

---

# Sentido Provável de Decisão

---

Revisão do cálculo da taxa de custo de capital  
da PT Comunicações, S.A. para 2011

## I. Enquadramento

O ICP-ANACOM, por Deliberação de 10/02/2010<sup>1</sup> (Decisão de fevereiro de 2010), definiu a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A. (PTC), aplicável ao triénio 2009-2011.

Nesta deliberação definiu-se a aplicação da taxa de custo de capital de 10,3% para o exercício de 2011, assim como o estabelecimento de um período de transição de três anos (2009-2011), por forma de possibilitar o ajustamento operacional à PTC, tendo em conta a alteração metodológica em causa (12,3% em 2009, 11,3% em 2010 e 10,3% em 2011). Tal ajustamento foi efetuado através de um *glith path*, no qual se estabelecia a redução linear de 1 p.p. do valor da taxa em cada exercício, tendo por base o valor de referência de 2008 (13,3%).

Por outro lado, encontrava-se igualmente previsto nesta deliberação, a revisão dos parâmetros da taxa de juro sem risco, prémio de risco de mercado e taxa de imposto, se no período em causa ocorresse algum evento de carácter extraordinário, que implicasse a alteração dos pressupostos inerentes ao cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC). Esta revisão, desde que devidamente justificada, poderia ser solicitada por iniciativa do ICP – ANACOM ou da PTC.

Conforme referido na Decisão de fevereiro de 2010, o mecanismo de revisão pode ser despoletado até ao final do primeiro trimestre do exercício posterior ao ano em causa.

A PTC, por carta 20185530, de 04 de Março de 2011, solicitou a revisão da taxa de custo de capital a utilizar em 2010, propondo o valor de 12,02% para esse exercício, baseando-se na alteração significativa de dois parâmetros associados à taxa de custo de capital: a taxa de juro sem risco e a taxa de imposto, tendo o ICP – ANACOM, por Deliberação de 26/08/2011<sup>2</sup> (Decisão de agosto de 2011), determinado que o custo de capital a aplicar à PTC para 2010 e 2011 fosse, respetivamente de 11,6% e 11%.

---

<sup>1</sup> <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1010799>

<sup>2</sup> [http://www.anacom.pt/streaming/decisao\\_final26agosto2011.pdf?contentId=1096054&field=ATTACHED\\_FILE](http://www.anacom.pt/streaming/decisao_final26agosto2011.pdf?contentId=1096054&field=ATTACHED_FILE)

Posteriormente, por carta de 20261418, de 29 de Fevereiro de 2012, a PTC, solicitou nova revisão da taxa de custo de capital para o exercício de 2011 (14,78%), alegando essencialmente a necessidade de revisão da taxa de juro sem risco, propondo para este parâmetro um valor de 7,82% face aos 4,8% anteriormente definidos. É ainda salientado pela PTC: (i) a relevância do rigoroso cumprimento dos prazos definidos; (ii) o horizonte temporal da decisão; e (iii) a simplicidade e transparência da metodologia aplicada.

## **II. Comentários gerais da PTC sobre a metodologia**

A PTC, sobre o horizonte temporal, refere que a definição da taxa de custo de capital calculada *de forma ex-ante* “*teve como objetivo propiciar um ambiente de menor incerteza regulatória*”. Acrescentando que a Decisão de fevereiro de 2010 resultou num “*determinismo regulatório exagerado, tendo como consequência a não repercussão, de forma adequada e atempada, das normais flutuações de mercado na taxa de custo de capital da PTC, no caso dos parâmetros fixos, e o desencadeamento de um processo administrativo que se revelou moroso e desproporcionado relativamente aos parâmetros passíveis de revisão. A abordagem do ICP-ANACOM criou as condições para que, por um lado, se verifiquem revisões abruptas da taxa de custo de capital, após o período a que respeita a deliberação do ICP-ANACOM e, por outro lado, se tenham que efetuar atualizações pontuais, sempre que ocorram situações extraordinárias que impactem de forma significativa os pressupostos considerados, tal como se verificou em todos os anos em que vigorou a deliberação do ICP-ANACOM (2009 a 2011).*”

No que se refere à taxa de custo de capital, a PTC refere que “*a incerteza regulatória em torno desta componente dos custos dos produtos regulados não pode ser eliminada por via administrativa e para períodos limitados no tempo (3 anos), tendo de ser endereçada uma metodologia que permita o alinhamento anual dos seus parâmetros com a evolução verificado no mercado, através de um conjunto de regras cuja implementação seja simples, transparente e acessível a todos.*”

Este operador salienta também que a determinação da taxa de custo de capital deverá refletir “*efetivamente as reais condições de mercado que se vão verificando a cada momento, sem que para tal tenha de existir, a cada ano, uma nova decisão específica*

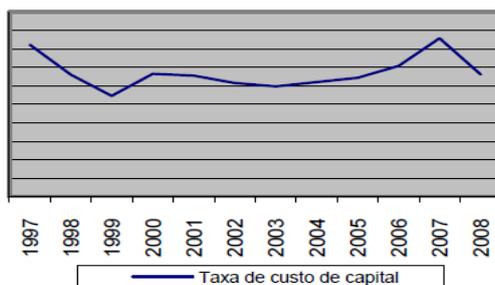
sobre o assunto, com tudo o que isso acarreta em termos de esforços de análise, preparação e participação no respetivo processo de consulta.”

A PTC salienta ainda que, considerando as condições macroeconómicas verificadas, outros parâmetros da taxa de custo de capital, como o prémio de risco, prémio da dívida, beta e *gearing*, deveriam igualmente ser passíveis de alterações. A justificação para esta alteração prende-se pelo facto dos parâmetros atrás enumerados terem sido calculados com base em dados de 2008, encontrando-se atualmente desatualizados. Contudo a PTC não sugere nenhuma alternativa de alteração de metodologia ou atualização de valores para estes parâmetros.

Por último, a PTC reitera a importância do “*rigoroso cumprimento dos prazos definidos, de forma a minimizar os impactos operacionais da sua implementação para todos os interlocutores*”, acrescentando que “*tendo a PTC solicitado a 4 de Março de 2011, a revisão da taxa de custo de capital, cumprindo desta forma o prazo estabelecido, o ICP-ANACOM, após processo de audiência às partes interessadas só veio a emitir a sua deliberação final sobre esta matéria a 26 de Agosto de 2011 (...)*”.

O ICP-ANACOM discorda da interpretação da PTC de que a atual metodologia de fixação da taxa de custo de capital favoreça a ocorrência de revisões abruptas da taxa de custo de capital. De facto, é facilmente constatável que a metodologia anteriormente seguida pela PTC resultava numa volatilidade significativa nas taxas apresentadas, não obstante o contexto macroeconómico então vivido ser significativamente mais estável e previsível do que o contexto macroeconómico vivido entre 2009 e 2011, situando-se estas taxas, entre 1997 e 2008, num intervalo compreendido entre 11% e 17% (*vide gráfico I e quadro 1*).

**Gráfico I – Evolução da taxa de custo de capital PTC 1997-2008**



Fonte: SCA PTC 1997-2008

**Quadro 1 – Desvios nas taxas de custo de capital da PTC**

|                                   | 1998   | 1999   | 2000  | 2001   | 2002   | 2003   | 2004  | 2005  | 2006  | 2007  | 2008   |
|-----------------------------------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Desvio face ao exercício anterior | -3,21% | -2,30% | 2,39% | -0,21% | -0,77% | -0,36% | 0,45% | 0,45% | 1,32% | 2,97% | -3,91% |

Fonte: Resultados SCA PTC 1997-2008

O ICP-ANACOM sublinha que com a Decisão de fevereiro de 2010 reduziu-se substancialmente a incerteza e volatilidade desta componente de custo (ver gráfico e tabela anteriores) sem contudo deixar de considerar o alinhamento anual dos principais parâmetros do custo de capital, como atesta o processo de revisão corrente. É assim entendimento desta Autoridade que, não obstante poder avaliar-se, em sede própria, a existência de instâncias de melhoria da metodologia definida, nomeadamente aquando da definição das regras de cálculo do custo de capital para o próximo período regulatório, a Decisão de fevereiro de 2010 representou, quando comparado com a prática até então seguida, uma efetiva melhoria processual.

Por fim, e não obstante o ICP – ANACOM concordar com a necessidade de agilização dos processos de decisão, importa referir que os dados subjacentes ao cálculo do parâmetro da taxa de juro sem risco (OT a 10 anos) que a PTC pretende ver atualizado, estão disponíveis desde o início de 2012, tendo a PTC solicitado esta revisão por carta, de 29 de Fevereiro de 2012.

### **III. Análise da taxa de custo de capital proposta pela PTC**

A PTC considera que estão reunidas as condições de acionamento do mecanismo de revisão dos parâmetros patente na Decisão de fevereiro de 2010. Em consequência da alteração significativa do contexto macroeconómico português, a PTC propõe alterar a taxa de juro sem risco, para o ano de 2011, para 7,82%, face aos 4,80% definidos na Decisão de agosto de 2011. Tal situação advém do facto da média das observações mensais dos últimos 2 anos (2010 e 2011) das OT a 10 anos, atingir o valor de 7,82%, passando a taxa de custo de capital para 14,78% (*vide* quadro 2).

## Quadro 2 – Custo de capital 2011 proposto pela PTC

| Parâmetros               | Decisão Anacom 2011(*) | Proposta da PTC para 2011 (**) |
|--------------------------|------------------------|--------------------------------|
| Taxa de juro sem risco   | 4,80%                  | 7,82%                          |
| Gearing                  | 36,20%                 | 36,20%                         |
| Taxa de imposto          | 29,00%                 | 29,00%                         |
| Beta                     | 0,85                   | 0,85                           |
| Prémio de Risco          | 5,86%                  | 5,86%                          |
| Prémio da dívida         | 1,23%                  | 1,23%                          |
| Custo de capital próprio | 9,78%                  | 12,80%                         |
| Pre-tax CMPC             | 10,97%                 | 14,78%                         |

(\*) valor médio 2009-2010

(\*\*) valor médio 2010-2011

Fonte: Cálculo PTC e ICP-ANACOM

A Decisão de 2010 estabelece que para o cálculo da taxa de juro sem risco deverão ser utilizadas as Obrigações do Tesouro (OT) a 10 anos, tendo a série por base observações mensais, com referência aos últimos dois anos.

A PTC procedeu à replicação dos valores das OT a 10 anos para os anos de 2010 e 2011, alcançando um valor de 7,82%, ou seja, uma alteração de 3,02 p.p. face ao valor médio apurado para os anos de 2009 e 2010 (4,80%).

**O ICP-ANACOM replicou os cálculos correspondentes à média das observações mensais dos últimos dois anos (2010 e 2011) e, tal como a PCT, obteve o valor de 7,82%.**

Nessa Decisão refere-se que a utilização das obrigações de dívida pública (ODP) referentes ao mercado doméstico era considerada, de modo geral, como uma boa *proxy* de ativos sem risco, sendo também uma prática comum e consensual nas práticas financeiras e regulatórias.

No entanto, o desenrolar da crise financeira internacional originou grande instabilidade nos mercados financeiros, nomeadamente ao nível da dívida soberana, levando a que a taxa de juro implícita das OT nacionais tenha revelado um comportamento atípico, o que na opinião desta Autoridade coloca em causa a razoabilidade de empregar as ODP nacionais, como aproximação ao indicador de taxa de juro sem risco.

De facto, a taxa de juro sem risco reflete a remuneração de ativos isentos de risco. Contudo, esta é uma taxa teórica, uma vez que não existem ativos financeiros completamente desprovidos de risco.

É também importante notar que Portugal está inserido numa zona monetária alargada, não devendo, nem podendo, o valor indicativo da taxa de juro sem risco diferir significativamente, ou contrariar, indicadores similares obtidos a partir de dados de outros países do mesmo espaço monetário.

A este respeito recorda-se que a Decisão de fevereiro de 2010 refere explicitamente que *“na eventualidade de no período considerado ocorrer alguma situação extraordinária e com impacto significativo na validade dos pressupostos considerados, os parâmetros agora definidos poderão ser objecto de revisão.”*

Concretamente no que se refere à taxa de juro sem risco, o ICP-ANACOM referiu explicitamente na decisão de fevereiro de 2010 que *“a escolha do mercado relevante deve recair sobre o mercado doméstico. Contudo, caso os títulos locais não apresentem emissões de base constante ou não possuam suficiente liquidez, quer a PwC, quer o IRG, são favoráveis à escolha de outro mercado”*.

Face ao exposto, e tendo em conta o contexto macroeconómico do país, que afetou de modo muito significativo a regularidade e liquidez das emissões de dívida pública de longo prazo<sup>3</sup>, o ICP-ANACOM discorda da interpretação da PTC no que respeita à manutenção da utilização das OT enquanto aproximação para a taxa de juro sem risco, não se verificando atualmente a validade do pressuposto de as OT serem consideradas uma boa *proxy* de indicador de ativo sem risco.

Neste sentido, e em alternativa, o ICP – ANACOM considera ser necessária uma abordagem distinta para o apuramento da taxa de juro sem risco baseada nas observações mensais das ODP, entre 2010 e 2011, dos diversos países considerados

---

<sup>3</sup> A informação disponível na página de internet do Instituto de Gestão da Tesouraria e do Crédito Público, I.P. indica que o último leilão de obrigações de tesouro de longo prazo ocorreu em janeiro de 2011 (<http://www.igcp.pt/gca/?id=80>).

no *benchmark* (incluindo Portugal) que esteve na origem desta deliberação<sup>4</sup> (vide quadro 3), e que pertençam ao mesmo espaço monetário, resultando num valor de 5,36% (vide anexo A).

Esta abordagem tem a vantagem de manter a consistência no apuramento de diversos parâmetros aferidos e, simultaneamente, refletir de algum modo o agravamento do contexto macroeconómico português, com consequências ao nível da taxa de juro sem risco.

**Quadro 3 – Cálculo da taxa de juro sem risco**

| Benchmark    | Médias das ODP a 10 anos (2010-2011) (*) |
|--------------|--|
| Bélgica      | 3,85%                                    |
| Espanha      | 4,85%                                    |
| França       | 3,22%                                    |
| Irlanda      | 7,67%                                    |
| Itália       | 4,73%                                    |
| Portugal     | 7,82%                                    |
| <b>Média</b> | <b>5,36%</b>                             |

(\*) Média das observações mensais das ODP dos países referidos, ao valor nominal, com o euro como moeda de transação

Fonte: Banco Central Europeu

Adicionalmente, e uma vez que o período regulatório no qual vigorou a presente abordagem à definição do custo de capital a considerar pela PTC para efeitos de custeio regulatório se encontra no seu término, o ICP-ANACOM salienta que uma nova decisão sobre este tema se encontra em preparação, visando o período 2012-2014 e refletindo de modo integrado as alterações de contexto ocorridas desde a adoção da decisão de fevereiro de 2010, sendo expectativa desta Autoridade poder disponibilizar brevemente novos elementos sobre este tema.

Tendo em consideração a alteração da taxa de juro sem risco, o ICP-ANACOM entende que o valor deste parâmetro deverá ser, para 2011, de 5,36%, mantendo inalterados os valores dos restantes parâmetros.

<sup>4</sup> Vide Quadro 3 da pág. 6, do relatório da PwC – “Assessment of the cost of capital analysis of Portugal Telecom Comunicações”, anexo à Decisão de fevereiro de 2010 – disponível na página de Internet do ICP-ANACOM.

Neste sentido, o ICP-ANACOM determina que a taxa de custo de capital para 2011, ponderando todas as condicionantes propostas anteriormente referida, seja 11,7% (*vide* quadro 4).

**Quadro 4 – Custo de capital 2011**

| <b>Parâmetros</b>        | <b>Decisão Anacom</b> | <b>OTS</b>    |
|--------------------------|-----------------------|---------------|
| Taxa de juro sem risco   | <b>4,80%</b>          | <b>5,36%</b>  |
| Gearing                  | 36,20%                | 36,20%        |
| Taxa de imposto          | <b>29,00%</b>         | <b>29,00%</b> |
| Beta                     | 0,85                  | 0,85          |
| Prémio de Risco          | 5,86%                 | 5,86%         |
| Prémio da dívida         | 1,23%                 | 1,23%         |
| Custo de capital próprio | 9,78%                 | 10,34%        |
| Pre-tax CMPC             | <b>10,97%</b>         | <b>11,68%</b> |

Fonte: Cálculo PTC e ICP-ANACOM

## Anexo A

Média das ODP dos países (Zona Euro) considerados com Precedentes Regulatórios na Decisão de Fevereiro de 2010

| Collection:    | Average of observations through period (A) |       |        |         |       |          |             |
|----------------|--|-------|--------|---------|-------|----------|-------------|
| Period\Unit:   | [Percent ]                                 |       |        |         |       |          |             |
|                | Belgium                                    | Spain | France | Ireland | Italy | Portugal |             |
| 2010Jan        | 3,75                                       | 3,99  | 3,52   | 4,83    | 4,08  | 4,17     |             |
| 2010Feb        | 3,73                                       | 3,98  | 3,50   | 4,73    | 4,05  | 4,56     |             |
| 2010Mar        | 3,63                                       | 3,83  | 3,44   | 4,53    | 3,95  | 4,31     |             |
| 2010Apr        | 3,54                                       | 3,90  | 3,40   | 4,76    | 4,00  | 4,78     |             |
| 2010May        | 3,31                                       | 4,08  | 3,08   | 4,86    | 3,99  | 5,02     |             |
| 2010Jun        | 3,47                                       | 4,56  | 3,07   | 5,31    | 4,10  | 5,54     |             |
| 2010Jul        | 3,29                                       | 4,43  | 2,99   | 5,32    | 4,03  | 5,49     |             |
| 2010Aug        | 3,03                                       | 4,04  | 2,68   | 5,30    | 3,80  | 5,31     |             |
| 2010Sep        | 3,12                                       | 4,09  | 2,68   | 6,14    | 3,86  | 6,08     |             |
| 2010Oct        | 3,21                                       | 4,04  | 2,72   | 6,42    | 3,80  | 6,05     |             |
| 2010Nov        | 3,48                                       | 4,69  | 3,00   | 8,22    | 4,18  | 6,91     |             |
| 2010Dec        | 3,99                                       | 5,38  | 3,34   | 8,45    | 4,60  | 6,53     |             |
| 2011Jan        | 4,14                                       | 5,38  | 3,44   | 8,75    | 4,73  | 6,95     |             |
| 2011Feb        | 4,21                                       | 5,26  | 3,60   | 9,10    | 4,74  | 7,34     |             |
| 2011Mar        | 4,21                                       | 5,25  | 3,61   | 9,67    | 4,88  | 7,80     |             |
| 2011Apr        | 4,29                                       | 5,33  | 3,69   | 9,79    | 4,84  | 9,19     |             |
| 2011May        | 4,21                                       | 5,32  | 3,49   | 10,64   | 4,76  | 9,63     |             |
| 2011Jun        | 4,14                                       | 5,48  | 3,43   | 11,43   | 4,82  | 10,87    |             |
| 2011Jul        | 4,22                                       | 5,83  | 3,40   | 12,45   | 5,46  | 12,15    |             |
| 2011Aug        | 4,11                                       | 5,25  | 2,98   | 9,57    | 5,27  | 10,93    |             |
| 2011Sep        | 3,88                                       | 5,20  | 2,64   | 8,51    | 5,75  | 11,34    |             |
| 2011Oct        | 4,20                                       | 5,26  | 2,99   | 8,10    | 5,97  | 11,72    |             |
| 2011Nov        | 4,84                                       | 6,20  | 3,41   | 8,51    | 7,06  | 11,89    |             |
| 2011Dec        | 4,35                                       | 5,53  | 3,16   | 8,70    | 6,81  | 13,08    |             |
| <b>Average</b> | 3,85                                       | 4,85  | 3,22   | 7,67    | 4,73  | 7,82     | <b>5,36</b> |

Fonte: Banco Central Europeu e cálculo ICP-ANACOM

**Dataset name:** Interest rate statistics (2004 EU Member States & ACCBs);

**BS counterpart sector:** Unspecified counterpart sector

**Interest rate type:** Long-term interest rate for convergence purposes

**Currency of transaction:** Euro

**Frequency:** Monthly;

**Transaction type:** Debt security issued;

**Maturity category:** 10 years