



ANEXO

**Pronúncia dos CTT ao Sentido Provável de Decisão sobre a taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018**

06 março de 2019



Índice

1. Introdução	3
2. Comentários ao SPD	3
2.1. Cabaz de empresas comparáveis	3
2.2. Custo do capital próprio (K_e)	3
2.2.1. Taxa de juro sem risco	3
2.2.2. Beta (β)	4
2.2.3. Prémio de risco	5
2.3. Custo do capital alheio (K_d)	6
2.3.1. Prémio de dívida	6
2.3.2. Taxa de imposto	6
2.3.3. Gearing	6
2.4. Base de remuneração do custo de capital	7
3. Considerações finais	8



1. Introdução

Notificados de deliberação do Conselho de Administração da ANACOM de 31.01.2019, que aprovou o Sentido Provável de Decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (CTT), aplicável ao exercício de 2018 (doravante “SPD”), recebido a 06.02.2019, vêm os CTT apresentar a sua pronúncia, nos termos e para os efeitos previstos nos artigos 121.º e 122.º do Código do Procedimento Administrativo.

O presente SPD visa aplicar a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, definida na deliberação da ANACOM de 02.11.2017, que assenta na fórmula antes de imposto (*pre-tax*) do custo médio ponderado de capital (CMPC), baseando-se no modelo de capital *asset pricing model* (CAPM) para calcular o custo dos capitais próprios.

2. Comentários ao SPD

Apresentam-se seguidamente os comentários dos CTT ao cálculo dos diversos parâmetros considerados, seguindo a mesma ordem apresentada no SPD.

2.1. Cabaz de empresas comparáveis

Apesar de os CTT não terem objeções no que diz respeito às empresas constituintes do cabaz de empresas comparáveis, merece-nos reserva a utilização dos valores de *gearing* da PostNL dos anos 2013, 2014 e 2015 na estimativa do *gearing* ótimo dos CTT, como detalhado adiante em capítulo próprio.

2.2. Custo do capital próprio (K_e)

2.2.1. Taxa de juro sem risco

Os CTT reiteram que o cálculo deste parâmetro devem ser suficientemente robusto, de modo que os choques periódicos nas taxas de juros não alterem significativamente o cálculo do custo de capital. Sugere-se assim que a taxa de juro sem risco seja calculada com dados históricos das taxas implícitas das Obrigações de Dívida Pública portuguesas, com maturidade a 10 anos, incluindo as observações mensais dos 5 anos transatos, ou seja, com igual período temporal ao utilizado no cálculo do fator Beta e do *gearing*.



Com esta ressalva, o valor apurado de 3,11%, de acordo com a metodologia utilizada não suscita comentários adicionais.

2.2.2. Beta (β)

Em primeiro lugar, é de referir que os modelos de negócios das empresas comparáveis e sua respetiva participação na receita total diferem muito de empresa para empresa, sendo que essas diferenças irão influenciar a estimativa do Beta, bem como o prémio de risco de mercado apresentado pela ANACOM.

Assim, é importante ter em conta que o coeficiente Beta para os CTT é uma medida da volatilidade do retorno de um investimento em relação ao retorno do mercado como um todo. Na fórmula do CAPM, o coeficiente Beta mede o grau ao qual a ação dos CTT está exposta às flutuações do mercado, ou seja, o Beta capta a exposição aos riscos sistemáticos. Ao adicionar diversas empresas comparáveis para a estimativa do beta, o cálculo da taxa de custo de capital não reflete inteiramente os riscos sistemáticos dos CTT, que são uma componente chave na avaliação do custo de capital.

Por outro lado, o CAPM deve ser aplicado com cautela em setores regulados. Isto deve-se ao facto de que os coeficientes Beta de empresas reguladas estarem subvalorizados, porque o Beta real baseia-se em retornos, os quais são limitados pela regulação.

Acresce que estimativas de beta com base em retornos regulados estão sujeitos a um problema de endogeneidade. Isto é devido a uma subvalorização da taxa de retorno, que, por um lado, define o retorno permitido para o próximo período regulatório e, por outro lado, também será aplicado para as futuras estimativas do fator beta e da taxa de retorno. Verifica-se assim um risco significativo de que a metodologia constante no SPD aumente o problema de endogeneidade ao incluir apenas empresas reguladas no cabaz de empresas comparáveis.

Face ao exposto, por forma a reduzir possíveis distorções resultantes da metodologia utilizada, sugere-se como alternativa à abordagem atual de determinação do Beta a aplicação de uma ponderação de 50% ao Beta dos CTT e de uma ponderação de 50% ao Beta do grupo das restantes empresas. Atualizando a metodologia, e considerando também o ajuste efetuado no *gearing* ótimo (descrito em capítulo seguinte), o valor de Beta deveria ser de 7,96%.



2.2.3. Prémio de risco

Os CTT consideram que com a abordagem seguida pela ANACOM existe uma grande probabilidade que o prémio de risco do mercado, neste caso, o português, esteja subestimado, nomeadamente devido a uma das novas medidas incorporadas no cálculo (DMS) que apresenta estimativas muito inferiores (cerca de 4 p.p.) às apresentadas pelas bases de dados de Damodaran e os estudos de Pablo Fernandez.

Por outro lado, a medida de prémio de risco de mercado de Damodaran é mais credível do que as outras duas medidas adicionadas pela ANACOM, sendo a mesma a referência mais amplamente usada para estimar o prémio de risco de mercado. Na verdade, a medida Damodaran é usada como referência duas vezes mais do que as de Fernandez e DMS juntos¹, tanto por académicos como outros analistas².

Relativamente à base de dados DMS, o facto de os valores relativos a Portugal não serem públicos, condiciona adicionalmente a utilização deste indicador.

Face ao exposto, os CTT reiteram que este parâmetro fica subestimado com a aplicação da metodologia proposta, devendo ser calculado com base na estimativa proveniente apenas da base de dados de Damodaran, que é a mais testada e mais credível, resultando num prémio de risco de 7,96% para 2018.

¹ Fernandez, Aguirreamalloa, Acin (2015): "Required Market Risk Premium among countries in 2012", tabela 5b, página 50. De acordo com este estudo, as estimativas Fernandez e DMS são utilizadas cerca de 20% e 15%, respetivamente neste grupo.

² Idem.



2.3. Custo do capital alheio (K_d)

2.3.1. Prémio de dívida

A aplicação da metodologia definida pela ANACOM considera os dados da Bloomberg (BFV EUR Industrial BBB-, *daily observations*) referente aos dois anos anteriores ao exercício a que respeita a decisão, pelo que o valor apurado de 1,522% para o prémio da dívida não suscita comentários.

2.3.2. Taxa de imposto

Relativamente ao apuramento da componente taxa de derrama estadual, a informação apresentada no SPD não permite reproduzir a sua fórmula de cálculo, pelo que seria importante que o Quadro 6 da página 16 do SPD refletisse de forma mais clara e detalhada o cálculo desta componente da taxa de imposto.

Adicionalmente, por a metodologia se basear num cálculo *ex-ante* da taxa de imposto, os CTT reiteram que, por se desconhecer o valor real, e estando o maior valor do lucro tributável no último escalão, deveria ser utilizado o valor nominal da taxa de derrama estadual máxima de 9,0%.

2.3.3. Gearing

Sem prejuízo de se considerar o cabaz de empresas comparáveis, no caso específico da PostNL, devido ao facto do seu *gearing* apresentar valores atípicos nos anos 2013, 2014 e 2015, considerados como indesejáveis pela própria empresa, entendem os CTT que os mesmos não deveriam ser utilizados na obtenção de um *gearing* ótimo para os CTT.

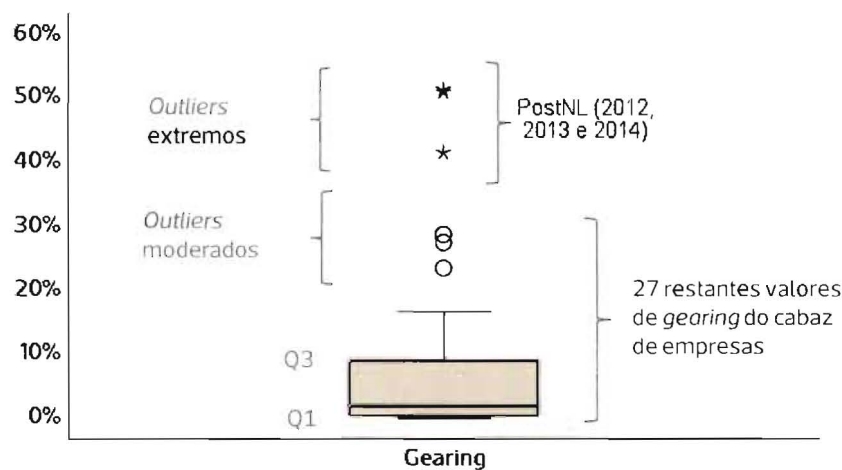
Com efeito, a existência de valores de *gearing* extremos e indesejáveis por parte da PostNL nos anos 2013, 2014 e 2015 é sugerida pela intenção da PostNL de redução da sua dívida (efetuada nos anos seguintes de 2016 e 2017), conforme indicado nas suas apresentações ao mercado³.

³ https://www.postnl.nl/en/Images/transcript-PostNL-Strategy-Update-2015_tcm9-70297.pdf, pág. 48; https://www.postnl.nl/en/Images/Q4%20FY-2016-and-capital-market-day-presentation_tcm9-91061.pdf?version=2, pág. 60; https://www.postnl.nl/en/Images/strategy-update-presentation_tcm9-70064.pdf, pág. 56



Complementarmente, recorrendo-se à análise interquartil e ao método proposto por Hoaglin, Iglewicz, and Tukey (1986) para determinação do número de *outliers*, confirmou-se que os *gearings* de 50,88%, 51,27% e 41,54% apresentados pela PostNL nos anos de 2013, 2014 e 2015, respetivamente, são classificados como extremos por serem superiores a 3 intervalos interquartil (IIR), conforme detalhado no gráfico de caixa de bigodes (*boxplot*) seguinte.

Gráfico 1 - Caixa de bigodes com os 30 valores de *gearings* anuais das 6 empresas comparáveis utilizadas no *benchmark*, entre 2013 e 2017



Legenda: Q: Quartil; Limite inferior da caixa: Q1; Limite superior da caixa: Q3; IIR (Intervalo Interquartil): $Q3 - Q1$; *Outliers moderados*: superiores a $Q3 + 1,5 \times IIR$; *Outliers extremos*: superiores a $Q3 + 3 \times IIR$.

Face ao exposto, os CTT entendem que é inapropriado incorporar valores de dívida (e consequente *gearing*) considerados como indesejáveis pela própria PostNL no apuramento de um valor de *gearing* ótimo. Seguindo a metodologia ANACOM e removendo os referidos valores de *gearing* de 2013, 2014 e 2015, classificados como *outliers* extremos, os CTT apuram um valor ótimo de *gearing* de 7,86%.

2.4. Base de remuneração do custo de capital

Neste domínio os CTT entendem como adequada a metodologia definida, que estabelece que a base de remuneração a utilizar no cálculo do custo de capital deve corresponder ao ativo não corrente, nomeadamente as rubricas de ativos tangíveis e ativos intangíveis afetos à atividade operacional dos CTT, excluindo-se os ativos detidos para venda.



3. Considerações finais

Em sùmula, os CTT apresentam de seguida os pontos do SPD sobre os quais têm reservas e sugerem alterações:

- i) A taxa de juro sem risco a utilizar no custo de capital dos CTT deverá basear-se na média de um histórico de 5 anos, em vez da média de 2 anos;
- ii) Na estimativa do coeficiente Beta dos CTT, por forma a reduzir possíveis distorções resultantes da metodologia utilizada, sugere-se a aplicação de um peso relativo de 50% ao Beta dos CTT e de um peso relativo de 50% ao Beta do grupo constituído pelas restantes empresas consideradas comparáveis;
- iii) A estimativa do prémio de risco dos CTT deve basear-se no prémio de risco do *Damodaran* em detrimento do Credit Suisse / DMS e Pablo Fernandez;
- iv) Na estimativa da taxa de imposto deve ser utilizado o valor nominal da taxa de derrama estadual máxima de 9,0%;
- v) Observações extremas (*outliers*) de *gearing* da PostNL dos anos 2013, 2014 e 2015 não devem ser tidos em consideração no apuramento do *gearing* ótimo dos CTT por serem valores extremos e considerados como indesejáveis pela própria PostNL.