro Real reconheciam, até 31/12/1995, a PCLD pelo valor máximo dedutível e, a partir de 01/01/1996, pararam de reconhecê-la contabilmente, alegando que era “proibido” pelo Fisco. Isso ilustra a influência que a legislação fiscal exerce sobre a contabilidade societária, no Brasil.



dividendos) e fiscais (pagar Imposto de Renda). Entretanto, as empresas podem evidenciar demonstrações contábeis complementares que contemplem a perda de poder aquisitivo da moeda. Nesse caso, podem optar se farão a simples correção monetária de balanços (que corrige o Ativo Permanente e o Patrimônio Líquido) ou se farão a Correção Monetária Integral. Ainda, têm a liberdade de escolher qual índice de preço deva ser adotado (IGP-M, IGP-DI, IPC-A, um índice desenvolvido internamente pela empresas, ou qualquer outro).

134. Espera-se que todos esses julgamentos sejam efetuados de forma impessoal e não apaixonada, mas seguindo algum critério lógico e racional que possa ser rastreável e que tenha o propósito de melhor refletir a realidade econômica da empresa – o que o Prof. Sérgio de Iudícibus chama de “subjativismo responsável” (IUDÍCIBUS, 1998).

O contador, em suas avaliações, deverá ser o mais objetivo possível, no limite do que a evolução da ciência da mensuração permitir e sempre assegurando a maior relevância possível à mensuração ... o motivo principal desta mudança na convenção é orientar a Contabilidade rumo a uma subjetividade responsável (risco), preconizada pela IFAC, desejada pela sociedade e pelos usuários. A objetividade material deve ser substituída pelo subjativismo balizado por critérios científicos (distribuições de probabilidades etc.). (IUDÍCIBUS, 1998, p. 63)²¹

135. Entretanto, na dinâmica das transações cotidianas, não é razoável supor que os gestores e os contadores responsáveis por gerar as informações contábeis atuem da forma sugerida por Iudícibus. Afinal, dentre os conceitos teóricos apresentados na seção 2 deste relatório, estudamos o oportunismo.

136. O oportunismo relacionado à geração de informação contábil é denominado “gerenciamento da informação contábil”. O gerenciamento da informação contábil ocorre quando os gestores utilizam critérios discricionários (*judgment*) para alterar as demonstrações contábeis e para enganar (*mislead*) alguns usuários dessas demonstrações sobre o efetivo desempenho



econômico da entidade, ou para influenciar os resultados contratuais (*contractual outcomes*) que dependem dos números contábeis divulgados. Interessante observar que essa definição não restringe o julgamento discricionário à escolha de práticas contábeis (*judgment in financial reporting*), que normalmente implica na escolha do momento de reconhecimento de receitas e despesas (*accruals*) e dos critérios de mensuração patrimonial – avaliação de estoques, avaliação de investimentos em participações societárias, reavaliação e depreciação de imobilizado etc. –, mas transcende a isso²². É o que ocorre quando os gestores manipulam a efetiva atividade operacional (*structuring transactions*) da entidade para alcançar determinados objetivos, como enviar mercadorias aos clientes sem que eles tenham solicitado e oferecer descontos extraordinários, normalmente na véspera do encerramento do período contábil para, com isso, aumentar as vendas contabilizadas e aumentar o giro dos estoques; e/ou aumentar o volume produzido, para reduzir o custo unitário, mesmo que não haja a expectativa de venda do volume adicional²³.

137. Um problema que envolve a escolha de práticas contábeis (elaboração e evidenciação das demonstrações contábeis) e a definição do que é gerenciamento da informação contábil e, até mesmo, do que seja fraude contábil (art. 177 do Código Penal), é definir o que é verdade em contabilidade, ou seja, quando as demonstrações contábeis estão evidenciando uma “imagem fiel” do patrimônio e do desempenho da entidade.

21 IFAC, *International Financial Accounting Committee* (Comitê Internacional de Contabilidade Financeira).

22 Um problema que surge ao se estudar gerenciamento da informação contábil é que são empregados diversos termos, ora com o mesmo significado, ora com significados substancialmente diferentes, como: *accounting hocus-pocus* (CARMICHAEL, 1999), *cook the books* (STACY, 1997), *earnings manipulation* (DECHOW *et al.*, 1996), *financial numbers game* (MULFORD e COMISKEY, 2002), *window dressing* (FUJI, 2004), *balance sheet management* (GRAMLICH *et al.*, 2001; CHOUDHRY e FABOZZI, 2003), *earnings quality* (DECHOW e DICHEV, 2002; MCNICHOLS, 2002), *discretionary accruals* (GUAY *et al.*, 1996), *earnings smoothing* (FUJI, 2004), *fraudulent financial statements* (MULFORD e COMISKEY, 2002), *creative accounting* / contabilidade criativa (MULFORD e COMISKEY, 2002; COSENZA e GRATERON, 2003).

23 Essa definição é baseada em Healy e Wahlen (1999, p. 367): “*earnings management occurs when managers use judgment in financial reporting and in structuring transactions to alter financial reports to either mislead some stakeholders about the underlying economic*



138. Em 1997, foi publicado um número especial da revista **The European Accounting Review**, exclusivamente com artigos que debatem os conceitos *true and fair view* (anglo-saxônico) e *image fidèle* (francês). A tradução desses dois termos para o Português pode sugerir que são sinônimos (imagem verdadeira e justa; imagem fiel), mas não são.

139. Segundo Colasse, *image fidèle* é conformidade às normas e, em outras palavras, prevalência da forma sobre a essência.

As demonstrações contábeis anuais devem ser regulares e sinceras, elas devem transmitir uma *image fidèle* do patrimônio, da situação financeira e dos lucros e prejuízos da entidade. (Código Comercial francês, art. 9º, §4º *apud* COLASSE, 1997, p. 682).²⁴

Regularidade é conformidade com regras e procedimentos em vigor. [...] Sinceridade é a aplicação, com boa-fé, dessas regras e procedimentos em relação ao conhecimento que contadores devem normalmente ter da realidade e importância das operações, eventos e situações. (Plano de Contas Geral francês, item I.5 *apud* COLASSE, 1997, p. 683-684).²⁵

Num país onde as leis são escritas e codificadas, como a França, regularidade significa, nada mais e nada menos, conformidade com as regras e procedimentos. (COLASSE, 1997, p. 683).²⁶

140. Por sua vez, o conceito de *true and fair view* sugere exatamente o contrário, uma vez que se baseia no princípio contábil da essência sobre a forma (*substance over form* – IASB, 1989, parágrafo 35)²⁷.

performance of the company, or to influence contractual outcomes that depend on reported accounting numbers". (o grifo não consta do original).

24 Livre tradução de: "Annual accounts must be regular and sincere; they must give an image *fidèle* of the patrimony, the financial position and the profits and losses of a business."

25 Livre tradução de: "Regularity is conformity with the rules and procedures in force. [...] Sincerity is the application, in good faith, of (these) rules and procedures in relation to the knowledge that those with accounting responsibilities must normally have of the reality and importance of operations, events and situations."

26 Livre tradução de: "In a country where laws are written down and codified, such as France, regularity means nothing more, and nothing less, than conformity with rules and regulations."

27 Samuelsson, Samuelsson & Svensson (2003, p. 19) afirmam que a literatura contábil e as normas contábeis não apresentam uma definição para *true and fair view*, o que pode ser constatado pela leitura do parágrafo 46 do Referencial Teórico do IASB (1989). Stacy (1997) e Walton (1997) apresentam um curioso histórico sobre a concepção do *true and fair view*. No Brasil, a observação de que a essência econômica deve prevalecer sobre a forma jurídica é preconizada pela Deliberação CVM nº 29/86, pelo Parecer CVM nº 15/87, pela Resolução CFC nº 750/93 e pelo Ofício Circular CVM nº 01/2006.



141. Apesar de se concordar com o argumento de Ludícibus (1998), por entender que a Contabilidade deve ter por objetivo identificar, mensurar e evidenciar a substância econômica, gerando informação útil e relevante aos usuários, mesmo que seja necessário deixar os ditames formais em segundo plano. Não se pode dizer que qualquer um dos dois posicionamentos está errado (*true and fair view* e *image fidèle*), mas, simplesmente, que partem de perspectivas diferentes. Ademais, se as normas contábeis fossem “perfeitas”, isso é, aplicáveis a todas e quaisquer situações de quaisquer entidades, propiciando mensurações e evidenciações relevantes e úteis para todos e quaisquer usuários, não haveria qualquer diferença entre *image fidèle* e *true and fair view*.

142. Ocorre que as normas contábeis não são “perfeitas”, o que, segundo Hulle (1997, p. 719), faz com que “nenhum regulador é perfeito e as normas contábeis que foram desenhadas para casos genéricos, não são plenamente adequadas a todos os casos que surgem na prática [...] os reguladores ficam insatisfeitos com o abandono dos ditames legais em prol da evidenciação da substância econômica, porque eles acreditam que as normas que eles desenharam são, por definição, perfeitas”²⁸, e conforme Arden (1997, p. 677), “sempre que houver normas sempre haverá problemas não resolvidos pelas normas, e por essa razão, o princípio do *true and fair view* é necessário”²⁹. Além disso, “quanto mais precisa [detalhada] for a norma, mais fácil é evitá-la” (COOK, 1997, p. 700)³⁰.

143. É nesse sentido que Arya *et al.* (2003) discutem se a informação contábil não gerenciada (com transparência) é sempre melhor que a informação

28 Livre tradução de: “No regulator is perfect and the accounting rules and standards which have been designed for the majority of cases can never take account of all cases which may arise in practice [...] regulators are equally unhappy about override because they believe that the rules which they have designed are by definition perfect”.

29 Livre tradução de: “[...] whenever there are rules there are always going to be problems that the rules do not solve and for that reason the *true and fair view* requirement is needed”.

30 Livre tradução de: “The more precise the rule, the easier is to avoid”.



contábil gerenciada. Eles afirmam que a discricionariedade contábil é fundamental para se adotarem práticas contábeis mais eficientes, e criticando a analogia que se costuma fazer do balanço patrimonial à fotografia, afirmam que a relação entre a firma e suas demonstrações contábeis é diferente da relação entre o fotógrafo e a paisagem. Talvez se assemelhe à relação entre o fotógrafo e a modelo, que dependendo do objetivo da foto, a modelo sorri e posa de forma diferente, enquanto o fotógrafo muda o ângulo da câmera, a iluminação, a velocidade e a abertura do diafragma. O que é ratificado por Richard Avedon³¹: “Um retrato não se assemelha a nada. No momento em que uma emoção ou fato se transforma em fotografia, não é mais um fato, e sim uma opinião. Não existe imprecisão em uma fotografia. Todas são precisas. Nenhuma delas é verdade” (CORRÊA, 2004, p. 115).

3.4 EVIDÊNCIAS DA MANIPULAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL POR ENTIDADES REGULADAS

144. No que tange ao gerenciamento da informação contábil no âmbito da assimetria informacional entre os órgãos reguladores e as empresas reguladas, há evidências de que os entes regulados gerenciam suas informações contábeis para atingir os parâmetros estabelecidos pelos órgãos reguladores. Tais evidências foram coletadas em fontes secundárias, mais precisamente, em teses e dissertações de doutorado e mestrado, em artigos acadêmicos apresentados em congressos e/ou publicados em periódicos, tanto nacionais, quanto estrangeiros.

145. Jones (1991) investiga se as empresas estadunidenses reduzem seus lucros mediante gerenciamento de resultados, quando submetidas a processos de investigação pela Comissão de Comércio Internacional dos Estados Unidos

31 Richard Avedon (1923-2004) foi um premiado fotógrafo profissional.



(*United States International Trade Commission – ITC*), para se beneficiarem da regulação (*import relief*), seja aumentando a probabilidade de obter proteção do governo, seja aumentando a proteção de que já dispõem. Afinal, a regulação do comércio internacional, especificamente a de tarifas de importação, corresponde à transferência de riqueza de um grupo (consumidores) para outro (produtores domésticos). Essa transferência de riqueza normalmente ocorre mediante o aumento do imposto de importação ou redução da quota de importação, por seu país. Jones (1991) analisou uma amostra composta por 23 empresas de 5 setores (indústria automobilística, siderurgia de aço, metalurgia de aço, mineração de cobre e indústria de calçados). Mediante uma análise multivariada, concluiu que as empresas gerenciam seus resultados, reduzindo-os mais no ano em que o ITC finaliza sua investigação que nos outros anos pesquisados.

146. Kato *et al* (2001) investigaram se os bancos japoneses, que estavam prestes a violar a lei que restringia a distribuição de dividendos a 40% do lucro líquido do período, gerenciaram seus resultados contábeis para aumentar o lucro e, assim, distribuir mais dividendos que o permitido pela regulação, sem violá-la (afinal, aumentavam o lucro para aumentar o limite de distribuição de dividendos). Mediante análise de uma amostra composta por informações contábeis 89 bancos japoneses, referentes ao período 1982 a 1992 (afinal a lei vigorou até agosto de 1992), Kato *et al* (2001) concluíram que os bancos japoneses gerenciam, sim, seus resultados para aumentar o lucro e, conseqüentemente, para aumentar o valor dos dividendos distribuídos aos acionistas sem violar a lei que restringia a distribuição de dividendos ao teto de 40% do lucro líquido do período. Cabe ressaltar que tal lei foi revogada em agosto de 1992, pelo Ministério da Fazenda, que identificou aquela restrição como uma das causas do pífio desempenho histórico da bolsa de valores japonesa, medido pelo *Nikkei Stock Index*, sob a égide daquela lei.

147. No Brasil, o gerenciamento das informações contábeis prestadas pelas instituições financeiras ao Banco Central do Brasil (BACEN) foi estudado por



Fuji (2004) e por Cupertino (2004a; 2004b). A informação contábil é relevante para o BACEN, uma vez que, no exercício da regulação, o órgão regulador analisa as informações contábeis dos Bancos para discriminar qual instituição financeira poderá continuar operando normalmente, e quais sofrerão acompanhamento de suas atividades operacionais.

148. Fuji (2004) enfoca o gerenciamento de resultados da conta Provisões para Créditos de Liquidação Duvidosa das cinquenta maiores instituições financeiras brasileiras, que juntas representam 94,6% dos depósitos bancários nacionais, fiscalizadas pelo BACEN. Os resultados da pesquisa demonstram que as instituições financeiras brasileiras gerenciam seus resultados para evitar reportar perdas (FUJI, 2004, p. 72), e que os Bancos com maior geração de fluxo de caixa tendem a apresentar *accruals* menores e que, portanto, estariam utilizando a PCLD para gerenciar seus resultados contábeis, tal qual concluíram McNichols e Wilson (1988).

149. Cupertino (2004a; 2004b) apresenta o estudo de caso da fraude contábil praticada pelo Banco Nacional S.A. (BNSA), que teve sua intervenção decretada pelo Banco Central do Brasil (BACEN) em 1995. O estudo de caso se concentra na análise das “contas de natureza 917” que registravam, inadequadamente, créditos de difícil liquidação que deveriam ser transferidos para a conta de “créditos em liquidação” e, posteriormente, para a conta de “créditos baixados com prejuízo”. Afinal, a maioria dos devedores (pessoas jurídicas) se encontrava em dificuldade financeira, tanto que diversas empresas encerraram suas atividades. Segundo Cupertino (2004b), a fraude praticada pelo BNSA consistia, não só em manter tais créditos, mas em rolar seus vencimentos e reconhecer receitas financeiras decorrentes da dilatação do prazo. Conseqüentemente, esse procedimento permitia ao BNSA evidenciar lucros e aumentar os saldos das carteiras de operação de crédito (Ativo) e do Patrimônio Líquido. Após expurgar os efeitos dessa fraude nas demonstrações contábeis do BNSA, Cupertino (2004b, p. 10) apresenta cálculos demonstrando que, se não fosse por tal fraude, o BNSA apuraria prejuízo desde 1988



(primeiro ano considerado no estudo) e que, a partir de 1990, o BNSA teria apurado passivo a descoberto. Essas duas situações conjugadas inviabilizariam a crescente distribuição de dividendos realizada pelo Banco, que, a partir de 1993, passou a ser mensal. Cupertino (2004b, p. 2-3 e p.13-14) destaca o problema de agência como a principal explicação ao comportamento dos administradores do BNSA. Entretanto, ele não extrapola a constatação oferecida por seu estudo de caso ao argumento de que a regulação econômica (no caso a exercida pelo BACEN) incentiva o gerenciamento da informação contábil. Afinal, foi graças a tal fraude que o BNSA sempre publicou Patrimônio Líquido positivo, evitando a divulgação de passivo a descoberto desde 1990 (conforme cálculos desenvolvidos por Cupertino), o que teria ensejado a decretação, desde então, do Regime de Administração Especial Temporária (RAET) pelo BACEN³².

150. Há, ainda, outras evidências de que os bancos manipulam suas informações contábeis para se adequarem aos parâmetros de indicadores estabelecidos pelo órgão regulador (MOYER, 1990; KIM e KROSS, 1998; BLACCONIERE et al, 1991).

151. As seguradoras e operadoras de planos de assistência à saúde (OPS) também manipulam suas informações contábeis para se adequarem aos parâmetros de indicadores econômico-financeiros estabelecidos pelas agências reguladoras (PETRONI, 1992; ADIEL, 1996; MENSAH et al., 1994; CARDOSO, 2005). A informação contábil das OPS é relevante ao processo regulatório, no Brasil, porque a ANS acompanha o desempenho econômico-financeiro das OPS (principalmente daquelas classificadas como Medicina de Grupo, Odontologia de Grupo, Cooperativa Médica, Cooperativa Odontológica e Filantrópicas), com o objetivo de identificar quais empresas: podem continuar funcionando normalmente, isto é, se apresentarem uma satisfatória situação

32 Segundo Cupertino (2004b, p. 9), "o Decreto-lei nº 2.321/87 determina que uma das hipóteses para que o BACEN possa decretar Regime de Administração Especial Temporária nas instituições financeiras privadas e públicas não federais seja quando nelas verificar a existência de passivo a descoberto".



econômico-financeira – o que os analistas da ANS chamam de “saúde financeira”; necessitam de acompanhamento mediante a instauração de um plano de recuperação, se apresentarem uma situação econômico-financeira pouco satisfatória – o que os analistas da ANS chamam de “desvio leve”; apresentam viés de descontinuidade, o que leva à instauração de procedimentos de direção fiscal e/ou técnica podendo acarretar até a liquidação ou falência da OPS, se a situação econômico-financeira for classificada como “desvio grave”.

152. Cardoso (2005) investiga se as operadoras brasileiras de planos de assistência à saúde (OPS) gerenciam suas informações contábeis, prestadas à Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) por meio do DIOPS (Documento de Informações Periódicas), para observar os parâmetros econômico-financeiros estabelecidos pela agência. Cardoso (2005) concluiu que os parâmetros mais vulneráveis ao gerenciamento são: o Resultado (evitar apurar prejuízo), o Patrimônio Líquido (evitar reportar Passivo a Descoberto) e, conseqüentemente, o Retorno do Patrimônio Líquido (quociente entre o Resultado e o Patrimônio Líquido).

153. Mensah *et al.* (1994) investigaram se as operadoras estadunidenses de planos de assistência à saúde (*Health Maintenance Organizations* – HMO, em português, Operadoras de Planos de Assistência à Saúde – OPS), que comercializam planos na modalidade pré-pagamento, gerenciam seus resultados contábeis, por meio da conta patrimonial “Provisão para Eventos Ocorridos e Não Avisados” (conhecida pela sigla em inglês IBNR). Essa conta, como o nome sugere, tem por objetivo registrar os ajustes de tal provisão, tendo como contrapartida a conta de resultado “Variação da Provisão para Eventos Ocorridos e Não Avisados”, pelo menos, segundo o plano de contas padrão estabelecido pela ANS (RN 27, de 01/04/2003). Os resultados demonstram que as OPS lucrativas supervalorizam seu IBNR para reduzir o lucro e, assim, evitar custos políticos.



154. Navissi (1999) demonstra que a regulação de tarifas também incentiva o gerenciamento da informação contábil. Trata-se de uma investigação da empresas manufatureiras sujeitas ao congelamento de preços determinado pelo governo Neozelandês, em 1970, se gerenciaram suas informações contábeis, mediante redução dos lucros, para obter nos anos seguintes (1971 e 1972) autorização para aumentarem os preços (equivalente a uma revisão da tarifa). Mediante o estudo de evento que contou com uma amostra de 62 empresas e 29 empresas no grupo de controle, Navissi (1999) constatou que as empresas manufatureiras que solicitaram a revisão da tarifa gerenciaram seus resultados. Afinal, reduziram significativamente seus lucros, em 1971 e 1972, comparativamente com empresas não manufatureiras no mesmo período (grupo de controle) e comparativamente a elas mesmas em outros períodos (anteriores e posteriores ao biênio 1971-1972).

155. Carey *et al.* (1994) demonstraram que empresas britânicas cuja tarifa é regulada pela métrica da taxa de retorno adotam práticas contábeis com o propósito de reduzir a rentabilidade do Ativo (RA) evidenciada em seus relatórios. As empresas distribuidoras de energia elétrica evidenciaram, em média, RA de 9,7%, entretanto, a rentabilidade média dessas empresas após as reclassificações efetuadas por Carey *et al.* (1994) passou para 22,5%. No setor de água, a rentabilidade média evidenciada foi 0,9% e a reclassificada foi 18,3%. Já no setor de gás, a empresa *British Gas* evidenciou RA médio de 6,4%, o que saltou para 14,8% após os ajustes.

3.5 RAZÕES ECONÔMICAS DA MANIPULAÇÃO DA INFORMAÇÃO CONTÁBIL POR ENTIDADES REGULADAS

156. Tendo-se constatado que a regulação econômica gera incentivos para a empresa regulada escolher práticas contábeis que melhor atendam ao auto-



interesse (o que se convencionou chamar de gerenciamento da informação contábil ou até de fraude contábil), surgiu a necessidade de investigar a racionalidade econômica desse comportamento³³.

157. Na tentativa de desenvolver tal investigação, utilizou-se o conjunto de teorias econômicas apresentadas na seção 2 deste relatório.

158. A assimetria de informação, quando associada à racionalidade limitada, aumenta o risco (ou até a incerteza) de previsões e, quando associada ao oportunismo, aumenta a probabilidade de uma parte se apropriar da quase-renda que, *a priori*, pertenceria à outra.

159. Nesse ponto, é que a contabilidade se torna mais relevante, pois ela dispõe dos recursos necessários para prover as partes com informação necessária à redução de tal assimetria, pelo menos no que tange às informações acerca da situação patrimonial e do desempenho econômico-financeiro.

160. Ideologicamente a contabilidade seria capaz de resolver todos os problemas relacionados à assimetria informacional, mas, “no mundo como ele é”, isso não ocorre. Então, chama-se essa distorção de gerenciamento da informação contábil, manipulação, fraude contábil, maquiagem de balanços etc.

161. Williamson (1985, p. 139)³⁴, estudando estruturas de organização (integração vertical), afirma:

33 Embora o foco deste relatório seja a manipulação da informação contábil motivada pela regulação econômica (relação Agência Reguladora *versus* Entidade Regulada), não se pode generalizar e afirmar que toda e qualquer manipulação contábil seja motivada pela regulação econômica. Afinal, outros tantos conjuntos de interesses afetam as escolhas contábeis, simultaneamente, por exemplo: planos de remuneração dos executivos (incentivo interno à firma), cláusulas restritivas de contratos de empréstimos e financiamentos – *covenants* (incentivo externo à firma, vinculadas à relação da empresa com suas instituições financeiras), estimativas de desempenho elaboradas pelos analistas do mercado de capitais (externo à firma, vinculadas à relação da empresa com o mercado financeiro, atuais e potenciais acionistas), aspectos tributários (um tipo de regulação, mas especificamente tributária – diferente da abordada neste relatório) (FIELDS et al, 2001).

34 Livre tradução de: “*Cost determination is problematic, moreover, whatever the degree of asset specificity. Whereas each stage determines its own accounting practices in the pre-merger regime, that is no longer permitted – [...] upon merger [...] explicit agreements that limit accounting discretion notwithstanding, the supply stage runs the risk that costs will be reset to its disadvantage*”.



A mensuração do custo é problemática, quanto mais, quanto maior o nível de especificidade do ativo. Na estrutura existente anteriormente à fusão, cada parte determina suas próprias práticas contábeis, mas após a fusão, isto não é mais permitido – [...], pois, são estabelecidos acordos explícitos que limitam a discricionariedade contábil, entretanto, o departamento fornecedor corre o risco que o custo seja recalculado em seu detrimento. (grifo nosso)

162. Uma solução para se diminuir a discricionariedade contábil é aumentar o nível de padronização e uniformização das práticas contábeis, mediante ênfase no processo de regulação contábil.

163. Barzel (2003, p. 4) analisa a redução dos custos de informação mediante o estabelecimento de padrões e a certificação de produtos (bens e serviços), e afirma: “quando os padrões são criados, a informação se torna um bem público disponível a todos sem custo extra”³⁵.

164. Aplicando o argumento de Barzel às demonstrações contábeis, chega-se à hipótese de mercado eficiente (FAMA, 1969)³⁶. O que é reiterado no trabalho subsequente de Barzel, que contempla a Lei da Convergência de Preços, segundo a qual, “sob competição perfeita, compradores e vendedores se informam, a custo zero, quanto à qualidade das *commodities* negociadas e de seus preços. Onde o conhecimento não tem custo, esperamos que os preços converjam instantaneamente” (BARZEL, 2004, p. 5)³⁷.

165. Três problemas surgem nesse ponto. Primeiro, a informação contábil não é uma *commodity*, conseqüentemente, sua extrema padronização pode levar à desinformação. Segundo, a informação contábil não tem custo zero. Terceiro, o oportunismo faz com que a informação, quanto ao desempenho e à situação da firma, torne-se ainda mais custosa.

35 Livre tradução de: “*When standards are created, information becomes a public good available to all at no extra cost*”.

36 Sobre Hipótese de Mercado Eficiente veja Lopes (2002) e Cardoso e Martins (2004).

37 Livre tradução de: “*Under perfect competition buyers and sellers are informed at no cost of quality of the commodities traded and of their prices. Where knowledge is costless we expect prices to converge, and instantaneously*”.



166. Coase (1990) comenta sobre sua experiência e familiaridade com a contabilidade, desde a década de 1930. Segundo ele, duas foram suas contribuições: desenvolvimento do conceito de “custo de oportunidade” e desenvolvimento de sua percepção quanto à relevância da informação contábil ao que veio a ser conhecido como “Teoria da Firma”.

Sugiro que as contas [a contabilidade] podem ser uma valiosa fonte de informação sobre o comportamento da firma e se eu estiver certo, se sucede que seu uso pode ajudar em muito ao desenvolvimento da teoria da firma. Então, argumento que uma teoria do sistema contábil seja parte da teoria da firma. Se esse ponto de vista for generalizadamente reconhecido, esperamos ver o crescimento de estudos interdisciplinares entre a Economia e a Contabilidade (COASE, 1990, p. 12)³⁸.

167. Embora Coase não diga que tenha estudado “gerenciamento da informação contábil” nem “escolhas de práticas contábeis”, ele afirma:

Aprendi, entre outras coisas, que existem diversos métodos de se mensurar a depreciação, avaliar estoques, alocar custos, e daí por diante, cada método chega a um resultado diferente, embora todos correspondam a práticas aceitáveis. Adicionalmente, ainda existem, é claro, práticas que não são aceitáveis e que não deveriam ser adotadas por nenhuma firma de contabilidade que espera ser respeitada (COASE, 1990, p. 3-4)³⁹. (grifo nosso)

168. É interessante notar que a depreciação, os estoques, perdas com recebíveis, alocação de custos e provisões para perdas são freqüentemente apontados como fatores críticos pela literatura de “gerenciamento da informação contábil” (MCNICHOLS e WILSON, 1988; BEAVER e ENGEL,

38 Livre tradução de: “*I suggested that the accounts could be a valuable source of data on firm behaviour, and if I am right, it follows that their use could greatly assist in the development of theory of the firm. Then I argued that a theory of accounting system is part of the theory of the firm. If this view comes to be generally recognized, we may expect to see a growth in interdisciplinary studies between economics and accounting*”.

39 Livre tradução de: “*I learned among other things, that there were many methods of calculating depreciation, valuing inventories, allocating on-costs, and so on, all of which gave different results but all of which were perfectly acceptable practices. In addition, there were, of course, practices which were not acceptable and which should not be countenanced by any accounting firm which aimed at respectability*”.



1996; BEAVER e MCNICHOLS, 1998; HEALY e WAHLEN, 1999; DECHOW e SKINNER, 2000; MULFORD e COMISKEY, 2002).

169. Considerando que a agência reguladora é caracterizada pela racionalidade limitada, pelo oportunismo de seus funcionários e pela assimetria informacional em relação às firmas reguladas, a agência reguladora incorre em custos de transação e, dessa forma, a regulação é incompleta; ao depender das informações contábeis⁴⁰ providas pelas firmas reguladas, a agência reguladora fica vulnerável à manipulação da informação contábil potencialmente praticada por elas.

170. No âmbito da regulação, isso que os contadores chamam de “gerenciamento de resultados” para reduzir custos políticos ou para atingir parâmetros exigidos pelos órgãos reguladores, os advogados chamam de “adequação criativa à regulação” (*creative compliance to regulation*) e Benham (2004) chama de “respostas à regulação” (*responses to regulation*).

171. Essas respostas à regulação podem se materializar nas demonstrações contábeis ou não. Benham apresenta exemplos de respostas não relacionadas às demonstrações contábeis e, mesmo assim, podem ser lícitas ou ilícitas. São reproduzidos, a seguir, dois exemplos: um de uma resposta lícita e outro de resposta ilícita, ambos não relacionados com demonstrações contábeis.

Na União Soviética, quando o mercado era severamente reprimido, as famílias integraram verticalmente a produção de alimentos, trabalhando nos jardins de suas casas no subúrbio (BENHAM, 2004, p. 10).⁴¹

Na Itália do século XIX, quando as instituições formais eram muito fracas, alterações nos direitos de propriedade da terra foram marcadas pelo crescente poder da máfia, que tinha uma vantagem

40 Informação provida pela Contabilidade de Custos: baseada na alocação de custos, para o propósito de exercer a regulação de preços e o controle da inflação. Informação provida pela Contabilidade Societária: receita, lucro e situação patrimonial, para o propósito da tributação; liquidez, solvência e rentabilidade, para o propósito de decidir quais firmas poderão continuar operando, como bancos, seguradoras, fundos de pensão e operadoras de planos de assistência à saúde.

41 Livre tradução de: “*In the Soviet Union, when the market system was severely repressed, families vertically integrated into food production for themselves by working on their small garden plots in the countryside*”.



competitiva se comparada com a validade dos contratos (GAMBETTA *apud* BENHAM, 2004, p. 15).⁴²

172. O argumento de Benham, se extrapolado à Contabilidade, sugere que as firmas podem responder à regulação escolhendo práticas contábeis lícitas ou ilícitas (fraude). Linha de pesquisa em Contabilidade conhecida por Abordagem Comportamental (*Behavioral Accounting*), conforme Hendriksen e Breda (1999). Pelo menos, isso é o que pode se induzir das evidências apresentadas na subseção 3.4 deste relatório, vejamos:

42 Livre tradução de: “*In Italy in the nineteenth century, given the weakness of the relevant formal institutions, changes in property rights to land were followed by a great increase in the strength of the Mafia, which had a competitive advantage in contract enforcement*”.

**Quadro 2 – Evidências do reflexo da regulação na manipulação da informação contábil**

Tipo de relação	Fonte	Evidência	Parágrafo
Regulação Tarifária do Comércio Internacional	Jones (1991)	Estados Unidos: as empresas demonstram situação econômico-financeira pior que a efetiva, objetivando sensibilizar o regulador quanto à “necessidade” de lhe conceder benefícios tarifários em detrimento dos consumidores domésticos e dos concorrentes estrangeiros (protecionismo à indústria nacional).	144
Instituições Bancárias	Kato et al (2001); Fuji (2004); Cupertino (2004); McNichols e Wilson (1988); Moyer (1990); Kim e Kross (1998); Blacconiere et al (1991)	Japão: as empresas aumento o lucro para aumentar a distribuição de dividendos sem violar o limite máximo (40% do lucro) estabelecido pelo Estado. Brasil, Estados Unidos e Reino Unido: as empresas manipulam o reconhecimento da provisão para créditos de liquidação duvidosa e o reconhecimento da perda com inadimplência para se mostrarem mais lucrativas e, assim, se adequarem aos parâmetros estabelecidos pelo órgão regulador.	145 a 149
Mercados Segurador e de Saúde Suplementar	Mensah et al (1994); Petroni (1992); Adiel (1996); Cardoso (2005)	Estados Unidos, Reino Unido e Brasil: as empresas manipulam suas informações contábeis (principalmente o resultado e o patrimônio líquido), para não violarem os parâmetros econômico-financeiros estabelecidos pelo órgão regulador.	150 a 152
Controle Inflacionário	Navissi (1999)	Nova Zelândia: as empresas demonstram situação econômico-financeira pior que a efetiva, objetivando sensibilizar o regulador quanto à “necessidade” de lhe autorizar o reajuste/revisão dos preços que estavam congelados.	153
Mercados de Distribuição de Energia Elétrica, de Gás e de Água	Carey (1994)	Reino Unido: as empresas concessionárias de serviços públicos sujeitas ao controle de tarifas pela métrica da taxa de retorno manipulam suas informações contábeis para evidenciar uma rentabilidade menor que a prevista no contrato de concessão, com o objetivo de justificar pedidos de revisão tarifária.	154



IV REGULAÇÃO DE TARIFAS DE DISTRIBUIÇÃO DE ENERGIA ELÉTRICA

173. Esta seção tem por objetivo identificar a estrutura tarifária efetivamente adotada pela ANEEL, na regulação da tarifa de distribuição de energia elétrica, bem como o nível de dependência da ANEEL em relação às informações prestadas pelos entes regulados. Para tanto, esta seção é dividida em duas subseções, a primeira descreve a estrutura tarifária e a segunda analisa a dependência informacional.

4.1 ESTRUTURA TARIFÁRIA ADOTADA PELA ANEEL

174. Esta subseção se baseia integralmente na publicação “Cadernos Temáticos ANEEL nº 4: Tarifas de Fornecimento de Energia Elétrica”, disponível em <<http://www.aneel.gov.br/arquivos/pdf/caderno4capa.pdf>>, doravante designada (ANEEL, 2005).

175. “Cabe à Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL) estabelecer tarifas que assegurem ao consumidor o pagamento de uma tarifa justa, como também garantir o equilíbrio econômico-financeiro da concessionária de distribuição para que ela possa oferecer um serviço com a qualidade, confiabilidade e continuidade necessárias” (ANEEL, 2005, p. 9).

176. A definição da tarifa justa é uma atividade de extrema complexidade, pois envolve a compreensão e a identificação de diversas variáveis, simultaneamente.

177. Uma dessas variáveis é a categorização do consumidor em:

- Residencial – na qual se enquadram, também, os consumidores residenciais de baixa renda cuja tarifa é estabelecida de acordo com critérios específicos;



- Industrial – na qual se enquadram as unidades consumidoras que desenvolvem atividade industrial, inclusive o transporte de matéria prima, insumo ou produto resultante do seu processamento;
- Comercial, Serviços e Outras Atividades – na qual se enquadram os serviços de transporte, comunicação e telecomunicação e outros afins;
- Rural – na qual se enquadram as atividades de agropecuária, cooperativa de eletrificação rural, indústria rural, coletividade rural e serviço público de irrigação rural;
- Poder Público – na qual se enquadram as atividades dos Poderes Públicos: Federal, Estadual ou Distrital e Municipal;
- Iluminação Pública – na qual se enquadra a iluminação de ruas, praças, jardins, estradas e outros logradouros de domínio público de uso comum e livre acesso, de responsabilidade de pessoa jurídica de direito público;
- Serviço Público – na qual se enquadram os serviços de água, esgoto e saneamento; e
- Consumo Próprio – que se refere ao fornecimento destinado ao consumo de energia elétrica da própria empresa de distribuição.

178. A tarifa é decomposta em demanda de potência e consumo de energia.

- A demanda de potência é medida em quilowatt e corresponde à média da potência elétrica solicitada pelo consumidor à empresa distribuidora, durante um intervalo de tempo especificado normalmente 15 minutos, e é faturada pelo maior valor medido durante o período de fornecimento, normalmente de 30 dias. As tarifas de demanda de potência são fixadas em reais por quilowatt e as tarifas de



consumo de energia elétrica são fixadas em reais por megawatt-hora (R\$/MWh) e especificadas nas contas mensais do consumidor em reais por quilowatt-hora. Nem todos os consumidores pagam tarifas de demanda de potência. Isso depende da estrutura tarifária e da modalidade de fornecimento na qual o consumidor está enquadrado.

- O consumo de energia é medido em quilowatt-hora ou em megawatt-hora (MWh) e corresponde ao valor acumulado pelo uso da potência elétrica disponibilizada ao consumidor ao longo de um período de consumo, normalmente de 30 dias.

179. A terceira taxonomia aplicável à definição da tarifa justa diz respeito à modalidade de fornecimento, que depende da classificação dos consumidores em dois grandes grupos: A e B.

180. As tarifas do “grupo A” são para consumidores atendidos pela rede de alta tensão, de 2,3 a 230 quilovolts (kV), e recebem denominações com letras e algarismos indicativos da tensão de fornecimento. As modalidades de fornecimento relativas ao grupo A são: convencional e horo-sazonal.

- A estrutura tarifária convencional é caracterizada pela aplicação de tarifas de consumo de energia e/ou demanda de potência independentemente das horas de utilização do dia e dos períodos do ano.
- A estrutura tarifária horo-sazonal é caracterizada pela aplicação de tarifas diferenciadas de consumo de energia elétrica e de demanda de potência, de acordo com as horas de utilização do dia e dos períodos do ano. O objetivo dessa estrutura tarifária é racionalizar o consumo de energia elétrica ao longo do dia e do ano, motivando o consumidor, pelo valor diferenciado das tarifas, a consumir mais energia elétrica nos horários do dia e nos períodos do ano em que ela for mais barata.



181. As tarifas do “grupo B” se destinam às unidades consumidoras atendidas em tensão inferior a 2,3 kV e são estabelecidas exclusivamente para o consumo de energia das seguintes classes (e subclasses) de consumo:

- B1: Classe residencial e subclasse residencial baixa renda, isto é, todos os consumidores residenciais com consumo mensal inferior a 80 kWh, ou aqueles cujo consumo esteja situado entre 80 e 220 kWh/mês e que comprovem inscrição no Cadastro Único de Programas Sociais do Governo Federal, fazem jus ao benefício da subvenção econômica da Subclasse Residencial Baixa Renda.⁴³
- B2: Classe rural, abrangendo diversas subclasses, como agropecuária, cooperativa de eletrificação rural, indústria rural, serviço público de irrigação rural;
 - B3: Outras classes: industrial, comercial, serviços e outras atividades, poder público, serviço público e consumo próprio;
 - B4: Classe iluminação pública.

182. No momento “da assinatura do Contrato, a empresa concessionária reconhece que o nível tarifário vigente, ou seja, as tarifas definidas na estrutura tarifária da empresa, em conjunto com os mecanismos de reajuste e revisão das tarifas estabelecidos nesse contrato, são suficientes para a manutenção do seu equilíbrio econômico-financeiro. Isso significa reconhecer que a receita anual é suficiente para cobrir os custos operacionais incorridos na prestação do serviço e remunerar adequadamente o capital investido, seja naquele momento, seja ao longo do período de concessão, na medida em que as regras de reajuste têm a finalidade de preservar, ao longo do tempo, o equilíbrio econômico-financeiro inicial do contrato” (ANEEL, 2005, p. 21).

183. Para se determinar a tarifa justa é necessário conhecer os gastos da concessionária (classificados em gerenciáveis e não-gerenciáveis) e o capital



investido. Portanto, a receita da concessionária é decomposta em duas parcelas, conforme o Quadro 3.

Quadro 3 – Composição da receita requerida

PARCELA A (custos não-gerenciáveis)	PARCELA B (custos gerenciáveis)
Encargos Setoriais	Despesas de Operação e Manutenção
Cotas da Reserva Global de Reversão (RGR)	Pessoal
Cotas da Conta de Consumo de Combustível (CCC)	Material
Taxa de Fiscalização de Serviços de Energia Elétrica (TFSEE)	Serviços de Terceiros
Rateio de custos do Proinfra	Despesas Gerais e Outras
Conta de Desenvolvimento Energético (CDE)	
	Despesas de Capital
Encargos de Transmissão	Cotas de Depreciação
Uso das Instalações da Rede Básica de Transmissão de Energia Elétrica	Remuneração do Capital
Uso das Instalações de Conexão	
Uso das Instalações de Distribuição	Outros
Transporte da Energia Elétrica Proveniente de Itaipu	P&D e Eficiência Energética
Operador Nacional do Sistema (ONS)	PIS/COFINS
Compra de Energia Elétrica para Revenda	
Contratos Iniciais	
Energia de Itaipu	
Contratos Bilaterais de Longo Prazo ou Leilões	

Fonte: Cadernos Temáticos ANEEL nº 4: Tarifas de Fornecimento de Energia Elétrica (ANEEL, 2005, p. 16).

184. O primeiro conjunto da receita refere-se ao repasse dos custos considerados não-gerenciáveis (parcela A), seja porque seus valores e quantidades, bem como sua variação no tempo, independem de controle da empresa ou porque se referem a encargos e tributos legalmente fixados. Os itens que compõem os gastos não-gerenciáveis são:

43 Para a população de baixa renda, o desconto máximo é de 65% (consumo de até 30 kWh) e o desconto mínimo é de 10% (consumo superior a 100 kWh e inferior ao limite regional – que é definido



- Cota da Reserva Global de Reversão (RGR) - trata-se de um encargo pago mensalmente pelas empresas de energia elétrica, com a finalidade de prover recursos para reversão e/ou encampação dos serviços públicos de energia elétrica. Seu valor anual equivale a 2,5% dos investimentos efetuados pela concessionária em ativos vinculados à prestação do serviço de eletricidade e é limitado a 3,0% de sua receita anual.
- Cotas da Conta de Consumo de Combustíveis (CCC) - refere-se ao encargo que é pago por todas as empresas de distribuição de energia elétrica para cobrir os custos anuais da geração termelétrica eventualmente produzida no país, cujo montante anual é fixado para cada empresa em função do seu mercado e da maior ou menor necessidade do uso das usinas termelétricas.
- Taxa de Fiscalização de Serviços de Energia Elétrica (TFSEE) - criada, por lei, com a finalidade de constituir a receita da ANEEL para cobertura das suas despesas administrativas e operacionais. A TFSEE é fixada anualmente pela ANEEL e paga mensalmente, em duodécimos, por todos os agentes que atuam na geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica.
- Rateio de Custos do Programa de Incentivo às Fontes Alternativas de Energia Elétrica (Proinfa) - refere-se ao encargo pago por todos os agentes do Sistema Interligado Nacional (SIN) que comercializam energia com o consumidor final ou que recolhem tarifa de uso das redes elétricas relativa a consumidores livres, para cobertura dos custos da energia elétrica produzida por empreendimentos de produtores independentes autônomos, concebidos com base em fontes eólicas, pequenas centrais hidrelétricas e biomassa participantes do Proinfa.



- Conta de Desenvolvimento Energético (CDE) - refere-se a um encargo setorial, estabelecido em lei, e pago pelas empresas de distribuição, cujo valor anual é fixado pela ANEEL com a finalidade de prover recursos para o desenvolvimento energético dos estados, para viabilizar a competitividade da energia produzida a partir de fontes eólicas (vento), pequenas usinas hidrelétricas, biomassa, gás natural e carvão mineral nas áreas atendidas pelos sistemas elétricos interligados, e levar o serviço de energia elétrica a todos os consumidores do território nacional (universalização).
- Uso das Instalações da Rede Básica de Transmissão - refere-se à receita devida a todas as empresas de transmissão de energia elétrica que compõem a Rede Básica (sistema interligado nacional composto pelas linhas de transmissão que transportam energia elétrica em tensão igual ou superior a 230 kV) e que é paga por todas as empresas de geração e de distribuição, bem como pelos grandes consumidores (consumidores livres) que se utilizam diretamente da Rede Básica.
- Uso das Instalações de Conexão - refere-se ao encargo devido pelas empresas de distribuição que se utilizam de linhas de transmissão que têm conexão com a Rede Básica.
- Uso das Instalações de Distribuição - refere-se ao encargo devido às empresas de geração, de distribuição e consumidores livres que se utilizam da rede de energia elétrica de uma empresa de distribuição.
- Transporte de Energia Elétrica de Itaipu - refere-se ao encargo devido pelas empresas de distribuição que adquirem cotas de energia elétrica produzida pela Usina Hidrelétrica de Itaipu.
- Operador Nacional do Sistema (ONS) - refere-se ao ressarcimento de parte dos custos de administração e operação do ONS (entidade responsável pela operação e coordenação da Rede Básica)



por todas as empresas de geração, transmissão e de distribuição, bem como os grandes consumidores (consumidores livres) conectados à Rede Básica.

- Contratos Iniciais - parte da energia elétrica comprada para atendimento aos consumidores da empresa de distribuição é adquirida das empresas de geração de energia elétrica por meio dos contratos denominados “contratos iniciais” – com vigência definida até o final do ano de 2005, cujas quantidades e valores da energia comprada são homologados pela ANEEL.

- Energia de Itaipu - além da energia adquirida mediante “contratos iniciais” para fornecimento em sua área de concessão, empresas distribuidoras localizadas nas Regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste do Brasil, por imposição legal, pagam uma cota-parte dos custos referentes à energia elétrica produzida por Itaipu e destinada ao País.

- Contratos Bilaterais de Longo ou Curto Prazo - refere-se às despesas com compra de energia realizadas pelas empresas de distribuição para, eventualmente complementar a energia necessária para o total atendimento do seu mercado consumidor, efetivada por meio de contratos bilaterais de longo ou curto prazo, com base nos mecanismos legais de comercialização vigentes.

185. O segundo conjunto da receita refere-se ao repasse dos custos considerados gerenciáveis (parcela B), ou seja:

- Despesas de Operação e Manutenção – refere-se à parcela da receita destinada à cobertura dos custos vinculados diretamente à prestação do serviço de distribuição de energia elétrica, como pessoal, material, serviços de terceiros e outras despesas. Não são reconhecidos pela ANEEL, nas tarifas da empresa, aqueles custos que não estejam relacionados à prestação do serviço ou que não sejam pertinentes à sua área geográfica de concessão.



- Cota de Depreciação – refere-se à parcela da receita necessária à formação dos recursos financeiros destinados à recomposição dos investimentos realizados com prudência para a prestação do serviço de energia elétrica ao final da sua vida útil.
- Remuneração do Capital – refere-se à parcela da receita necessária para promover um adequado rendimento do capital investido na prestação do serviço de energia elétrica.
- Investimentos em Pesquisa e Desenvolvimento e Eficiência Energética – referem-se à aplicação, anual, de no mínimo 0,75% (setenta e cinco centésimos por cento) da receita operacional líquida da empresa em pesquisa e desenvolvimento do setor elétrico e, no mínimo, 0,25% (vinte e cinco centésimos por cento) em programas de eficiência energética, voltados para o uso final da energia – Lei nº 9.991 de julho de 2000.
- PIS e COFINS são tributos federais incidentes sobre o faturamento.

186. Os contratos de concessão estabelecem que as tarifas de fornecimento podem ser atualizadas por meio de três mecanismos: reajuste tarifário anual; revisão tarifária periódica; e revisão tarifária extraordinária.

187. Reajuste tarifário anual: tem como objetivo restabelecer o poder de compra da receita obtida por meio das tarifas praticadas pela concessionária. O novo Reajuste Anual é calculado mediante a aplicação do Índice de Reajuste Tarifário (IRT) sobre as tarifas homologadas na data de referência anterior. O

$$IRT = \frac{VPA_1 + VPB_0 \times (VI + X)}{RA_0}$$

IRT é definido por: , em que:

- RA_0 : Receita anual, calculada considerando-se as tarifas homologadas na "Data de Referência Anterior" e o "Mercado de Referência", não incluindo o ICMS;



- Mercado de Referência: É o mercado de energia assegurada da concessionária, nos 12 (doze) meses anteriores ao reajuste em processamento;
- IVI: Número índice obtido pela divisão dos índices do IGP-M, da Fundação Getúlio Vargas, ou do índice que vier a sucedê-lo, do mês anterior à data do reajuste em processamento e o do mês anterior à "Data de Referência Anterior". Na hipótese de não haver um índice sucedâneo, a ANEEL estabelecerá novo índice a ser adotado;
- X: Número índice definido pela ANEEL a ser eventualmente subtraído ou acrescido ao IVI.⁴⁴
- VPB_0 : Valor da Parcela B, considerando-se as condições vigentes na "Data de Referência Anterior" e o "Mercado de Referência", calculadas da seguinte forma: $VPB_0 = RA_0 - VPA_0$, sendo: VPA_0 : o valor da Parcela A, considerando-se as condições vigentes na "Data de Referência Anterior" e a energia comprada em função do "Mercado de Referência",⁴⁵
- VPA_1 : Valor da Parcela A, considerando-se as condições vigentes na data do reajuste em processamento e a energia comprada em função do "Mercado de Referência".

188. Revisão tarifária periódica: tem como principal objetivo analisar, após um período previamente definido no contrato de concessão (geralmente de 4 anos), o equilíbrio econômico-financeiro da concessão. Destaca-se que, enquanto nos reajustes tarifários anuais a "Parcela B" da Receita é atualizada

44 O fator X é composto por três parcelas: I. componente X_e – reflete, por meio de um índice, os ganhos de produtividade esperados pelo natural incremento do consumo de energia elétrica na área de concessão da distribuidora, em função do maior consumo dos consumidores existentes, como pela incorporação de novos consumidores, no período entre revisões tarifárias; II. componente X_c – reflete, por meio de um índice, a avaliação dos consumidores sobre a empresa de distribuição que lhe fornece energia, sendo obtido mediante a utilização do resultado da pesquisa Índice ANEEL de Satisfação do Consumidor (IASC); III. componente X_a – reflete um índice de ajuste ao reajuste do componente "pessoal" da "Parcela B", quando dos reajustes tarifários anuais, que reflita adequadamente o valor da remuneração da mão-de-obra do setor formal da economia brasileira.



monetariamente pelo IGP-M, no momento da revisão tarifária periódica são calculadas a receita necessária para cobertura dos custos operacionais eficientes e a remuneração adequada sobre os investimentos realizados, com prudência. A revisão tarifária periódica é realizada mediante o cálculo do reposicionamento tarifário e do estabelecimento do Fator X. A rigor, a metodologia adotada pela ANEEL para calcular o reposicionamento tarifário consiste na “constituição” de uma empresa referência, isto é, na simulação das transações típicas de uma distribuidora de energia elétrica. Dessa forma, a ANEEL define o que seja a remuneração dos investimentos prudentes, o que é determinado pelo produto entre a base de remuneração e a taxa de retorno adequada.

- Base de remuneração – o valor dos ativos necessários para prestar o serviço de distribuição, nos termos da Resolução ANEEL nº 493, de 3 de setembro de 2002. O conceito chave da Resolução nº 493/2002 é refletir apenas os investimentos prudentes na definição das tarifas dos consumidores. Trata-se dos investimentos requeridos para que a concessionária possa prestar o serviço de distribuição, cumprindo as condições do contrato de concessão (em particular os níveis de qualidade exigidos), avaliados a “preços de mercado” e “adaptados” através dos índices de aproveitamento definidos na referida Resolução.
- Taxa de retorno adequada – corresponde ao Custo Médio Ponderado de Capital (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*), conforme o método *Capital Assets Pricing Model (CAPM)*.⁴⁶ Para o custo do capital próprio, é considerado somente o risco inerente à atividade regulada. Para se calcular o custo do capital de terceiros, consideram-se o risco Brasil e o risco da atividade regulada. A ponderação entre o uso de recursos próprios e de recursos de terceiros é determinada pela ANEEL com base na estrutura ótima de capital, isto é, uma comparação

45 Observe que, em função da assimetria informacional, a ANEEL determina a Parcela B (VPB), a parcela gerenciável pela distribuidora e, portanto, mais propensa a manipulações, de forma residual, isto é, a diferença entre a receita total (RA) e a parcela da receita não gerenciável (VPA).

46 Sobre o CAPM, veja: Fama (1969); Cardoso e Martins (2004).



entre diversas distribuidoras brasileiras e estrangeiras sujeitas à mesma estrutura de regulação tarifária.

189. Revisão tarifária extraordinária: além dos reajustes anuais e das revisões periódicas, a ANEEL também pode realizar a Revisão Tarifária Extraordinária a qualquer tempo, a pedido da distribuidora, quando algum evento provocar significativo desequilíbrio econômico-financeiro. Também pode ser solicitada em casos de criação, alteração ou extinção de tributos ou encargos legais, após a assinatura dos contratos de concessão, e desde que o impacto sobre as atividades das empresas seja devidamente comprovado.

4.2 ANÁLISE DA DEPENDÊNCIA INFORMACIONAL

190. Em função da complexidade da estrutura tarifária implementada pela ANEEL, esta depende significativamente de informações cujo principal detentor é a empresa regulada. Portanto, a atividade de regulação tarifária é caracterizada pela assimetria informacional, como a própria ANEEL reconhece na publicação “Cadernos Temáticos ANEEL nº 4: Tarifas de Fornecimento de Energia Elétrica” (ANEEL, 2005, p. 23-24):

A análise dos custos da própria empresa sujeita o órgão regulador aos efeitos da “assimetria de informação”. Conceitualmente, a assimetria de informação refere-se ao fato de que o prestador do serviço regulado é quem gerencia todas as informações (técnicas, operativas, financeiras, contábeis etc.) vinculadas à prestação do serviço regulado. O órgão regulador, por sua vez, tem acesso parcial e limitado às informações, que, em geral, são fornecidas pela própria empresa regulada. Embora o regulador possa realizar auditorias permanentes nas informações recebidas, é evidente que a situação de ambas as partes no que se refere ao acesso e manejo dessas informações é totalmente assimétrica.

191. Tal qual comentado na seção 2 deste relatório, relações caracterizadas por significativa assimetria informacional são mais propensas ao oportunismo e os custos de transação tendem a ser mais relevantes, comparativamente a relações caracterizadas por razoável equilíbrio informacional, o que aumenta a probabilidade do risco moral.



192. Macieira (2006) analisou o risco moral decorrente do oportunismo das distribuidoras de energia elétrica no que tange ao cálculo do reposicionamento tarifário. O construto desenvolvido por Macieira (2006, p. 112) apresenta o comportamento oportunista das distribuidoras (probabilidade de: superestimar perdas elétricas, comprar energia acima do custo de geração, manipular dados sobre ativos elétricos e custos operacionais adicionais, subestimar receitas) e o risco moral (possibilidade de manipulação de informações e de prática de conluio) como efeitos (variáveis dependentes) de quatro causas (variáveis independentes): monitoramento imperfeito (ausência de fiscalização e controle); contrato incompleto (permissão de contratação em situações não competitivas, ausência de metodologias e de critérios, ausência de mecanismos de punição, ausência de incentivos regulatórios); assimetria de informação (desconhecimento sobre informações e atividades específicas das distribuidoras) e conflito de interesse (divergência em relação à metodologia e a valores).

193. Conforme demonstrado na seção 3 deste relatório, as entidades reguladas tendem a se utilizar da “vantagem comparativa” propiciada pela assimetria informacional para ludibriarem o órgão regulador e, assim, obterem vantagens sobre a regulação.

194. Kessler (2006) por outro lado, investiga o oportunismo da agência reguladora, que expõe as distribuidoras de energia elétrica a significativo risco regulatório pelo fato de promover constantes alterações nas “regras do jogo”, não oferecendo razoável segurança institucional. Portanto, segundo Kessler, a manipulação das informações pelas distribuidoras pode ser entendida como uma resposta às incertezas e inseguranças criadas pela ANEEL.

195. Considerando que o presente relatório não tem por objetivo especular sobre as causas ou justificativas do oportunismo e do risco moral das distribuidoras, não nos ateremos ao estudo de Kessler (2006), salvo pela ressalva de que é necessário se estabelecer um nível mínimo de segurança



regulatória e jurídica para que contratos de concessão de serviços públicos possam ser mantidos em prol dos consumidores.

196. O Quadro 4 apresenta em que aspectos cruciais à regulação tarifária a ANEEL é significativamente dependente das informações divulgadas pelas distribuidoras de energia elétrica. Com o propósito de aprimorar a governança regulatória⁴⁷, é fundamental que a ANEEL se esforce em mitigar a assimetria informacional.

197. Da mesma forma que, na seção 2 deste relatório, não se afirmou que todos os vendedores de carros usados são desonestos, não se está afirmando que todas as distribuidoras manipulam suas informações contábeis. Portanto, os comentários apresentados na coluna “Incentivos à manipulação”, do Quadro 4, não devem ser lidos como afirmações infundadas. Muito pelo contrário, devem ser entendidos como propostas de investigação e validação das informações prestadas pelas distribuidoras à ANEEL.

198. Com relação à proposta de se validar as informações sobre a “base de remuneração” e a “taxa de retorno” com os analistas do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), tal medida se justifica pelo fato de o BNDES estudar, acompanhar, analisar e contribuir ao desenvolvimento do setor elétrico brasileiro desde 1954, quando da construção da hidroelétrica de Rio Bonito, em Santa Leopoldina, Espírito Santo – entidade que em 1956 passou a ser denominada Espírito Santo Centrais Elétricas S/A (Escelsa)⁴⁸, conforme Gomes *et al* (2002, p. 331). Do final dos anos 70 ao final dos 80, o BNDES financiou diversas outras hidroelétricas, entre elas: Paulo Afonso IV (1979), Itumbiara (1980), Foz do Areia (1980), Salto Santiago (1980), Tucuruí (1984), Itaipu (1984), Itaparica (1988), conforme Gomes *et al*. (2002, p. 338). Na primeira metade dos anos 90, o BNDES se dedicou ao estudo da

47 “A governança regulatória pode ser entendida como a estrutura institucional que define as regras de funcionamento dos agentes, criando as condições para que as empresas tenham comportamento eficiente e competitivo e o regulador esteja sujeito a restrições que inibam o comportamento oportunista” (KESSLER, 2006, p. 144).

48 Anterior à criação da ELETROBRÁS, em 1962.



desestatização do setor elétrico brasileiro, na qualidade de gestor do Fundo Nacional de Desestatização (FND), tendo discutido questões relacionadas com a necessidade de se implementar uma regulação para o setor (GOMES, et al., 2002, p. 340). No final da década de 90 e início do ano 2000, o BNDES participou de debates sobre a desverticalização das atividades de geração, transmissão, comercialização e distribuição de energia elétrica e desenvolveu novos mecanismos para o financiamento das empresas do setor, como o incentivo ao lançamento de debêntures e o aprimoramento do Programa de Apoio Financeiro a Investimentos no Setor Elétrico (GOMES, et al., 2002, p. 343). Portanto, é razoável supor que o BNDES tenha substancial conhecimento do setor elétrico brasileiro, ao ponto de ser capaz de contribuir com a ANEEL na validação de informações relacionadas à base de remuneração e à taxa de retorno adequada.

199. Especificamente no que diz respeito à validação de informações atinentes à base de remuneração, o BNDES e demais instituições financeiras financiam a aquisição de ativos específicos ao setor elétrico, inclusive os ativos relacionados à distribuição de energia elétrica. Para conceder tais financiamentos, o BNDES e demais instituições fazem diversas análises de viabilidade econômico-financeira dos projetos. Além disso, ao conceder os financiamentos, o BNDES e demais instituições financeiras verificam se os ativos foram comprados e nas especificações apresentadas no projeto aprovado. Por conseguinte, o BNDES tem conhecimento detalhado sobre a qualidade e capacidade de vida útil dos principais ativos operacionais das distribuidoras de energia elétrica, o que corresponde à principal parcela da base de remuneração.

200. Cabe ressaltar, entretanto, que está se propondo, simplesmente, que a ANEEL troque informações com o BNDES a fim de validar parte das informações colhidas com as distribuidoras de energia. Portanto, não se está propondo, absolutamente, a delegação pela ANEEL ao BNDES a responsabilidade de tal validação. Afinal, os propósitos do BNDES estão



relacionados, em última análise, à necessidade de mitigar o risco de crédito. Incentivo diferente tem a ANEEL, qual seja, aprimorar a qualidade e promover a universalização do acesso à energia elétrica por um preço justo, evitando o abuso de poder econômico por parte da concessionária (monopolista).

201. Com relação às parcelas que compõem o Índice de Reposicionamento Tarifário (RTP), apresentado no parágrafo 186, a pesquisa desenvolvida por Macieira (2006) propõe alguns itens que podem ser manipulados e, por isso, deveriam ser tratados com cautela pela ANEEL, são eles:

- O volume de compra projetado (utilizado para se estimar o valor de compra de energia, um item que compõe a Parcela A da Receita Requerida – apresentada no Quadro 3 deste relatório) é uma variável que as distribuidoras têm possibilidade de manipular (MACIEIRA, 2006, p. 69). Afinal, a distribuidora pode, logo após a revisão da tarifa, empenhar esforços para reduzir o furto de energia (“gato”) para montante menor que as perdas toleradas pela ANEEL e, assim, comprar volume de energia menor que o projetado, apropriando-se da renda dos consumidores,⁴⁹
- Ainda com relação ao valor de compra de energia, Macieira (2006, p. 72) afirma que as distribuidoras têm interesse de adquirir energia de empresas de seu grupo econômico. Essa energia pode vir a ser adquirida por valor superior ao custo marginal de geração para, dessa forma, apresentar elevado custo a ser repassado aos consumidores, mediante a revisão tarifária. Portanto, a estrutura societária do grupo ao qual a distribuidora pertence, bem como as transações realizadas entre a distribuidora e demais empresas do grupo,

49 Especificamente com relação ao furto de energia elétrica, Macieira (2006, p. 75) observou que “na maior parte das vezes não é realizada medição (ou aferição) das perdas elétricas das distribuidoras”. Note que isso não é uma informação contábil (é operacional), mas que afeta os custos projetados e, conseqüentemente, o RTP. Ademais, pelo fato de a ANEEL não avaliar a veracidade das informações sobre perdas prestadas pelas distribuidoras (MACIEIRA, 2006, p. 77-78), além de se implementar um “monitoramento imperfeito” que dificulta a atuação proativa do regulador, incentiva as operadoras a se manterem ineficientes ou, em se tornando eficientes, capturarem a renda dos consumidores que pagam pela ineficiência – três problemas: seleção adversa, sinalização e *screening*.



são variáveis de extrema relevância à redução da probabilidade de risco moral por parte das distribuidoras;⁵⁰

- Com relação aos “custos gerenciáveis” (Parcela B da Receita Requerida – apresentada no Quadro 3 deste relatório), Macieira (2006, p. 86-94) argumenta que a ANEEL adotou o conceito de empresa de referência para evitar os problemas decorrentes da assimetria informacional. Entretanto, segundo Gómez-Lobo e Vargas (2002) *apud* Macieira (2006, p. 89), “o regulador, ao tentar descobrir os custos da empresa regulada por meio da empresa de referência, acaba entrando em especificidades relativas da microgestão da firma e incorrendo em problemas de assimetria de informação”. Macieira (2006, p. 90), por sua vez, identificou que a ANEEL utiliza informações prestadas pelas distribuidoras como base para o estabelecimento da empresa de referência, “sem qualquer tratamento que garanta a fidedignidade das informações”. Portanto, a metodologia da empresa de referência, nesse caso, consiste numa armadilha – ao tentar evitar a assimetria informacional, o modelo demanda mais informações que a ANEEL tem dificuldade de validar e acaba assumindo como verídica. A assimetria de informação entra num *looping*;

- No tocante à Receita Verificada, por ser o denominador da fórmula do RTP, as distribuidoras ganhariam quanto menos fosse o valor dessa parcela. As principais formas de redução oportunística da Receita Verificada seriam (MACIEIRA, 2006) são: i. informar uma quantidade maior de energia vendida a uma tarifa menor e uma quantidade menor

50 No tocante à manutenção de transações com partes relacionadas (empresas do mesmo grupo econômico) – tema explorado por Macieira (2006, p. 82-83), é razoável que as distribuidoras tenham maior possibilidade de manipular as informações prestadas à ANEEL mediante transações com empresas não-investidas, portanto, com empresas investidoras ou sem qualquer participação societária, mas sob controle comum de uma mesma *holding*. Afinal, dessa forma, evita-se o reconhecimento da Equivalência Patrimonial e a Consolidação das demonstrações contábeis, fazendo com que os frutos da manipulação da informação e dos ganhos de eficiência não sejam evidenciados nas demonstrações financeiras da distribuidora. Assim, dificulta-se a detecção pela ANEEL (não sendo repassados aos consumidores) e pela CVM (não sendo repartidos pelos acionistas minoritários da distribuidora). Portanto, seria oportuno a ANEEL precisa mapear a estrutura de todo o grupo econômico (vertical: acima e abaixo da distribuidora; e horizontal: sem participação societária entre as empresas, mas sob controle comum).



de energia vendida a uma tarifa maior, permanecendo o volume total vendido coincidente com a informação verificável pela ANEEL por meio do balanço energético, mas com a receita subestimada (MACIEIRA, 2006, p. 99-102); ii. considerar descontos concedidos a clientes cativos de classes de energia mais caras, como consumidores de classes mais baratas, praticando, assim, subsídios cruzados sem o conhecimento da ANEEL (MACIEIRA, 2006, p. 103);

- Finalmente, com relação às Outras Receitas (receitas extraconcessão, receitas da prestação de serviços e receitas de suprimento), Macieira (2006, p. 105-109), também, levanta a hipótese de que tais receitas podem vir a ser manipuladas. Afinal, as receitas extraconcessão (não relacionadas a atividades objeto da concessão) e as receitas de prestação de serviços (como arrendamento de instalações e aluguel de postes – compartilhamento de redes) são subtraídas do numerador da fórmula do RTP e as distribuidoras não teriam incentivos para informar tais valores. Por outro lado, como as receitas de suprimento (venda de energia elétrica para outras distribuidoras ou cooperativas de eletrificação rural) são somadas ao denominador, as distribuidoras também não teriam incentivos para declarar à ANEEL o valor correto. A rigor, não é razoável supor que as distribuidoras deixarão de auferir tais receitas com o único objetivo de maximizar o índice de revisão. Na prática, as distribuidoras podem esconder tal informação da ANEEL ou auferir essas Outras Receitas por meio de outras empresas do mesmo grupo, estabelecendo-se preço de transferência insignificante para as transações entre as partes relacionadas.

**Quadro 4 – Dependência da ANEEL quanto às informações relativas à tarifa e fontes para validação**

Variáveis relevantes	Detentor da informação	Incentivos à manipulação	Fonte para validação	Parágrafo
Categorização do consumidor, em: residencial, industrial, comercial etc.	Concessionária	Utilizar os mecanismos de subsídio cruzado em favor da distribuidora, mesmo que em detrimento dos consumidores que, por lei, deveriam ser beneficiados.	Consumidor, mediante circularização e fiscalização <i>in loco</i> .	176
Composição da tarifa, em: demanda de potência e consumo de energia elétrica.	Concessionária	As tarifas de “demanda de potência” é definida em quilowatt, enquanto as tarifas de “consumo de energia elétrica” são definidas por megawatt-hora (R\$/MWh). Dependendo da proporcionalidade entre as tarifas de demanda e de consumo, a distribuidora pode ter preferência por uma ou outra ao negociar com o consumidor. Se o consumidor tiver fraco poder de barganha (comparativamente à distribuidora) poderá fazer uma escolha que lhe seja prejudicial, em benefício da distribuidora. (Questão relacionada ao problema da seleção adversa.)	Consumidor, mediante circularização e fiscalização <i>in loco</i> .	177
Segunda classificação do consumidor, em: grupo “A” e grupo “B”.	Concessionária	As tarifas aplicáveis aos consumidores do grupo “A” podem ser de demanda ou de consumo e, ainda, apuradas na modalidade convencional ou horosazonal. Já as tarifas dos consumidores do grupo “B” são, necessariamente, de consumo. Portanto, os incentivos para manipular esta informação são relacionados aos incentivos para manipular a “composição da tarifa: demanda ou consumo” e a “modalidade de fornecimento: convencional ou horosazonal”.	Consumidor, mediante circularização e fiscalização <i>in loco</i> .	178



Variáveis relevantes	Detentor da informação	Incentivos à manipulação	Fonte para validação	Parágrafo
Modalidade de fornecimento, em: tarifa convencional e tarifa horo-sazonal (grupo "A"); tarifas B1 a B4 (grupo "B")	Concessionária	A tarifa convencional independe da hora do dia e dos períodos do ano, enquanto a horo-sazonal é diferenciada ao longo do dia e do ano para motivar o consumidor a consumir mais energia fora dos períodos de maior demanda. Dependendo do perfil de consumo, a distribuidora tem por incentivo manipular a informação. (Questão, também, relacionada ao problema da seleção adversa.)	Análise dos contratos firmados entre a concessionária e seus consumidores.	179 e 180
Renda dos consumidores residenciais	Concessionária	Evitar o desconto a que os consumidores de baixa renda têm direito, aumentando, dessa forma, a receita da distribuidora.	Secretaria da Receita Federal, Ministério da Integração Social, Ministério das Cidades, Prefeituras Municipais, consumidor (mediante circularização, fiscalização <i>in loco</i> e validação com dados do Bolsa Família e demais programas assistenciais).	180
Montante dos valores que compõem a parcela "B" da receita requerida (empresa de referência)	Concessionária	Esconder ganhos de eficiência para minimizar o Fator X e, assim, obter o maior reajuste possível. Corrigir, pelo IGP-M, a Parcela "B", no maior montante possível, para, assim, aumentar a receita.	Movimentação financeira, Secretaria da Receita Federal, Justiça do Trabalho, Ministério do Trabalho e fiscalização <i>in loco</i> .	182, 184 e 200
IGP-M	FGV	Não aplicável. Esta informação não é fornecida pela distribuidora, mas por um terceiro isento (a FGV).	Não há necessidade, uma vez que a concessionária não é a detentora da informação.	186
Consumo efetivo dos diversos consumidores	Concessionária	Minimizar o componente Xe do Fator X.	Consumidor, gerador e transmissor (aumento no consumo de energia elétrica).	186, 187 e 200
Índice de Satisfação dos Clientes (IASC)	ANEEL	Não aplicável. Esta informação não é fornecida pela distribuidora, mas apurado pela ANEEL por meio de entrevistas com os consumidores.	Procon (satisfação dos consumidores).	187



Variáveis relevantes	Detentor da informação	Incentivos à manipulação	Fonte para validação	Parágrafo
Reajuste de “salários”, gastos com “pessoal” da Parcela B	Concessionária	Maximizar o componente Xa do Fator X. Embora o percentual de reajuste salarial seja informação facilmente obtida (acordos, convenções e dissídios trabalhistas), o real impacto do reajuste salarial no resultado e no fluxo de caixa das distribuidoras depende da composição de sua força de trabalho (cesta de consumo), como, por exemplo, a distribuidora poder substituir funcionários mais antigos (com maiores salários) por outros recém contratados (com menores salários), como resposta ao reajuste salarial e, dessa forma, manter (ou até reduzir) seu gasto com pessoal.	Empregados, Ministério do Trabalho (RAIS) e Justiça do Trabalho (variação dos gastos com pessoal), levantamentos de preços realizados pela FGV, análises realizadas pelo IBGE sobre o setor formal da economia brasileira.	187 e 200
Base de Remuneração	Concessionária (de fato), ANEEL (simulação)	Maximizar a base sobre a qual é aplicada a taxa de retorno. Aumentando, dessa forma, a receita e, conseqüentemente, o lucro da distribuidora.	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), demais instituições bancárias que financiam a aquisição de bens de capital pelas distribuidoras, e fiscalização <i>in loco</i> .	187



Variáveis relevantes	Detentor da informação	Incentivos à manipulação	Fonte para validação	Parágrafo
Criação, alteração ou extinção de tributos ou encargos legais	Concessionária	Justificar os pedidos de revisão extraordinária das tarifas. Embora tais alterações legais sejam facilmente obtidas pela ANEEL (nos diários oficiais, por exemplo), o impacto de tais alterações no resultado e no fluxo de caixa das distribuidoras depende de aspectos operacionais e contábeis das distribuidoras. Por exemplo, as alíquotas de PIS e COFINS foram significativamente majoradas com o fim da cumulatividade, entretanto, foi permitida a recuperação desses tributos, o que, no caso da recuperação sobre o Imobilizado, depende do critério de depreciação adotado. Outro exemplo, o impacto de um aumento na alíquota de INSS sobre a folha de pagamentos de empregados depende da estrutura de contratação de serviços de empregados próprios (CLT, com CPTS assinada pela distribuidora) ou de empresas de terceirização de mão-de-obra (PJ).	Secretaria da Receita Federal, Ministério do Trabalho (RAIS) e demais órgão com competência para alterar tributos e demais encargos legais.	188
Perdas de energia (técnicas e não-técnicas)	Concessionária	Aumentar o valor da compra de energia e, conseqüentemente, a Parcela A, acarretando no aumento do índice de reajuste tarifário.	Investigação nas redes de distribuição, parceria com o Ministério Público Estadual e com as Delegacias de Polícia especializadas nesse tipo de crime	200
Outras Receitas	Concessionária	Aumentar o numerador e reduzir o denominador da fórmula do RTP, acarretando em aumento do índice de reajuste tarifário.	Análise detalhada das relações entre empresas do mesmo grupo (partes relacionadas), intercâmbio de informações com a Secretaria da Receita Federal e com Secretarias Estaduais de Fazenda	200



V EXPERIÊNCIAS INTERNACIONAIS

202. Além das evidências internacionais de que empresas reguladas buscam se utilizar da assimetria informacional para obter vantagens sobre a regulação, apresentadas na subseção 3.4 e sumarizadas no Quadro 2, esta seção apresenta algumas experiências do Banco Mundial e do *National Audit Office* (NAO, de Londres) relacionadas à assimetria informacional entre a agência reguladora e o ente regulado.

203. Segundo o Banco Mundial (GUASCH, 2003), para se evitarem os problemas decorrentes da assimetria informacional, o órgão regulador necessita alinhar os incentivos das entidades reguladas aos seus e implementar mecanismos de monitoramento periódico das entidades reguladas. Portanto, na visão do Banco Mundial, é crucial que a agência reguladora:

- elabore o edital de privatização em consonância aos objetivos que pretende alcançar no futuro, mediante a operacionalização da concessão (GUASCH, 2003, p. 101-105);
- especifique o que se entende por manutenção do equilíbrio econômico-financeiro e como isso será avaliado ao longo do período de concessão para evitar solicitações oportunistas de revisão extraordinária da tarifa. Entre os aspectos que precisam ser definidos com clareza, encontram-se: o parâmetro de eficiência operacional, a base de remuneração e os critérios de sua mensuração, a periodicidade de revisão da tarifa (GUASCH, 2003, p. 106);
- defina o prazo da concessão proporcionalmente ao tempo de vida útil dos ativos específicos à concessão (GUASCH, 2003, p. 107-108);



- especifique o critério de depreciação dos ativos em consonância à real capacidade deles gerarem benefícios para a entidade, no exercício da concessão (GUASCH, 2003, p. 125);
- defina, no edital de concessão, as práticas contábeis a serem observadas pelas entidades reguladas, as demonstrações contábeis que precisarão elaborar, o respectivo conteúdo informacional e periodicidade, bem como os demais relatórios a serem apresentados pela entidade regulada à respectiva agência reguladora: papéis de trabalho da contabilidade de custos, com o detalhamento dos critérios de custeio; relação detalhada das transações entre partes relacionadas; justificativa fundamentada das variações do desempenho efetivo em relação ao orçado; relatório acerca do uso e do desgaste de ativos operacionais e os planos de reposição dos mesmos; estatísticas operacionais; informação detalhada sobre as tecnologias utilizadas; parecer dos auditores externos; declaração de responsabilidade dos administradores (GUASCH, 2003, p. 128).

204. Além disso, Guasch (2003, p. 130) comenta que as práticas contábeis a serem definidas pelas entidades reguladas devem evitar:

- o pagamento de excessivo de remuneração aos executivos, isto é, em montante equivalente à metade do lucro do período;
- a realização de transações entre partes relacionadas por valores significativamente diferentes do respectivo valor justo (*fair value*);
- a superavaliação dos ativos;
- a transferência de lucros acumulados para o capital – base de remuneração;
- a transferência de recursos de atividades não reguladas da firma para o capital – base de remuneração da atividade regulada;



- o uso de fatos pretéritos para justificar as solicitações de revisão de tarifas futuras.

205. Segundo o NAO (2002), para se mitigarem a assimetria e a manipulação de informações contábeis prestadas pelas empresas reguladas, com relação aos critérios de cômputo das tarifas pelo *price-cap*, é sugerido que a agência reguladora:

- defina claramente os critérios tarifários, com antecedência: isso tem por propósito estabilizar as regras do jogo, a fim aumentar a legitimidade do processo regulatório e reduzir as incertezas (e os riscos) dos investidores para, indiretamente, reduzir o custo de capital das entidades reguladas (NAO, 2002, p. 37);
- compartilhe o modelo financeiro para determinação da taxa de retorno e do “preço-teto” com as entidades reguladas: para garantir a estabilidade das regras do jogo (NAO, 2002, p. 37);
- analise o impacto dos critérios tarifários na capacidade de obtenção de financiamento, por parte das entidades reguladas: objetivando reduzir o risco da atividade regulada e, assim, reduzir seu custo de capital (NAO, 2002, p. 37);
- estabeleça entre quatro e cinco anos o período de revisão periódica das tarifas: para permitir que as entidades reguladas alcancem ganhos de eficiência para, em seguida, ser compartilhado com os consumidores – mediante redução das tarifas (NAO, 2002, p. 9);
- defina com clareza a diferença entre gastos operacionais e investimentos de capital (NAO, 2002, p. 9);
- receber informações periodicamente: para evitar excesso de requisição de informações e de trabalho no período das revisões tarifárias (NAO, 2002, p. 11);



- estabeleça o critério tarifário baseado não só em informações contábeis, mas, também, em informações quantitativas de outras naturezas e informações qualitativas (NAO, 2002, p. 27);
- estabeleça, antecipadamente, que informações necessitará e qual a forma de divulgação: para evitar improvisos no preenchimento dos relatórios (NAO, 2002, p. 11);
- requisite o máximo de informações, dentro do limite que os benefícios a serem gerados pela informação compensem o custo a ser incorrido pela entidade regulada (a prestação das informações) e o custo a ser incorrido pela agência reguladora (na análise e validação das informações): análise custo *versus* benefício da informação (NAO, 2002, p. 11);
- demonstre a utilidade e a relevância da informação solicitada, no processo de regulação das tarifas: primar pela legitimidade do processo de obtenção de informações (NAO, 2002, p. 11);
- justificar as razões e os critérios utilizados para julgar os pedidos de revisão de tarifas (NAO, 2002, p. 11);
- estimar a demanda futura, mediante aspectos relacionados ao aquecimento da economia, ao desenvolvimento de novas tecnologias, à concentração de mercado etc.: para determinar a taxa de retorno, o capital investido (base de remuneração) e o componente Xe do Fator X (NAO, 2002, p. 32).

206. Portanto, o NAO (2002) deixa claro que para se mitigarem os efeitos negativos que a assimetria informacional impõe à agência, é necessário alinhar os interesses da entidade regulada com os da agência reguladora e, conseqüentemente, dos consumidores.



VI CONSIDERAÇÕES FINAIS E QUESITOS

207. A atividade de regulação econômica tem como peça fundamental a quebra da assimetria de informação entre o agente privado, a quem a operação da utilidade pública foi concedida, e a agência reguladora. O agente privado, maximizador de sua utilidade própria, procurará meios de utilizar brechas contratuais em seu proveito, por exemplo, em questões relacionadas com preço, qualidade, quantidade e saúde econômico-financeira.

208. Para lidar com a informação assimétrica, três caminhos podem ser adotados complementarmente: i) romper assimetria de informação através de esforços investigativos, ii) alterar o incentivo do detentor da informação privada para romper tal assimetria, iii) aumentar alinhamento de interesses do agente com os interesses públicos. O *mix* de políticas a serem adotadas utilizando essas três vertentes tem um custo e certa eficiência em potencial; o melhor *mix* naturalmente repousaria na relação custo benefício.

209. Em relação aos esforços investigativos, enquanto a observação em tempo real demanda instrumentalização tecnológica para levar a informação diretamente do campo para a agência, sem ter a interferência do regulado, a investigação *ex post* demanda busca de evidências e provas que contestem a informação prestada pelo regulado. Ambos são custosos, sendo que o primeiro tipo pode ser eficiente pelo efeito escala. Contudo, a quebra da assimetria não necessariamente deve ser feita através da investigação *ex post*, ou observação em tempo real de fatos (observáveis só pelo agente privado durante as operações).

210. Padrões nas ações e comunicações dos agentes regulados à agência podem ser analisados como aproximações de tendências de intenções, de presença de informação oculta e de probabilidade de comportamentos futuros. Tais padrões podem representar sinalização deliberada, ou involuntária.



Técnicas de análise de discurso e conteúdo, como análise de *impression management*⁵¹, podem ser aplicadas na busca desses padrões.

211. Em relação ao incentivo ao detentor da informação privada à revelá-la, destaca-se o alinhamento de incentivo do agente regulado e dos funcionários da agência reguladora, como tratado no item 3.1. Deve-se buscar sinalizações críveis de severas punições quando for identificada falha na informação dada pela regulada. O *enforcement* é fundamental na dinâmica da regulação. Exemplo disso pode ser visto no caso ANEEL-COELCE⁵². A sinalização de efetividade das punições, até a perda da concessão, internaliza as perdas pela baixa performance do regulado e incentiva-o a preferir melhorar a performance segundo determinações da agência.

212. Como efeito de sinalização, o mecanismo de seleção da concessionária a ser regulada (irregularidades identificadas em fiscalização anterior implicam em nova fiscalização) influencia o comportamento do regulado, diminuindo o potencial oportunismo da concessionária, incentivando alcance de metas para o período, ou resposta oportunista efetivamente (*misinformation* ou captura do fiscal). O fiel da balança nesse processo é a expectativa da eficácia do fiscal em romper assimetria de informação em relação aos itens apontados anteriormente, e detectar novos.

213. Outra forma de atuação é colocar, na operação, próximo e com acesso à informação privada (*insider*), um agente alinhado com o fiscalizador. No caso de projetos de capital de risco (*venture capital*), por exemplo, é adotada a política do gerente financeiro do projeto ser contratado pelo capitalista, assim a quebra da assimetria, sobre a gestão de caixa e uso dos recursos financeiros, acontece pois o detentor da informação atua alinhando com o Principal, que

⁵¹ *Impression management* é uma tendência de sinalização (signaling) do agente usar dados selecionados para apresentar a si mesmo, ou seu próprio desempenho, de forma favorável a ele, principalmente quando sua performance está aquém do esperado. O estudo surgiu na área de psicologia, e já se estendeu a relatórios contábeis, autoapresentações e alterações em estruturas organizacionais. O início do tema pode ser consultado em Schlenker (1980), em Margarete e Bigelow (2000) pode ser visto exemplo aplicado a relatórios de hospitais, em Clatworthy e Jones (2006) exemplo de relatórios de companhias de capital aberto.

⁵² Decisão TCU 276/2001 - Segunda Câmara.



paga seu “salário”. Esse gerente tem maior probabilidade de defender os interesses do principal, em relação ao agente capitalizado, também devido a sua reputação no mercado de *venture capital* depender desse desempenho.

214. Por fim, o alinhamento dos agentes com o interesse público é definido *ex ante*, pela arquitetura da desestatização e composição da regulamentação da concessão, pouco restando a ser feito *ex post*. Mesmo as renegociações são realizadas segundo a regra definida *ex ante*. Contudo, alterações podem ser feitas na regulação para aumentar o incentivo presente. A agência, no atendimento ao Contrato de Gestão em vigência, busca cumprir as metas estabelecidas. Tais metas podem ser alteradas quanto ao objeto, ou seja, alteração do indicador, de forma a dar maior alinhamento entre ações da agência e interesses do Governo Federal. Ainda, tanto a ação, quanto as razões para um eventual não atendimento da meta seriam pautados no indicador em questão, eliminando essas brechas contratuais. O mesmo vale para a relação agência e concessionária.

215. O problema de agência é acentuado com a terceirização da atividade fiscalizadora, pois o alinhamento do terceiro com a agência reguladora não é pleno. Esse imperfeito alinhamento gera perdas residuais na relação (*residual loss*), que são somadas aos custos de monitoramento e *bonding* dessa relação (agência reguladora e fiscal terceirizado). A atuação de agentes contratados pela ANEEL (fundações de apoio à pesquisa e firmas privadas), assim como auxílio de agências estaduais, é um caso de fiscalização terceirizada. Espera-se que tais terceiros atuem segundo o interesse da agência. Mesmo os planos de atuação sendo negociados entre agência e terceiros, a forma de incentivos dita a probabilidade da eficácia dessa relação.

216. Tal terceiro, por estar mais próximo à firma concessionária, e pelo seu menor porte, tem maior probabilidade de ser capturado pela concessionária quando comparado à agência nacional. Somam-se aí os interesses individuais dos funcionários de tais órgãos. Mesmo os terceiros regionais contribuindo como recursos ao monitoramento e tendo, por pressuposto, maior



conhecimento da realidade regional, o problema do desalinhamento pode eliminar tais vantagens. Assim, a tendência de assimetria de informação nesse caso pode ser aproximada pela composição dos incentivos dos agentes regionais e de seus funcionários.

217. Reduzir assimetria de informação passa por reduzir o custo da informação. A redução de custo de informação pode ser obtida através da automatização e padronização de sistemas de captação, armazenamento de dados e de geração de relatórios. A automatização reduz recursos humanos empregados na captação, armazenamento de dados e geração de relatórios, assim como na aceleração do fluxo de informação entre os diversos agentes. Dessa forma permite crescimento do compartilhamento e, portanto maior base comparativa de performance. A padronização reduz o custo de processamento nas decisões, assim como atua conjuntamente no efeito dado pela automatização.

218. Sobre a fidedignidade da informação contábil, a agência reguladora deveria restringir a diversidade de práticas contábeis a serem escolhidas pela entidade regulada. Por exemplo: definir qual o critério de avaliação dos estoques as empresas deveria adotar (PEPS, UEPS, Custo Médio etc.), qual a taxa de depreciação para cada tipo de imobilizado (independentemente das normas do Imposto de Renda, afinal, a Secretaria da Receita Federal tem interesses diferentes da ANEEL, da ANS, da SUSEP etc.).

219. Necessário observar que a agência reguladora deveria ser o mais específica possível ao estabelecer as regras contábeis. Vejamos o caso da ANEEL, que regula empresas geradoras, transmissoras e distribuidoras de energia elétrica. As regras contábeis definidas para as distribuidoras não precisam ser necessariamente idênticas àquelas definidas para as empresas geradoras ou distribuidoras, afinal, desenvolvem atividades diferentes e, conseqüentemente, estão expostas a riscos diferentes e seus ativos são consumidos de forma idiossincrática.



220. Entendendo-se a Contabilidade como a linguagem dos negócios e que o processo de produção da Contabilidade (ou ciclo contábil) é composto por cinco fases: captação dos atos e fatos que afetam o patrimônio e o desempenho da entidade; reconhecimento desses atos e fatos; acumulação dos registros; sumarização dos dados e evidenciação das informações (SZUSTER et al., 2007), a regulação contábil estabelecida pela agência reguladora de forma específica para as empresas por ela regulada, precisaria atender para cada uma dessas cinco fases.

221. Com relação à captação dos atos e fatos, a agência deveria exigir que as empresas reguladas exercessem uma única atividade econômica, pois, dessa forma não se terá dúvida sobre a origem das receitas nem sobre a aplicação dos ativos. No caso na ANEEL, as atividades de geração, transmissão e distribuição não podem ser acumuladas por uma única entidade; no caso da SUSEP e da ANS, as seguradoras que atuam no ramo de saúde não podem atuar nos demais ramos. Além disso, a agência precisa restringir transações entre partes relacionadas, ou seja, mútuo, comercialização de ativos e prestação de serviços entre empresas do mesmo grupo. Afinal, as transações entre empresas do mesmo grupo tendem a ser efetivadas mediante favorecimentos ou até simulação – o que é mais difícil de ocorrer nas transações de mercado (*arm's length transaction*) realizadas por valor justo (*fair value*).

222. No tocante ao reconhecimento, a agência precisaria: i. definir que tipo de eventos não poderiam ser reconhecidos (estabelecer se a empresa regulada poderá reavaliar seus ativos, ou processar a correção monetária das demonstrações contábeis, por exemplo); ii. exemplificar como as operações típicas devem ser contabilizadas; iii. estabelecer os critérios de mensuração dos itens patrimoniais e de resultado, por exemplo, dos critérios de avaliação dos estoques, métodos de custeio, critérios de depreciação, critérios de provisionamento das contingências, parâmetros para avaliação dos recursos em moedas estrangeiras. Para tanto, seria adequado desvincular a



contabilidade tributária da contabilidade para os fins da regulação, caso contrário, poder-se-á inviabilizar a adoção de um dos dois conjuntos de regras contábeis (emitidas pela Secretaria da Receita Federal e emitidas pela agência reguladora).

223. A preocupação mais comum entre os órgãos reguladores brasileiros com respeito ao processo de acumulação reside no estabelecimento de um plano de contas padrão. Entretanto, as novas ferramentas de comunicação permitem que as agências reguladoras padronizem até os sistemas contábeis (o *eXtensible Business Reporting Language* – XBRL – é um exemplo dessas ferramentas). Dessa forma, a agência reguladora poderia acessar, em tempo real ou com pequena defasagem, os lançamentos contábeis efetuados pelas empresas reguladas.

224. Quanto à sumarização, não basta definir a estrutura básica das demonstrações contábeis, é necessário estabelecer o nível de materialidade para se utilizar a conta “Outros” (ou “Diversos”) e, ainda, detalhar o conteúdo informacional das Notas Explicativas e exigir a elaboração da Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) por um método específico (direto ou indireto).

225. Finalmente, com relação à evidenciação, quão mais freqüentemente a empresa regulada apresentar informações atualizadas para a agência reguladora, mais tempestivas poderão ser as atuações da agência. Ressalte-se que a adoção de ferramentas de comunicação semelhantes ao XBRL pode contribuir nesse sentido. Atualmente a CVM, a SUSEP e a ANS exigem informações trimestrais.

226. Da mesma forma que se propõe a especificação das práticas contábeis a serem necessariamente adotadas pelas empresas reguladas, sugere-se, ainda, que a agência reguladora defina, junto com o Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (IBRACON), qual o escopo dos trabalhos de auditoria nas empresas reguladas e quais os procedimentos de auditoria deverão ser



observados pelos auditores. Nesse sentido, faz-se necessário estabelecer o parâmetro de materialidade.

227. Registro de auditores, habilitando-os a auditar empresas reguladas, é um instrumento oportuno para se alinhar os interesses dos auditores com os da agência reguladora.

228. Mesmo que a agência reguladora adote todas estas propostas, não conseguirá eliminar a assimetria informacional, pois isto seria impossível. Afinal, conforme apresentado na seção 2, a assimetria informacional é inerente às relações interpessoais, conseqüentemente, a agência reguladora deve despender esforços, não só na tentativa de redução da assimetria informacional, mas também na tentativa de reduzir seus efeitos negativos, que são inevitáveis. Portanto, a questão vai muito além da assimetria informacional presente. A assimetria é dada *ex ante* pela estrutura da operação dos recursos públicos em questão, no caso, licitado via leilão, coordenado por agência pública independente, monitorado pelo TCU.

229. As evidências apresentadas neste relatório sugerem a necessidade de se desenvolver estudos interdisciplinares (pelo menos entre Administração Pública, Direito, Economia e Contabilidade) para se compreender a regulação e seus efeitos, principalmente no que tange ao comportamento dos entes regulados.

230. Com isso, poder-se-á propor ajustes à regulação, de forma a oferecer incentivos e contra-incentivos ao gerenciamento da informação contábil e/ou se investir na fiscalização das informações prestadas pelos entes regulados. Afinal, as evidências permitem estimar que, se o órgão regulador não despender esforços para evitar que os entes regulados respondam dessa forma à regulação (gerenciando as informações contábeis), tais práticas poderão se tornar cada vez mais difundidas entre os entes regulados e, conseqüentemente, a informação contábil acabará se tornando pouco relevante



à regulação, pois não será mais útil para discriminar sua situação econômico-financeira.

231. Além dos estudos interdisciplinares, é necessária, ainda, a realização de estudos interinstitucionais, por exemplo, entre a CVM, a SUSEP, a SPC-MPS, o BACEN, a ANS, o CADE, a SDE, os Tribunais de Justiça e os Ministérios Públicos, no sentido de trocarem experiências relacionadas com as “escolhas de práticas contábeis” por parte das entidades reguladas; e desses institutos com o IBRACON, para revisar os procedimentos de auditoria externa aplicáveis aos entes regulados.

232. Portanto, os seguintes quesitos são propostos como um esboço de uma Matriz de Planejamento de Auditoria sobre a validação de dados para gestão regulatória no tocante à fiscalização da base de remuneração do setor de distribuição de energia:

- A ANEEL definiu práticas contábeis a serem observadas pelas distribuidoras de energia elétrica? Quais são elas?
- Essas práticas contemplam aspectos relacionados com:
 - a mensuração dos ativos operacionais?
 - o momento de reconhecimento e o critério de mensuração de receitas e despesas?
 - o critério de mensuração do capital – base de remuneração?
 - a distinção de receitas e ganhos, despesas e perdas?
 - o conteúdo informacional das demonstrações contábeis?
- Que demonstrações contábeis são exigidas das distribuidoras? Qual a periodicidade?
- É obrigatória a evidenciação da Demonstração dos Fluxos de Caixa? Por qual método (direto ou indireto)?



- É obrigatória a evidenciação de Notas Explicativas? Existe a definição de conteúdo e abrangência mínimos para as Notas Explicativas?
- É obrigatória a evidenciação da Demonstração de Valor Adicionado? Foram definidos os critérios de elaboração dessas demonstrações?
- A ANEEL exige a adoção de um Plano de Contas Padrão? Esse Plano de Contas é específico às atividades desenvolvidas pelas distribuidoras de energia elétrica?
- A ANEEL permite o reconhecimento da reavaliação dos ativos? Em que situações e para quais ativos?
- A ANEEL exige que as demonstrações contábeis das distribuidoras sejam auditadas por auditores independentes (externos)? Esses auditores precisam ser registrados na ANEEL? E na CVM?
- Essa auditoria é específica para verificar se as demonstrações contábeis foram apuradas em consonância às práticas contábeis exigidas pela ANEEL? A ANEEL definiu, juntamente com o IBRACON, o escopo básico do trabalho da auditoria?
- Que informações contábeis e regulatórias precisam ser auditadas? Em que periodicidade é exigida a auditoria dessas demonstrações?
- A ANEEL exige demonstrações contábeis por segmentos de negócio, das distribuidoras que: a) ainda são verticalizadas, b) exercem outras atividades além da atividade de distribuição de energia elétrica, c) atuam em diferentes regiões geográficas?
- A ANEEL conhece a composição societária do grupo econômico do qual a distribuidora é parte? Caso afirmativo, a ANEEL acompanha as alterações societárias ocorridas? Tais informações são validadas com órgãos relacionados a tal controle, como Juntas



Comerciais, Cartórios Cíveis de Pessoas Jurídicas, Comissão de Valores Mobiliários etc.?

- A ANEEL permite que as distribuidoras exerçam transações entre partes relacionadas? Caso sim, quais são? Existe algum critério definido pela ANEEL para que as distribuidoras divulguem essas transações? Existe alguma obrigatoriedade para que sejam reconhecidas pelo valor justo? O critério de mensuração do valor justo foi definido?

- A ANEEL desenvolveu um sistema de contabilidade específico para ser aplicado pelas entidades distribuidoras de energia elétrica?

- Qual a frequência de alteração dessas regras contábeis?

- Quando da alteração dessas regras, a ANEEL oferece a modificação à consulta pública?

- A ANEEL troca informações com o BNDES, demais instituições financeiras e instituições seguradoras que oferecem cobertura sobre os empréstimos obtidos, no tocante:

- à realização dos investimentos?

- a projetos de redução do furto de energia (perdas não-técnicas)?

- à qualidade dos ativos adquiridos e respectivos tempo de vida útil e valor residual esperado?

- ao custo de capital de terceiros?

- Com que frequência a ANEEL mantém esse intercâmbio de informações?

- A ANEEL circulariza os consumidores e/ou realiza fiscalizações *in loco* para verificar:



- a categorização dos consumidores (em residencial, industrial, comercial, rural etc.)?
- a composição das tarifas (em demanda de potência e consumo de energia elétrica)?
- a classificação dos consumidores em grupos “A” e “B”?
- a modalidade de fornecimento (em convencional, horo-sazonal, B1, B2, B3 e B4)?
- o real consumo por parte dos mais diversos tipos de consumidores?
- A ANEEL circulariza os consumidores, realiza fiscalizações *in loco* e/ou troca informações com a Secretaria da Receita Federal, com os Ministérios da Integração Social e das Cidades, com as Prefeituras Municipais para verificar a renda dos consumidores residenciais e o enquadramento deles em programas de combate à pobreza?
- Caso não sejam adotadas circularizações nos dois itens anteriores, quais procedimentos são tomados para garantir a fidegüidade das respectivas informações?
- A ANEEL verifica junto à Secretaria da Receita Federal e demais órgãos tributantes a criação, alteração ou extinção de tributos e encargos legais?
- A ANEEL verifica junto ao Ministério do Trabalho, junto à FGV, ao IBGE e outros institutos de pesquisa sobre os reajustes salariais do “pessoal” relacionado à Parcela “B” dos gastos que compõem a receita requerida?
- Ao apurar o índice de satisfação dos clientes (IASC), a ANEEL consulta o Procon e as varas especiais cíveis dos tribunais de justiça estaduais para investigar sobre queixas e reclamações dos consumidores?



- A ANEEL confirma os valores apresentados pelas distribuidoras como sendo a Parcela “A” dos gastos que compõem a receita requerida com informações trocadas com: o Ministério da Fazenda, com fornecedores de energia elétrica e com os demais dados que a própria ANEEL recebe das geradoras, transmissoras e distribuidoras?
- A ANEEL avalia as informações sobre perdas de energia elétrica? Como? Especificamente com relação às perdas técnicas, mantém algum acordo de cooperação com institutos de pesquisa na área de engenharia elétrica? Especificamente com relação às perdas não-técnicas, mantém algum acordo de cooperação com Ministérios Públicos e Delegacias de Polícia especializadas?

233. A partir dos questionamentos, distinguem-se as ações de alteração de regulação das ações de implantação de mecanismos de fiscalização, dadas na Matriz de Planejamento de Auditoria, a ser sugerida no próximo relatório.



REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ADIEL, R., Reinsurance and the management of regulatory ratios and taxes in the propertycasualty insurance industry. **Journal of Accounting and Economics** 22, 207–240, 1996.

AGHION, P.; DEWATRIPONT, M.; REY, P. Corporate governance, competition policy and industrial policy, **European Economic Review**, v. 41, 1997, p. 797-805.

AKERLOF, George A. The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**. Vol. 84, No. 3, pp. 488-500, Aug., 1970.

AQUINO, André Carlos Busanelli de. **Economia dos arranjos híbridos: o caso da coordenação de serviços em uma usina siderúrgica**. (Doutorado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005.

ARDEN, Mary. True and fair view: an European perspective. **The European Accounting Review**, v.6, n.4, p.675-679. 1997.

ARNDT, Margarete; BIGELOW, Barbara. Presenting Structural Innovation in an Institutional Environment: Hospitals' Use of Impression Management. **Administrative Science Quarterly**, Sept, 2000.

ARROW, Kenneth J. Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. **The American Economic Review**. Vol. 53, No. 5, pp. 941-973, Dec., 1963.

ARRUÑADA, B.; GARICANO, L.; VASQUEZ, L. Contractual allocation of decision rights and incentives: the case of automobile distribution. Working paper, 2000. Publicado a posteriori **The Journal of Law, Economics, and Organization**. Vol. 17, nº 1, 257-284, 2001.



ARYA, Anil; GLOVER, Jonathan C.; SUNDER, Shyam. Are unmanaged earnings always better for shareholders? **Accounting Horizons**, suplemento, p.111-116. 2003.

BAJARI, P; TADELIS, S. Incentive versus transaction costs: a theory of procurement contracts. **The Rand Journal of Economics**, Vol. 32, No. 3, 2001, p. 387-407.

BARZEL, Yoram. A theory of the State: economic rights, legal rights, and the scope of the State. Cambridge: Cambridge University Press. 2002.

BARZEL, Yoram. Standards and the form of agreements. **Working paper**. 2003.

BARZEL, Yoram. The law of one price, costly information and the law of price convergence. **Working paper**. 2004.

BARZEL, Yoram. **Economic analysis of property rights**. Cambridge University Press, 1989 e 1997.

BARZEL, Yoram. Measurement costs and the organization of markets. **Journal of Law and Economics**. v. 25, apr. 1982. p. 27-48.

BARZEL, Yoram. Organizational forms and measurement costs. Working paper: in International Society for New Institution Economics (www.isnie.org), 2003. Publicado a posteriori **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, Vol. 161, No3, 2005, September, 357-373.

BEAVER, William H.; ENGEL, Ellen E. Discretionary behavior with respect to allowances for loan losses and the behavior of security prices. **Journal of Accounting and Economics**, v.22, p.177-206. 1996.

BEAVER, William H.; MCNICHOLS, Maureen. The characteristic and valuation of loss reserves of property casually insures. **Review of Accounting Studies**, v.2, p.73-95. 1998.



BECKER, Gary S. A theory of competition among pressure groups for political influence. **The Quarterly Journal of Economics**, v.98, n.3, agosto, p.371-400. 1983.

BENHAM, Lee. Licit and Illicit responses to regulation. Working paper. **Washington Univ. at Saint Louis**, MO, 2004.

BESANKO, D.; DRANOVE, D.; SHANLEY, M. **Economics of strategy**. 2.ed. New York: John Wiley & Sons, Inc., 2000.

BLACCONIERE, W.G., BOWEN, R.M., SEFCIK, S.E., STINSON, C.H. Determinants of the use of regulatory accounting principles by savings and loans. **Journal of Accounting and Economics** 14, 167–201, 1991.

BRASIL, Agência Nacional de Energia Elétrica. **Cadernos Temáticos ANEEL nº 4: Tarifas de Fornecimento de Energia Elétrica**. 2005.

BRASIL, Agência Nacional de Saúde Suplementar. **Resolução Normativa nº 27/2003**.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação nº 183/1995**.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação nº 29/1986**.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular CVM/SNC/SEP nº 1/2006**.

BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer nº 15/1987**.

BRASIL, Congresso Nacional. **Lei Complementar nº 101/2000**, Lei de Responsabilidade Fiscal.

BRASIL, Congresso Nacional. **Lei nº 10.406/2002**, Novo Código Civil.

BRASIL, Congresso Nacional. **Lei nº 4.506/1964**, Dispõe sobre o imposto que recai sobre as rendas e proventos de qualquer natureza.



BRASIL, Congresso Nacional. **Lei nº 6.404/1976**, Lei das sociedades por ações.

BRASIL, Congresso Nacional. **Lei nº 8.541/1992**, Altera a legislação do imposto de renda e da outras providencias.

BRASIL, Congresso Nacional. **Lei nº 9.249/1995**, Altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro liquido, e da outras providencias.

BRASIL, Congresso Nacional. **Lei nº 9.430/1996**, Dispõe sobre a legislação tributaria federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e da outras providencias.

BRASIL, Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução nº 1.004/2004**, Aprova a NBC T 19.6 – Reavaliação de Ativos.

BRASIL, Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução nº 750/1993**, Dispõe sobre os Princípios Fundamentais de Contabilidade.

BRASIL, Conselho Federal de Contabilidade. **Resolução nº 785/1995**, Aprova a NBC T 1 – Das Características da Informação Contábil.

BRASIL, Instituto dos Auditores Independentes do Brasil. **Comunicado Técnico nº 01/2003**, Conteúdo do Parecer dos Auditores.

BRASIL, Instituto dos Auditores Independentes do Brasil. **Comunicado Técnico nº 03/2004**, Estrutura contábil aplicada no Brasil.

BRASIL, Presidência da República. **Decreto-lei no 2.848/1940**, Código Penal Brasileiro.

BROUSSEAU, E. Contracts as modular mechanisms: some propositions for the study of hybrid forms. **International Journal of the Economics of Business**, vol. 2, nº 3. 1995



BROUSSEAU, E.; FARES, M. Incomplete contracts and governance structures. **ATOM**, Paris I, 1998. Disponível em: <<http://atom.univ-paris1.fr/documents>>. Acesso em: 29 ago. 2006.

BURGSTHALER, David; DICHEV, Iliia. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. **Journal of Accounting & Economics**, v.24, n.1, p.99. 1997.

CARDOSO, Ricardo Lopes. **Impactos da regulação econômica na escolha de práticas contábeis pela empresas reguladas**: evidências no mercado de saúde suplementar brasileiro. (Doutorado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005. 155 p.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINS, Vinícius Aversari. Hipótese de Mercado Eficiente e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. In: S. D. Iudícibus e A. B. Lopes (Org.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004. p.70-133.

CAREY A., M. CAVE, R. DUNCAN, G. HOUSTON, K. LANGFORD. **Accounting for Regulation in UK Utilities**. Center for the Study of Regulated Industries, Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London, 1994.

CARMICHAEL, Douglas. R. Hocus-Pocus Accounting. **Journal of Accountancy**, v.188, n.4, p.59. 1999.

CARVALHO, L. Nelson; LEMES, Sirlei; COSTA, Fábio M. **Contabilidade Internacional**. São Paulo: Atlas, 2006.

CHOUDHRY, Moorad; FABOZZI, Frank J. Originating Collateralized Debt Obligations for Balance Sheet Management. **Journal of Structured & Project Finance**, v.9, outono, p. 32-52. 2003.



CHUNG, Y. P. A Transactions data test of stock index futures market efficiency and index arbitrage profitability. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 5, Dec. 1991, p. 1791-1809.

CLATWORTHY, M.A., e JONES, M.J. Differential Patterns of Textual Characteristics and Company Performance in the Chairman's Statement. **Accounting, Auditing and Accountability Journal** Vol. 19, No. 4, pp. 493-511, 2006.

COASE, Ronald H. Accounting and the theory of the firm. **Journal of Accounting and Economics**, v.12, p.3-13. 1990.

COASE, Ronald H. The nature of the firm. **Economica**, v.4, p.386-405. 1937.

COASE, Ronald H. The problem of social cost. **Journal of Law and Economics**, v.3, p.1-44. 1960.

COASE, Ronald. The New Institutional Economics. **The American Economic Review**. Vol. 88, N.º 2, 72-74, 1998.

COLASSE, Bernard. The French notion of the image fidèle: the power of words. **The European Accounting Review**, v.6, n.4, p.681. 1997.

COOK, Allan. Requirement for a true and fair view: a UK standard-setter's perspective. **The European Accounting Review**, v.6, n.4, p.693-704. 1997.

CORRÊA, Thomaz S. Fotos assim, nunca mais. **Veja**. vol. 1875. 114-116 p. 2004.

COSENZA, José Paulo; GRATERON, Ivan R. Guevara. A responsabilidade do auditor frente às práticas de contabilidade criativa. São Paulo: **Revista Paulista de Contabilidade**, 487, set./2003, p. 5-21.



CRAVENS, Karen; OLIVER, Elizabeth Goad; RAMAMOORTI, Sridhar. The reputation index: measuring and managing corporate reputation. **European Management Journal**, 21, 2, 2003, p. 201-212.

CUPERTINO, César Medeiros. EARNINGS MANAGEMENT: EVIDÊNCIA EMPÍRICA. **Anais do 4º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade**, 185, 2004b, p. 1-16.

CUPERTINO, César Medeiros. Gerenciamento fraudulento de resultados contábeis: o caso Banco Nacional. **Anais do XXVIII EnANPAD**, CCG2609, 2004a, p. 1-16.

DE ALESSI, Louis. Development of the property rights approach. **Journal of Institutional and Theoretical Economics**, Berlin, v. 146, p. 6-11, 19-23, 1990. [Reimpresso em FURUBOTN, Eirik G., RICHTER, Rudolf. The new institutional economics: a collection of articles from the journal of institutional and theoretical economics. College Station: Texas A & M University Press, 1991].

DECHOW, Patricia M.; DICHEV, Iliia D. The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. **Accounting Review**, v.77, n.4, Supplement, p.35. 2002.

DECHOW, Patricia M.; SKINNER, Douglas J. Earnings management: reconciling the views of Accounting academics, practitioners, and regulators. **Accounting Horizons**, v.14, n.2, 2000, p.235. 2000.

DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary Accounting Research**, v.13, n.1, Spring, p.1-36. 1996.

DEMSETZ, Harold. Toward a theory of property rights. **American Economic Review**. Papers and Proceedings, Princeton, NJ, v. 57, n. 2, p. 347-359, May 1967.



DEMSETZ, Harold. Towards a Theory of Property Rights. **The American Economic Review**. V 57, Issue 2, pp.347-359, May, 1967.

EMANUEL, David; WONG, Jilnaught; WONG, Norman. Efficient contracting and Accounting. **Accounting and Finance**, v.43, p.149-166. 2003.

FAMA, Eugene. Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. **Journal of Finance**, v.25. 1969.

FELTOVICH, N.; HARBAUGH, R.; TO, T. Too Cool for School? A Theory of Counter signaling. The Warwick Economics Research Paper Series (TWERPS), **University of Warwick**, Department of Economics, 1988.

FIELDS, Thomas D.; LYS, Thomas Z.; VINCENT, Linda. Empirical research on accounting choice. **Journal of Accounting and Economics**, v.31, 2001. p.255-307.

FUJI, Alessandra H. **Gerenciamento de resultados contábeis no âmbito das instituições financeiras atuantes no Brasil**. (Mestrado em Ciências Contábeis). Departamento de Contabilidade e Atuária, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004. 133 p.

FURUBOTN, Eirik G.; RICHTER, Rudolf. **Institutions and Economic Theory: the contribution of the New Institutional Economics**. 2.ed. Ann Arbor, Michigan: The University of Michigan Press, 2000, p. 556.

GOLDBERG, Victor P. Regulation and administered contracts. **The Bell Journal of Economics**, v.7, p.426-448. 1976.

GOMES, Antônio C.; ABARCA, Carlos D.; FARIA, Elíada A.; FERNANDES, Heloísa H. O setor elétrico. In **BNDES 50 anos: histórias setoriais**. Rio de Janeiro: DBA-BNDES, 2002, p. 321-347.



GORBANEFF, Yuri. **Contratación en Colombia y la teoría económica**. Departamento Nacional de Planeación Dirección de Estudios Econômicos. República de Colômbia. Doc 2005. 2002.

GRAMLICH, Jeffrey. D.; MCANALLY, Mary L.; THOMAS, Jacob. Balance Sheet Management: the case of short-term obligations reclassified as long-term debt. **Journal of Accounting Research**, v.39, n.2, p. 283-295. 2001.

GREENE, William H. **Econometric Analysis**. New Jersey: Prentice Hall, 1997.

GREIF, Avner. Commitment, Coercion, and Markets: The Nature and Dynamics of Institutions Supporting Exchange. In C. Menard and M. Shirley (eds.), **Handbook of New Institutional Economics**, 727–786, 2005.

GROSSMAN, S. J.; HART, O. D. The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral Integration, **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 4, 1986, p. 691-719.

GUASCH, J. Luis; LAFONT, Jean-Jacques; STRAUB, Stephane. Renegotiation of Concession Contracts in Latin America. Policy Research Working Paper. **The World Bank Latin America and the Caribbean Region Finance**, Private Sector, and Infrastructure Unit April 2003.

GUAY, Wayne R.; KOTHARI, S. P.; WATTS, Ross L. A market-based evaluation of discretionary accrual models. **Journal of Accounting Research**, v.34, n.Studies on Recognition, Measurement, and Disclosure Issues in Accounting, p.83-105. 1996.

GUJARATI, Domodar. **Econometria básica**. Rio de Janeiro: Makron, 2000.

HART O. D., MOORE J.; Incomplete contracts and renegotiation. **Econometrica**, v. 56, n. 4, 1988, p. 755-785.



HEALY, Paul M.; WAHLEN, James M. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. **Accounting Horizons**, v.13, n.4, dezembro, p.365-384. 1999.

HENDRIKSEN, Elton S.; BREDA, Michael. F. Van. **Teoria da Contabilidade**. São Paulo: Atlas. 1999. 550 p.

HUGHES, Shawn W., TIPPETT, Donald D.; THOMAS, Warren K. Measuring project success in the construction industry. **Engineering Management Journal**; Sep 2004; 16,3; ABI/INFORM Global.

HULLE, Karel V. The true and fair view override in the European Accounting directives. **The European Accounting Review**, v.6, n.4, p.711-720. 1997.

IASB. Framework for the preparation and presentation of financial statements. Londres: IASB, 1989.

INTERNATIONAL COUNTRY RISK GUIDE (ICRG) (2006). International country risk historical data. Disponível em: <www.ICRGOnline.com>. Acesso em 20 nov. 2006.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. Conhecimento, Ciência, Metodologias Científicas e Contabilidade. **Revista Brasileira de Contabilidade**, n. 110, mar./abr. 1998., p. 60-63.

JENSEN, M; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, 1976, p. 5-6.

JONES, Jennifer J. Earnings management during import relief investigations. **Journal of Accounting Research**, v.29, n.2, outono, p.193-228. 1991.

KATO, Kasuo; KUNIMURA, Michio; YOSHIDA, Yasushi. Bank's earnings management before potential violation of dividend regulation in Japan. **Working paper** disponível em www.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=273945. 2001.



KESSLER, Marcos Rodolfo. **A regulação econômica no setor elétrico brasileiro: teoria e evidências**. Dissertação de Mestrado em Economia. Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, 2006.

KIM, M.-S., KROSS, W., The impact of the 1989 change in bank capital standards on loan loss provisions and loan write-o.s. **Journal of Accounting and Economics** 25, 69–99, 1998.

KLEIN, B. Why hold-up occurs: the self-enforcing range of contractual relationships. **Economic Inquiry**, v. 34, p. 444-463, 1996.

KLEIN, Benjamin. Vertical integration as organizational ownership: the Fisher Body - General Motors relationship revisited. In: O. E. Williamson e S. G. Winter (Org.). **The nature of the firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993. p.213-226.

KLEIN,B; CRAWFORD,R.G.; E ALCHIAN, A. A. Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process. **Journal of Law and Economics**, XXI(2), october,1978. p. 297-326.

KREPS, David M. **Microeconomics for managers**. New York: W. W. Norton. 2004. 652 p.

LOPES, Alexandre B. **A informação contábil e o mercado de capitais**. São Paulo: Pioneira, 2002.

LOPES, Alexandre B.; MARTINS, Eliseu. **Teoria da Contabilidade: uma nova abordagem**. São Paulo: Atlas, 2005.

MACLEOD, W. Bentley. Complexity and contract. *in* **The Economics of Contract in Prospect and Retrospect**, edited by E. Brousseau and J. M. Glachant (Cambridge 2002).



MACIEIRA, Leonardo dos Santos. **Risco moral no cálculo do reposicionamento tarifário: o problema do oportunismo das distribuidoras de energia elétrica.** Dissertação de Mestrado em Administração. Universidade de Brasília, Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Ciência da Informação e Documentação, 2006.

MARTIMORT, David. The Life Cycle of Regulatory Agencies: Dynamic Capture and Transaction Costs. **The Review of Economic Studies**, Vol. 66, No. 4, pp. 929-947, Oct. 1999.

MARTINS, Eliseu. Atrocidades contábeis no novo Código Civil (partes 1 e 2). **Boletim IOB: Temática Contábil e Balanços**, n. 40 e 41. 2002.

MASTEN, S. E. Contractual choice. In: BOUKAERT B.; De GEEST, D. (Ed). Encyclopedia of Law & Economics. [S.l.]: Edward Elgar. University of Ghent, 1998.

MASTEN, S. E. Transaction cost economics and the organization of agricultural transactions. Advances in applied microeconomics - industrial organization. M. R. Baye, ed. 2000, p. 173-195.

MCNICHOLS, Maureen F. Discussion of "The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors". **Accounting Review**, v.77, n.4, Supplement, p.61. 2002.

MCNICHOLS, Maureen F.; WILSON, G. Peter. Evidence of earnings management from the provision for bad debts. **Journal of Accounting Research**, v.26, n. Studies on Management's Ability and Incentives to Affect the Timing and Magnitude of Accounting Accruals, p.1-31. 1988.

MÉNARD, Claude. The economics of hybrid organizations. Working paper: in International Society for New Institutional Economics (www.isnie.org), **Annual Conference of the New Institutional Economics, Proceedings**. Cambridge, September, 2002.



MENSAH, Yaw M.; CONSIDINE, Judith M.; OAKES, Leslie. Statutory insolvency regulations and earnings management in the prepaid health-care industry. **Accounting Review**, v.69, n.1, janeiro, p.70-95. 1994.

MILGRON, Paul; ROBERTS, John. **Economics, organization and management**. Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice Hall, 1992.

MOYER, S.E., Capital adequacy ratio regulations and accounting choices in commercial banks. **Journal of Accounting and Economics** 13, 123–154, 1990.

MULFORD, Charles W.; COMISKEY, Eugene E. **The financial numbers game: detecting creative accounting practices**. New York: John Wiley & Sons. 2002.

NAVISSI, Farshid. Earnings management under price regulation. **Contemporary Accounting Research**, vol.16, n.2, summer, 1999. p. 281-304.

NIYAMA, Jorge Katsumi. **Contabilidade Internacional**. São Paulo: Atlas, 2005.

NORTH, Douglass C. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

PELTZMAN, Sam. George Stigler's contribution to the economic analysis of regulation. **The Journal of Political Economy**, v.101, n.5, p.818-832. 1993.

PELTZMAN, Sam. Toward a more general theory of regulation. **Journal of Law and Economics**, v.19, p.211-240. 1976.

PETRONI, K.R., Optimistic reporting in the property casualty insurance industry. **Journal of Accounting and Economics** 15, 485–508, 1992.



PIMENTA, Carlos César. Texto para Discussão n.º25: Desafios e oportunidades no setor de compras governamentais na América Latina e Caribe: o caso brasileiro. Brasília: **ENAP**, 1998.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. **Econometria**: modelos e previsões. Rio de Janeiro: Elsevier, 2004.

POHLMANN, Marcelo Coletto; ALVES, Francisco J. dos Santos. Regulamentação. In: S. D. Iudícibus e A. B. Lopes (Org.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004. p.233-273.

POSNER, Richard A. Theories of economic regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, v.5, n.2, outono, p.335-358. 1974.

ROGERSON, William P. Contractual solutions to the hold up problem. **The review of economic studies**. Vol. 59, n.4, (oct., 1992), p. 777-793

SAMUELSSON, Malin; SAMUELSSON, Malin; SVENSSON, Jenny. **True and fair view**: a study of the implication of this concept within IAS and Swedish GAAP. Dissertação de Mestrado em Economia Empresarial. Faculdade de Contabilidade e Economia Empresarial da School of Economics and Commercial Law – Gothenburg University. Suécia, Gothenburg: School of Economics and Commercial Law, 2003.

SAUSSIÉ, S.; FARES, M. Theorie des couts de transation versus theorie des contrats incompletes: Quelles divergences?. **ATOM**, Paris, 2003. Disponível em: <http://atom.univ-paris1.fr/documents>. Acesso em: 29 ago. 2006.

SCHLENKER, Barry R. **Impression Management**. Brooks/Cole. Monterey, CA, 1980.

SCHMITZ, Patrick W. The hold up problem and incomplete contracts: A survey of recent topics in contract theory. **Buletin of Economic Research**. Vol. 53: Issue 1, January 2001, 1-7.



SIMON, H. Theories of bounded rationality. In MCGUIRE, C. B. e RADNER, R., **Decision and organization**. Nova York: American Elsevier, 161-176, 1972.

SIMON, Herbert. **Models of man**. New York: John Wiley and Sons. 1961.

SPENCE, Michael Job Market Signaling. **The Quarterly Journal of Economics**, Vol. 87, No. 3, pp. 355-374. Aug., 1973.

STACY, Graham. True and fair view: a UK auditor's perspective. **The European Accounting Review**, v.6, n.4, p.705-709. 1997.

STIGLER, George J. The theory of economic regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, v.2, n.1, primavera, p.3-21. 1971.

STIGLITZ, Joseph E. The Theory of Screening, Education and the Distribution of Income. **American Economic Review**, 65 (3), junho, pp. 283-300, 1975.

VISCUSI, W. Kip; VERNON, John M.; HARRINGTON JR.; **Joseph E. Economics of regulation and antitrust**. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press. 2000.

WALTON, Peter. The true and fair view and the drafting of the fourth directive. **The European Accounting Review**, v.6, n.4, p.721-730. 1997.

WILLIAMSON, O. E. **Economic organization**: Firms, markets and policy control. New York: Harvester Wheatsheaf, 1986.

WILLIAMSON, O. E. **Market and hierarchies**: Analysis and antitrust implications. New York: The Free Press, 1975.

WILLIAMSON, O. E. Por que direito, economia e Organizações? In **Direito & economia: análise econômica do direito das organizações**. ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel. Rio de Janeiro: Editora Campus, 2005.



WILLIAMSON, O. E. Strategizing, Economizing, and Economic Organization. In: RUMELT. R., SCHENDEL, D. e TEECE, D. **Fundamental Issues in Strategy**. Harvard Business School Press, 1994.

WILLIAMSON, O. E. **The Economic Institutions of Capitalism**. New York: The Free Press, 1985.

WILLIAMSON, O. E. **The mechanism of governance**. New York: Oxford, 1996.

WILLIAMSON, Oliver E. The Logic of Economic Organization. In: O. E. Williamson e S. G. Winter (Org.). **The nature of the firm: origins, evolution, and development**. New York: Oxford University Press, 1993. p.90-116.

WILLMAN, P., COEN, D., CURRIE, D., & SENER, M. Regulatory Institutions and Firm Behaviour; **The Evolution of Regulatory Relationships in the UK**. Industrial and Corporate Change, Vol.12:1 , pp.69-89, 2003.

ZYLBERSZTAJN, Decio. Economia das organizações. In: D. Zylbersztajn e M. F. Neves (Org.). **Economia e gestão dos negócios agroalimentares: indústria de alimentos, indústria de insumos, produção agropecuária, distribuição**. São Paulo: Pioneira, 2000. p.23-38.

ZYLBERSZTAJN, Décio. **Estruturas de Governança e Coordenação de Agribusiness**. São Paulo, 1995. Tese (Livre Docência), Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.