



Comentários do Grupo PT

*AO SENTIDO PROVÁVEL DE DECISÃO SOBRE A METODOLOGIA DE CÁLCULO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL
DA PT COMUNICAÇÕES, S.A. APLICÁVEL A PARTIR DO EXERCÍCIO DE 2012*

Consulta Pública sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações (PTC) aplicável a partir do exercício de 2012

1. Introdução

Este documento é apresentado em nome da Portugal Telecom, SGPS, SA, da PT Comunicações SA e da TMN – Telecomunicações Móveis, SA., daqui em diante designadas conjuntamente por “Grupo PT”.

O presente documento contém os comentários do Grupo PT aos aspetos constantes do documento de consulta pública lançada pelo ICP-ANACOM intitulado “Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A. aplicável a partir do exercício de 2012” (daqui em diante designado por “documento de consulta”) e inclui, para além desta secção introdutória, três secções adicionais: (i) “Considerações Gerais”, onde são efetuados alguns comentários genéricos à abordagem do ICP-ANACOM no documento desta consulta pública, (ii) “Comentários Detalhados”, onde é realizada uma análise ponto a ponto da proposta do ICP-ANACOM referente à revisão do cálculo do custo de capital, colocada no documento de consulta, e (iii) Conclusões.

2. Considerações Gerais

O Grupo PT dá boa nota da evolução positiva que o documento em análise apresenta face à deliberação do ICP-ANACOM de 10/02/2010. Com efeito, este documento de consulta introduz um conjunto de alterações que se traduzem numa maior transparência e simplicidade do cálculo da taxa de custo de capital aplicável à PTC, e que foram reiteradamente referidos pelo Grupo PT como essenciais para uma adequada e correta atualização da taxa de custo de capital ao longo dos diversos exercícios.

O Grupo PT regista em particular como positiva a abordagem agora adotada de definição *a priori* de uma metodologia de cálculo da taxa de custo de capital e a sua atualização anual. Esta abordagem permite ver refletidos a evolução do mercado e o enquadramento macroeconómico ao longo de cada um dos exercícios, eliminando a existência de desfasamentos temporais como os ocorridos quando da aplicação da metodologia expressa na deliberação do ICP-ANACOM de 10/02/2010.

De destacar ainda o recurso a fontes de informação acessíveis e facilmente atualizáveis para o apuramento dos parâmetros da taxa de custo de capital e a não aplicação de *benchmarks* de precedentes regulatórios (uma vez que muitos reguladores utilizam eles próprios o *benchmarking* como metodologia de cálculo).

No entanto, existem ainda alguns aspetos que este documento de consulta não endereça e que continuam a constituir fatores de preocupação para o Grupo PT, os quais se resumem nos seguintes pontos:

a) Incoerência face ao modelo de custeio implementado

Sendo o atual modelo de custeio da PTC um modelo de custos históricos (*Historic Cost Accounting – HCA*) com imputação total de custos (*Full Distributed Cost - FDC*), cuja base fundamental de suporte são as peças contabilísticas da organização (Balanço e Demonstração de Resultados), os parâmetros do modelo, incluindo alguns respeitantes à taxa do custo de capital (*gearing*, prémio da dívida, taxa de imposto), deveriam ser apurados com base nestas fontes de informação primordiais.

A utilização de *benchmarking* para cálculo destes parâmetros adultera a metodologia em vigor, confundindo quais devem ser os dados de input a utilizar num modelo a custos históricos face aos utilizados num modelo a custos correntes, e tornando incoerente a aplicação da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital face à base contabilística em que se suporta um modelo de custos históricos.

b) Utilização de *benchmarking* não comparáveis

De forma a acautelar os riscos inerentes à utilização de *benchmarking*, estes devem ser efetuados com recurso a valores de empresas que sejam diretamente comparáveis com a estrutura de negócios e envolvente de mercado onde a PTC se encontra inserida (ao nível da oferta, posição de mercado, taxa de crescimento, condições macroeconómicas envolventes).

Apesar de o ICP-ANACOM levantar no documento de consulta fortes reservas quanto à utilização isolada dos dados da PT SGPS, dada a panóplia de mercados geográficos e de serviços que esta empresa engloba, para além do negócio associado à PTC, acabou por selecionar para efeitos de *benchmarking* um conjunto de empresas de telecomunicações que agregam também uma multiplicidade de mercados geográficos e de serviços, sendo globalmente muito mais comparáveis à PT SGPS do que à PTC.

Assim, o ICP-ANACOM voltou a não seguir na escolha dos comparáveis os princípios acima descritos, nem realizou as análises necessárias à verificação de que esses comparáveis poderiam representar a realidade que se pretende retratar no modelo de custeio da PTC. Face à utilização dos comparáveis propostos, não se podem entender as reservas apontadas à utilização de dados da PT SGPS.

Finalmente, é ainda de realçar que o presente documento de consulta não prevê qualquer mecanismo de revisão do cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital.

Sendo grande parte dos parâmetros apurados com base em *benchmarking* (taxa de juro sem risco, beta, *gearing*, taxa de custo de capital alheio), a definição *a priori* de um mecanismo de revisão do cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital revela-se essencial, para que seja possível a atualização do cálculo destes parâmetros, caso algum dos dados comparáveis deixe de o ser, contribuindo assim para a previsibilidade regulatória.

3. Comentários Detalhados

Tendo em consideração a metodologia de cálculo estabelecida pelo ICP-ANACOM para a taxa de custo de capital, os seus parâmetros e a sua base de remuneração, o Grupo PT realiza nesta secção uma análise detalhada da proposta do ICP-ANACOM contemplada no documento de consulta.

3.1. Taxa de custo de capital

a) Metodologia global

De acordo com o proposto neste documento de consulta, a taxa de custo de capital apurada pela PTC no âmbito do SCA deve continuar a seguir a metodologia do Custo Médio Ponderado de Capital, na variante antes de imposto, e a metodologia CAPM para cálculo da taxa de custo de capital próprio.

O Grupo PT concorda com a utilização desta metodologia. Este método, tal como referido pelo ICP-ANACOM, é normalmente utilizado em sectores de atividade regulados, permitindo efetuar comparações de forma relativamente simples. Por outro lado, a sua simplicidade, quando comparada com outros modelos, permite uma melhor aferição dos valores determinados por este método, mitigando eventuais assimetrias de informação.

b) Taxa de juro sem risco

O ICP-ANACOM determinou, na sua deliberação de 10 de fevereiro de 2010, que a taxa de juro sem risco a ter em consideração no cálculo da taxa de custo de capital da PTC deveria ser calculada através das Obrigações do Tesouro (OT) a 10 anos, emitidas pelo Estado Português, tendo por base o valor médio de uma série temporal de 2 anos.

No entanto, perante o desenrolar da crise financeira internacional e consequentemente do contexto macroeconómico em que atualmente o país vive, que originou um comportamento atípico das taxas de juro das OT a 10 anos emitidas pelo Estado Português, o ICP-ANACOM considera que estas taxas já não

refletem a remuneração associada a um ativo sem risco, não se verificando a validade do pressuposto de serem consideradas uma boa *proxy* para este indicador.

Alternativamente, o ICP-ANACOM propõe agora que a taxa de juro sem risco seja calculada com base na média ponderada pelo PIB do respetivo país, das taxas implícitas das obrigações de tesouro, com maturidade a 10 anos, de todos os países da zona euro, tendo por base uma série histórica com base nas observações mensais dos dois anos anteriores aos anos da decisão.

Considerando o ICP-ANACOM que as taxas de juro das ODP portuguesas já não refletem a remuneração associada a um ativo sem risco, atendendo ao atual contexto macro-económico, não se entende que proponha agora a utilização de uma média ponderada das taxas das ODP dos diversos países da zona euro.

Com efeito, no *benchmarking* agora proposto pelo ICP-ANACOM são utilizadas taxas de ODP de países que atualmente têm um risco país semelhante ou superior ao de Portugal, como também as de países cuja taxa das ODP está minimizada pelo facto de constituírem aplicações de "refúgio". A sua aplicação apenas repercutirá uma média das taxas de juro das ODP da zona euro, não permitindo que sejam refletidas na taxa de juro sem risco as condições específicas da economia portuguesa.

Por outro lado e tendo em consideração que é proposta do ICP-ANACOM que grande parte dos restantes parâmetros da taxa de custo de capital seja apurada através do recurso a *benchmarking*, o enquadramento macroeconómico específico do país acabará esbatido no cálculo final da taxa de custo de capital, o que não deveria ser o caso.

É ainda de salientar que, apesar de o ICP-ANACOM referir no seu documento de consulta que se constata que as "*decisões regulatórias recentes estão genericamente em linha com a abordagem metodológica que se pretende seguir*", tal é apenas verdade no que se refere à determinação da série temporal utilizada no cálculo da taxa de juro sem risco.

Com efeito, em todos os exemplos de precedentes regulatórios enumerados pelo ICP-ANACOM a taxa de juro sem risco é calculada com base nas ODP dos respetivos países, facto que é totalmente ignorado pelo Regulador.

É assim opinião do Grupo PT que deverá ser a taxa de juro sem risco a refletir o enquadramento macroeconómico de Portugal, sob pena de se apurar uma taxa de custo de capital desenquadrada da realidade do mercado onde a PTC se insere.

Para além do facto de o ICP-ANACOM considerar que a taxa de juro sem risco das OT portuguesas já não constitui uma boa *proxy* de um ativo sem risco, demonstrou, quando da sua deliberação referente revisão do cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A. para 2011, preocupações adicionais face à utilização das OT português derivadas do facto de os títulos locais não apresentarem emissões de base constante ou não possuírem suficiente liquidez.

Com vista a colmatar tal preocupação, propõe-se que a taxa de juro sem risco a aplicar no cálculo da taxa de custo de capital da PTC seja calculada através da seguinte fórmula:

“Valor médio das ODP da Alemanha e dos EUA + Credit Default Swaps de Portugal”

Os valores de cada uma destas variáveis seriam baseados em observações mensais dos dois últimos anos.

Com esta proposta, seria endereçada a preocupação do ICP-ANACOM referente à liquidez dos ativos, mas também refletido o enquadramento macroeconómico específico do país.

c) Prémio de risco

O Grupo PT gostaria de começar por referir que se encontra de acordo com o referido no relatório de consultoria da Baker Tilly (BT), referente ao custo de capital a aplicar à PTC, quanto ao facto de a determinação do cálculo do prémio de risco dever ser determinado em função dos pressupostos subjacentes e respetivo cálculo da taxa de juro sem risco.

Com efeito, traduzindo o prémio de risco a diferença entre a taxa de rendimento proporcionada pelo mercado bolsista e a que é proporcionada pelos investimentos sem risco, o seu cálculo está intrinsecamente condicionado pelo cálculo da taxa de juro sem risco.

A existência desta interdependência entre os diversos parâmetros da taxa de custo de capital tem vindo a ser reiterada pelo Grupo PT ao longo de todas as suas intervenções sobre esta matéria, nomeadamente a propósito do processo de atualização da taxa de custo de capital constante na deliberação do ICP-ANACOM de 10/02/2010, que não respeitou esta interdependência.

Tendo em consideração este aspeto e o facto de a BT ter proposto que a taxa de juro sem risco seja calculada com base nas taxas implícitas das obrigações de tesouro de todos os países da zona euro (ponderadas pelo PIB do respetivo país), e não nas ODP portuguesas, o relatório dos consultores refere que os cálculos efetuados pela *Damodaram* devem constituir a referência de cálculo do prémio de risco, dado estes também não terem como referência para a taxa de juro sem risco as ODP portuguesas.

No entanto, para o cálculo final do prémio de risco, é proposto no documento de consulta utilizar não só a informação da base de dados da *Damodaram*, como também os dados do *Pablo Fernandez*, apesar de neste caso o seu cálculo ter como pressuposto as ODP portuguesas, sendo o único argumento apresentado para tal o facto de estes dados serem largamente utilizados por académicos e analistas.

Se por um lado é referido que a interdependência entre os diversos parâmetros da taxa de custo de capital é fulcral, por outro lado é proposto um critério distinto, apenas com base no seu grau de utilização pelos académicos, sem qualquer fundamentação técnica adicional.

O Grupo PT salienta e reitera o já referido: que considera essencial que o cálculo do prémio de risco deve ser efetuado em consonância com o cálculo dos restantes parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente a taxa de juro sem risco, de modo a que a combinação destas duas variáveis traduza um custo do capital próprio que reflita a remuneração efetiva esperada pelos acionistas, tendo em conta o enquadramento macroeconómico do país.

Caso a proposta de cálculo constante no documento de consulta para este parâmetro venha a ser implementada, o Grupo PT, dentro das alternativas apresentadas pelos consultores e pelo ICP-ANACOM, considera que a única plausível de ser aplicada deverá ser a base de dados da *Damodaram*.

Por último, apenas uma referência ao acordo quanto à utilização de dados *ex-ante* e não *ex-post* para a determinação do prémio de risco, dado o carácter prospetivo que uma taxa de custo de capital deve ter para os investidores.

d) Beta

Face às possíveis reservas quanto à utilização do beta da PT SGPS para cálculo da taxa de custo de capital da PTC e às dificuldades inerentes ao cálculo do beta da PTC a partir do da PT SGPS, o Grupo PT concorda que, para cálculo deste parâmetro, se recorra a *benchmarking*.

No entanto, e como já referido, os comparáveis propostos pelo ICP-ANACOM são de empresas-Mãe, que também agregam uma multiplicidade de mercados geográficos e de serviços, não sendo comparáveis diretamente com a PTC.

O Grupo PT considera assim que as reservas levantadas à utilização do beta da PT SGPS se mantêm na proposta de *benchmarking* apresentada pelo ICP-ANACOM, pelo que, ao invés de ser utilizado um *benchmarking* com recurso a empresas com estruturas de negócio díspares das da PTC, deve ser utilizado o beta da PT SGPS.

Adicionalmente, com a utilização da metodologia de *benchmarking*, o ICP-ANACOM propõe, à semelhança do constante na deliberação de 10/02/2010, que se utilize a fórmula de Harris and Pringle para apurar o beta dos ativos e consequentemente o beta a aplicar na taxa de custo de capital da PTC, tendo em consideração a sua estrutura ótima de capital (*gearing*).

É opinião do Grupo PT que, não incorporando esta fórmula o efeito do imposto na estrutura de capitais, a fórmula a adotar deverá ser a fórmula de Hamadas, que, ao contrário da fórmula de Harris and Pringle, tem em consideração tal efeito.

Fórmula de *Hamadas*:

$$\beta_e = \beta_a \left[1 + (1 - t) \frac{D}{E} \right]$$

onde:

β_e é o beta alavancado da empresa

β_a é o beta desalavancado da empresa

$\frac{D}{E}$ é a relação entre a dívida e o património líquido da empresa

t é a taxa de imposto

Esta fórmula tem como pressuposto que a estrutura de capitais se manterá ao longo do tempo, mantendo-se constante o peso da dívida. Não sendo previsível que o peso da dívida se mantenha inalterado a longo prazo, também não é expectável que este se venha a alterar significativamente, não se colocando em causa a aderência desta fórmula à realidade.

Por outro lado, e face à fórmula proposta pelo ICP-ANACOM, a fórmula de Hamadas tem em conta um fator que o Grupo PT considera de toda a importância - o efeito do imposto na estrutura de capitais. Salienta-se que sendo este efeito tido em conta nas opções de investimento de qualquer investidor, deverá ser também repercutido no cálculo do beta associado a esse investimento (covariância entre a rentabilidade das ações de uma empresa e o mercado bolsista como um todo).

Relativamente às restantes características do *benchmarking* apresentado pelo ICP-ANACOM, o Grupo PT concorda que este seja suportado em observações mensais e para um período de 5 anos, de forma que incorpore os riscos inerentes à estrutura atual da empresa. Concorda também que seja utilizado o *adjusted Beta*.

e) Gearing

De todos os parâmetros da taxa de custo de capital, o Grupo PT considera que é no cálculo do *gearing* que se revela mais adequado o recurso a *benchmarking*, sendo sempre de salientar que este deve ser efetuado com as devidas precauções e ajustamentos, de forma que os resultados apurados sejam aderentes à realidade que se pretende determinar.

Relativamente aos dados do *gearing* das empresas comparáveis, o Grupo PT concorda que este seja suportado em valores que constam dos relatórios e contas, provenientes da *Bloomberg*, com séries históricas referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão.

f) Prémio de dívida

O cálculo da taxa de custo de capital decompõe-se essencialmente em duas partes: (i) taxa do custo do capital próprio e (ii) taxa do custo do capital alheio.

Enquanto a taxa do custo do capital próprio não se encontra evidenciada nas demonstrações financeiras da PTC, exigindo que se processe ao seu cálculo através dos parâmetros atrás referidos (taxa de juro sem risco, prémio de risco e beta), a taxa do custo do capital alheio encontra-se expressa nas demonstrações financeiras da PTC, através da relação entre os juros financeiros originados por empréstimos de médio e longo prazo e esses mesmos empréstimos.

Dado que a PTC se encontra integrada num grupo empresarial, cujo financiamento é maioritariamente assegurado ao nível da empresa-Mãe (PT SGPS), a taxa do custo do capital alheio da PTC é similar ao da PT SGPS, devendo ser esta a taxa a utilizar no apuramento da taxa de custo de capital da PTC.

A determinação desta taxa de uma qualquer outra forma originará uma taxa do custo de capital alheio teórica, que não representa o custo efetivamente incorrido pela empresa.

Não obstante o referido, sendo proposta do ICP-ANACOM proceder ao apuramento da taxa do custo de capital alheio com base na taxa de juro sem risco adicionada do prémio de dívida, o valor deste prémio de dívida deve referir-se ao prémio de risco da PT SGPS, retratando desta forma mais fidedignamente o custo efetivo da PTC, ao invés de ser apurado com base em *benchmarking*.

g) Taxa de imposto

Com princípio geral, é opinião do Grupo PT que a taxa de imposto a considerar deverá corresponder à taxa de imposto efetiva, dado ser a esta taxa que traduz o efetivo encargo fiscal a que a empresa é

sujeita. Em termos regulatórios, nomeadamente para apuramento dos custos no âmbito de um sistema de contabilidade analítica, este facto ganha um peso acrescido ao estarmos a lidar com um SCA suportado em custos históricos, ou seja, baseado em peças contabilísticas que refletem uma taxa efetiva de imposto, como é o caso na PTC.

Dada a existência de alguns impactos na taxa de imposto efetiva, resultantes de decisões estratégicas e financeiras (trespasses, alienações de ativos, etc.), que não devem ser refletidos ao nível do custo dos produtos e serviços, deverão ser realizados alguns ajustamentos ao cálculo da taxa de imposto efetiva, de forma que sejam expurgados tais impactos. No entanto, custos efetivos de exploração corrente e contabilisticamente reconhecidos, como algumas amortizações e determinadas naturezas de custo (ex: provisões não dedutíveis ou para além dos limites legais, que o fisco não aceita), deveriam ser incluídos no cálculo da taxa de imposto, constituindo um argumento adicional para o recurso à taxa de imposto efetiva em oposição à nominal.

No entanto, tendo por base o cálculo de uma taxa de custo de capital teórica, face à complexidade que o apuramento da taxa de imposto efetiva pode vir a revelar e dado ser expetável que a longo prazo a taxa de imposto efetiva tenda para a taxa de imposto nominal, o Grupo PT anui que seja esta a taxa a utilizar no cálculo da taxa de custo de capital da PTC, como proposto pelo ICP-ANACOM.

3.2. Base de remuneração da taxa de custo de capital

Num modelo global de custeio, o que se remunera é o capital investido (próprio e alheio) que suporta a operação dos negócios da empresa, dado que os investidores financiam globalmente a empresa e não bens ou componentes específicas do seu ativo. Esta visão é válida para o universo global das empresas e, portanto, também para os operadores de telecomunicações, tal como a Comissão Europeia claramente reflete no ponto 5.1 da Recomendação 98/322/CE:

"O custo do capital dos operadores deve refletir o custo de opção dos fundos investidos em componentes da rede e em outro ativo afim. Reflete, por norma, o seguinte:

- *o custo médio (ponderado) da dívida para as diferentes formas de dívida de cada operador,*
- *o custo do capital próprio medido pelas taxas de rendibilidade que os acionistas exigem para investirem na rede atendendo aos riscos associados, e*
- *os valores da dívida e do capital próprio."*

Ora, estes capitais permanentes postos à disposição da empresa cobrem as seguintes necessidades de financiamento:

- O investimento no seu aparelho produtivo e noutros bens/equipamentos afetos à sua atividade;

- Os investimentos financeiros;
- Outros ativos de médio e longo prazo (p.e. impostos diferidos);
- Necessidades permanentes de fundo de maneio (p.e., stocks de matérias primas e mercadorias ou insuficiência de cobertura pelo passivo de curto prazo dos restantes ativos da mesma natureza).

Não se pode assim inferir, como parece realizar o ICP-ANACOM nesta sua proposta, assim como na deliberação de 10/02/2010, que o capital investido (capital próprio + passivo de médio e longo prazo) se mede pelo somatório do imobilizado corpóreo, imobilizado incorpóreo e investimento financeiro.

De facto, para além das rubricas de imobilizado e de investimentos financeiros, o capital investido de qualquer empresa é também composto pela diferença existente entre o ativo e o passivo de curto prazo, ou seja, o Fundo de Maneio.

Salienta-se ainda que, sendo o sistema de contabilidade analítica da PTC valorizado a custos históricos, e reconciliado diretamente com as demonstrações de resultados oficiais da empresa, a única base de capitais aceitável deve ser a que resulta diretamente do balanço contabilístico, no que se refere aos capitais investidos (capital próprio + passivo de médio e longo prazo).

Podendo a não adoção de tal solução colocar em causa a não remuneração da totalidade do capital investido, o ICP-ANACOM admite que ao nível do SCA sejam considerados todos os custos financeiros cujos capitais não estejam considerados na base do custo de capital constituída pelas rubricas de imobilizado e de investimentos financeiros.

Tal artifício, que visa remunerar a totalidade do capital investido, padece de um erro crasso, uma vez que considera que a remuneração da diferença entre o capital investido e os ativos imobilizados e financeiros é realizada a uma taxa equivalente ao do capital alheio e não à taxa do custo de capital, o que penaliza a remuneração total do negócio, afetando a confiança entre os agentes do mercado (acionistas e financiadores) e o Estado.

4. Conclusão

Como já referido, o documento de consulta do ICP-ANACOM em análise traduz uma evolução positiva face às determinações anteriores sobre esta matéria.

No entanto, existem na opinião do Grupo PT ainda alguns aspetos passíveis de reformulação, com vista a que o custo de capital a apurar no âmbito do Sistema de Contabilidade Analítica da PTC traduza efetivamente o custo real do capital investido.

De forma que tal objetivo seja alcançado, resumem-se de seguida os aspetos que o Grupo PT considera ser mais relevante reformular:

- Análise dos parâmetros de cálculo da taxa de custo de capital de forma agregada e conjunta e para a sua totalidade, e não espartilhada, nomeadamente no que se refere à determinação da taxa de juro sem risco e do prémio de risco, de forma a que, conjuntamente, estes parâmetros traduzam um custo do capital próprio que reflita a remuneração efetiva esperada pelos acionistas, tendo em conta o em particular o enquadramento macroeconómico do país.
- Incorporação do efeito do imposto na estrutura de capitais no cálculo do parâmetro beta, através da utilização da fórmula de *Hamadas* para cálculo do beta do ativo.
- Utilização de uma taxa do custo do capital alheio que resulte do custo efetivo de financiamento da PTC, ao invés do recurso a *benchmarking*.
- Alteração da base de remuneração do custo de capital, de forma que esta seja apurada tendo em conta os capitais investidos e não apenas os ativos imobilizados e financeiros. Saliencia-se que a permissão dada pelo ICP-ANACOM de incluir no SCA os custos financeiros, cujos capitais não estejam representados na base de custos de capital constituída pelos ativos imobilizados e financeiros, não constitui alternativa plausível, face ao diferencial das taxas de remuneração consideradas.

Por fim realça-se a importância de se definir *a priori* um mecanismo de revisão do cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital, de forma que seja possível a sua atualização, caso se venha a verificar a não aplicabilidade de algumas das fontes de informação agora propostas, contribuindo desta forma para uma ainda transparência da metodologia agora proposta e para a previsibilidade regulatória.