



Exmo. Senhor  
Prof. Doutor João Confraria  
Conselho de Administração do ICP-  
ANACOM  
Av. José Malhoa, 12  
1099-017 Lisboa

20285903 26 JUN. 2012

**Assunto: Resposta ao sentido provável de decisão relativo à "Revisão do cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A., para 2011"**

Exmo. Senhor,

*Prof. Doutor Confraria*

Na sequência do ofício do ICP-ANACOM com a ref.<sup>a</sup> ANACOM-S035074/2012, de 14 de Maio, sobre o sentido provável de decisão relativo à "Revisão do cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A., para 2011", o Grupo PT vem, pela presente, apresentar a sua pronúncia (documento em anexo).

Conforme solicitado pelo ICP-ANACOM no referido ofício, a PT informa ainda que este documento não contém elementos que se revistam de carácter confidencial e que uma cópia em formato eletrónico será também enviada, nesta data, para o endereço [consulta.ccapital@anacom.pt](mailto:consulta.ccapital@anacom.pt).

Com os melhores cumprimentos,

*ds*

*resposta*

**ALFREDO BAPTISTA**  
Administrador

Anexo: Comentários do Grupo PT ao SPD sobre a revisão do cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A., para 2011

## Conselho de Administração

Portugal Telecom, SGPS, S.A.

Av. Fontes Pereira de Melo, 40 1069-300 Lisboa - Portugal  
Tel (+351) 21 500 2000 Fax (+351) 21 356 2624

[www.telecom.pt](http://www.telecom.pt)





## Comentários do Grupo PT

*AO SENTIDO PROVÁVEL DE DECISÃO SOBRE A REVISÃO DO CÁLCULO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL DA PT  
COMUNICAÇÕES PARA 2011*

7



## Consulta Pública sobre a revisão do cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações (PTC), para 2011.

### 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 Revisão do Cálculo da Taxa de Custo de Capital da PT Comunicações para 2011” (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 à análise efetuada pelo ICP-ANACOM no documento desta consulta pública, nomeadamente nos seus pontos I – Enquadramento e II – Considerações Gerais da PTC sobre a Metodologia, (ii) “Revisão do Cálculo da Taxa de Custo de Capital”, onde é realizada uma análise geral e detalhada da proposta do ICP-ANACOM referente à revisão do cálculo da taxa de custo de capital, colocada no documento de consulta, e (iii) Conclusões.

### 2. Considerações Gerais

Como já diversas vezes referido, o Grupo PT entende que a deliberação do ICP-ANACOM de 10/02/2010 não define qualquer nova metodologia para apuramento da taxa de custo de capital da PTC, procedendo apenas à reformulação do cálculo dos diversos parâmetros que contribuem para o cálculo da referida taxa de custo de capital.

Também, como já reiterado por diversas ocasiões, o Grupo PT entende que o cálculo proposto e implementado para os diversos parâmetros incorpora um conjunto de deficiências, as quais, já diversas vezes explanadas, se resumem da seguinte forma:

#### 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 deliberada a 10/02/2010 face à base contabilística em que se suporta um modelo de custos históricos.

b) Utilização de benchmarkings não comparáveis

De forma a acautelar os riscos inerentes à utilização de benchmarkings, estes devem ser efetuados com base em 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).

A utilização de benchmarkings de precedentes regulatórios, deve ter em consideração o enquadramento e a metodologia de valorização dos custos implementada nos respetivos modelos de custeio.

No entanto, na deliberação de fevereiro de 2010 sobre o custo de capital da PTC, o ICP-ANACOM não seguiu 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.

c) Complexidade no cálculo dos parâmetros com utilização de diversas fontes de informação

O ICP-ANACOM utiliza uma base demasiado alargada de fontes de informação e de critérios de recolha dos dados, para apuramento de alguns parâmetros da taxa de custo de capital, os quais se revelam incoerentes quando utilizados conjuntamente, tanto ao nível da sua aplicação como do seu peso relativo.

Esta metodologia torna complexo o recálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital, com prejuízo direto na transparência que o processo deveria ter, assim como na atualização dos referidos parâmetros. Acresce que alguns desses parâmetros foram obtidos em estudos efetuados pontualmente, não sendo credível que esses valores mantenham a atualidade pretendida para o apuramento dos parâmetros da taxa de custo de capital, dado terem sido calculados há 3 ou 4 anos atrás. Esta questão torna-se ainda mais premente face ao atual enquadramento macroeconómico.

#### d) Horizonte temporal desajustado

A definição dos parâmetros por um período alargado de tempo não reflete, obviamente, a evolução do mercado e do enquadramento macroeconómico e empresarial ao longo de cada um dos exercícios abrangidos pela deliberação do ICP-ANACOM, tanto mais que uma parte dos valores foram apurados através de benchmarkings efetuados para o ano de 2008 e que irão vigorar até 2011, ou seja, com um desfasamento temporal de 4 anos.

Assegurar uma maior certeza regulatória não deve passar por determinar efetivamente qual a taxa de custo de capital, mas sim as regras para o seu cálculo.

O Grupo PT não coloca em causa que a metodologia de cálculo da taxa de custo capital implementada anteriormente ao ano de 2009 (aprovada e certificada pelo ICP-ANACOM em diversos relatórios de auditoria ao sistema de contabilidade analítica da PTC e respetivas declarações de conformidade) originasse alguma volatilidade dos valores dessa taxa. No entanto, é parecer do Grupo PT que o ICP-ANACOM deveria, na sua deliberação de fevereiro de 2010, ter definido as regras de cálculo dos diversos parâmetros que, por um lado pudessem evitar parte da volatilidade anteriormente ocorrida e que, por outro, permitissem a atualização e cálculo desses parâmetros para cada um dos exercícios, mantendo-os em linha com a evolução do mercado e do enquadramento macroeconómico, empresarial e tecnológico, facto que não ocorreu e para o qual a PTC alertou diversas vezes, quer durante a consecução do estudo que deu origem à referida deliberação, quer ao longo do período que se seguiu à sua adoção.

Finalmente, o Grupo PT não pode deixar de comentar a referência efetuada pelo ICP-ANACOM de que os dados subjacentes ao cálculo do parâmetro da taxa de juro sem risco (OT a 10 anos), que a PTC pretende agora ver atualizado, estarem disponíveis desde o início do ano de 2012, tendo a PTC apenas solicitado essa revisão em 29 de Fevereiro de 2012, sugerindo, com tal referência, que a PTC não tem contribuído para que os processos de decisão sejam agilizados e efetuados em tempo útil.

Sobre esta questão convém lembrar que na deliberação do ICP-ANACOM de 10/02/2010 vem expressamente referido que *“o mecanismo de revisão pode ser despoletado até ao final do primeiro trimestre do exercício subsequente ao ano em questão, devendo os efeitos de quaisquer ajustamentos apurados ser repercutidos no exercício respetivo, antes da apresentação dos resultados anuais do SCA.”*

Tendo o ICP-ANACOM conhecimento dos prazos em que os resultados anuais do SCA devem ser apresentados (30 de Junho do ano seguinte), o estabelecimento, na deliberação de 10/02/2010, de que os efeitos de quaisquer ajustamentos apurados no cálculo da taxa de custo de capital devem ser repercutidos no exercício respetivo, antes da apresentação dos resultados anuais do SCA, pressupõe que o ICP-ANACOM



considerou razoável o prazo máximo de 2 meses para deliberar sobre a revisão dos parâmetros da taxa de custo de capital, dado tratar-se de um dado essencial para a prévia modelização do sistema de custeio.

Ora, a PTC solicitou a revisão dos parâmetros da taxa de custo capital, a aplicar no apuramento dos resultados do SCA de 2011, a 29 de Fevereiro de 2012, ou seja antecipando em 1 mês o prazo limite estipulado pelo próprio ICP-ANACOM, não lhe podendo ser imputável qualquer atraso numa decisão final atempada sobre esta matéria.

O que se verifica, no entanto, é que o ICP-ANACOM tem vindo a despender nestes processos de revisão um período superior a 3 meses, inviabilizando o cumprimento dos prazos de conclusão do apuramento dos resultados do modelo de custeio e induzindo, assim, ineficiências neste processo.

Ainda sobre este aspeto, a Grupo PT acredita que a atualização dos parâmetros da taxa de custos de capital é do interesse, não só da PTC, como de todos os agentes do mercado, nomeadamente e principalmente do ICP-ANACOM. Aliás, é a deliberação de fevereiro de 2010 que refere que a revisão "*pode ser despoletada por iniciativa do ICP-ANACOM ou da PTC.*"

Sendo do conhecimento geral que as taxas de juro das OT a 10 anos emitidas pelo Estado Português alteraram significativamente o seu valor durante o ano de 2011, e tendo o ICP-ANACOM conhecimento de que estes valores estavam disponíveis para consulta a partir do início deste ano, não é totalmente perceptível o eventual constrangimento provocado pelo pedido de revisão da PTC ter ocorrido apenas a 29 de Fevereiro.

Assim, o Grupo PT reitera que qualquer incumprimento de prazos que se venha a verificar é da inteira responsabilidade do ICP-ANACOM, não podendo esta empresa ser onerada pelo prolongamento no tempo dos processos de decisão do ICP-ANACOM, a que é totalmente alheia.

### **3. Revisão do Cálculo da Taxa de Custo de Capital**

Tendo em consideração a metodologia de cálculo estabelecida pelo ICP-ANACOM para cada um dos parâmetros da taxa de custo de capital, o mecanismo de revisão de alguns desses parâmetros (taxa de juro sem risco, taxa de imposto e prémio de risco), previsto na sua deliberação de 10/02/2010 e a solicitação de revisão efetuada pela PTC para 2011 (carta de 29 de Fevereiro de 2012), o Grupo PT realiza nesta secção uma análise da proposta do ICP-ANACOM contemplada no documento de consulta.



a) Taxa de juro sem risco

Seguindo os pressupostos de cálculo determinados pelo ICP-ANACOM (valor médio da taxa das Obrigações de Tesouro a 10 anos verificado nos últimos dois anos – 2010 e 2011) a taxa de juro sem risco a aplicar no cálculo da taxa de custo de capital para 2011 ascende a 7,82%, tendo o ICP-ANACOM apurado valor igual ao proposto pela PTC.

No entanto, o ICP-ANACOM, perante o desenrolar da crise financeira internacional e consequentemente do contexto macroeconómico que atualmente o país vive, que originou um comportamento atípico das taxas de juro das OT a 10 anos emitidas pelo Estado Português, considera que estas taxas já não refletem a remuneração associada a um ativo sem risco, não se verificando assim a validade do pressuposto de serem consideradas uma boa proxy para este indicador.

Alternativamente, o ICP-ANACOM propõe, como abordagem distinta para apuramento da taxa de juro sem risco, considerar as observações mensais das ODP, entre 2010 e 2011, dos diversos países considerados no benchmarking utilizado para cálculo de diversos parâmetros da taxa de custo de capital.

O Grupo PT concorda com o ICP-ANACOM no que respeita a considerar que os valores mais recentes das taxas de juro das OT não traduzem a remuneração associada a um ativo sem risco, dado que perante um assumido cenário de possível incumprimento do próprio Estado elas passaram a incorporar um elevado risco do país.

No entanto, se tal facto é verdade hoje, também o era quando da deliberação do ICP-ANACOM de 10/02/2010, uma vez que o risco do país está, por definição, incorporado na taxa de juro das OT e também nas taxas das ODP dos diversos países utilizados no benchmarking pelo ICP-ANACOM.

Convém ter presente que as alterações macroeconómicas não provocaram unicamente uma variação na taxa de juro das OT, tendo tido também consequências ao nível da evolução das restantes variáveis macroeconómicas e consequentemente nas variáveis relacionadas com a própria empresa e utilizadas no cálculo da taxa de custo de capital.

Como prova do referido, constata-se que as alterações ocorridas na taxa de juro das OT, durante o ano de 2011, não foram, obviamente, traduzidas num aumento de igual valor da taxa de remuneração do mercado. Com efeito, ocorreram também variações em outros parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente no prémio de risco e no beta, sendo o impacto na taxa de custo de capital o cômputo da evolução de cada um dos parâmetros inerente ao seu cálculo.



Esta interdependência entre as diversas variáveis pode ser testemunhada através dos valores abaixo expressos referente à taxa de juro sem risco, apurada de acordo com a determinação do ICP-ANACOM, e os valores constantes na Bloomberg Finance, à data de 31 de Dezembro, referentes aos prémio de risco e ao beta da PT SGPS, para os anos de 2009, 2010 e 2011.

|                         | <b>2009</b> | <b>2010</b> | <b>2011</b> |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Taxa de juro sem risco  | 4,37%       | 4,80%       | 7,82%       |
| Prémio de risco         | 7,511%      | 5,070%      | 1,636%      |
| Adjusted Beta (PT SGPS) | 1,071       | 1,049       | 0,956       |

Como é perceptível, à medida que se verifica um aumento da taxa de juro sem risco, ocorre uma diminuição significativa do prémio de risco e do beta da PT SGPS.

A aplicação dos valores acima referenciados, mantendo os restantes parâmetros de acordo com o determinado pelo ICP-ANACOM, traduzir-se-ia na seguinte evolução da taxa de custo de capital:

|   | <b>2009</b>   | <b>2010</b>   | <b>2011</b>   |
|---|---------------|---------------|---------------|
| Taxa de juro sem risco                    | 4,37%         | 4,80%         | 7,82%         |
| Prémio de dívida                          | 1,23%         | 1,23%         | 1,23%         |
| Beta                                      | 1,07          | 1,05          | 0,96          |
| Prémio de risco                           | 7,51%         | 5,07%         | 1,64%         |
| Gearing                                   | 36,20%        | 36,20%        | 36,20%        |
| Taxa de imposto                           | 29,00%        | 29,00%        | 29,00%        |
| Custo de capital próprio                  | 12,41%        | 10,12%        | 9,38%         |
| <b>Taxa de custo de capital (pré-tax)</b> | <b>13,18%</b> | <b>11,28%</b> | <b>11,71%</b> |

Como se pode constatar a evolução desta taxa de custo de capital assume um comportamento mais estável e provavelmente mais em linha com a rentabilidade esperada do mercado.

No entanto, o suporte a tal evolução decorre de uma revisão anual das variáveis macroeconómicas e das relacionadas com a empresa, constituindo tal procedimento uma violação da deliberação do ICP-ANACOM de 10/02/2010.

Com efeito, nesta deliberação o ICP-ANACOM determina que os parâmetros relacionados com a própria empresa, nomeadamente o beta, o gearing e o prémio de dívida não são passíveis de recurso no decurso do triénio 2009-2011.

Quanto ao Prémio de Risco e podendo este parâmetro ser sujeito a revisão no decurso do triénio 2009-2011, o Grupo PT não tem acesso (conforme já explicado em comunicações anteriores), no decorrer da sua

atividade normal, à informação que lhe permite calcular o prémio de risco de acordo com a metodologia definida pelo ICP-ANACOM. Além disso, mesmo que tivesse acesso a todos os dados disponíveis, a atualização deste parâmetro não seria possível, dado que alguns dos valores utilizados para o seu cálculo não sofreram qualquer atualização, uma vez que se baseiam em estudos pontuais, realizados em 2008.

Estes constrangimentos explicam, aliás, o facto do pedido de revisão da taxa de custo de capital da PTC, efetuado a 29 de Fevereiro de 2012, contemplar apenas a revisão da taxa de juro sem risco.

O quadro anterior evidencia três aspetos fundamentais:

- Embora conduzindo a valores finais semelhantes, o método utilizado pela PTC é mais simples e transparente, dado que os dados utilizados são atuais e de fácil revisão, evidenciando os méritos de uma metodologia que não cristaliza o valor de alguns parâmetros.
- A variação verificada em 3 dos parâmetros reflete a existência de interdependência entre estes fatores, que o processo criado pela ANACOM não permite incorporar porque os trata de forma autónoma: o beta não é passível de revisão; o prémio de risco, embora passível de atualização, não pode na prática ser revisto dada a complexidade da construção elaborada pelo ICP-ANACOM; e apenas a taxa de juro sem risco pode ser atualizada com facilidade. Esta situação mostra como a metodologia criada com a deliberação de fevereiro de 2010 é incoerente na articulação entre as diversas variáveis envolvidas e não cuidou da sua sustentabilidade, tal a dificuldade em proceder a uma revisão fundamentada, razões pelas quais o Grupo PT não pode concordar com a afirmação do ICP-ANAOM de que ocorreu uma significativa melhoria neste processo.
- Confrontado com o aumento da taxa de custo de capital que resulta da aplicação da metodologia que definiu e com a impossibilidade de rever 2 dos parâmetros, embora por razões diferentes, o ICP-ANACOM extravasa o mecanismo de revisão definido na deliberação de fevereiro de 2010, promovendo uma alteração da forma de cálculo do parâmetro taxa de juro sem risco que justifica com a iliquidez do mercado doméstico de ODP, questão vagamente prevista na referida deliberação a propósito da definição deste parâmetro e não no âmbito do mecanismo de revisão da taxa de custo de capital. Este tipo de atuação, ao contrário do que são os objetivos do ICP-ANACOM, não contribui nada para a transparência, agilidade e previsibilidade regulatória, correndo-se o risco de para o próximo exercício, com o aumento das taxas verificadas em diversos países, assistirmos a uma nova formulação para o cálculo da taxa de juro sem risco, caso a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital não venha a ser devidamente alterada.

O Grupo PT gostaria de voltar a salientar que esta desadequação da metodologia proposta pelo ICP-ANACOM à realidade económica e empresarial, resulta essencialmente de dois aspetos:

- O determinismo com que o ICP-ANACOM definiu os parâmetros da taxa de custo de capital da PTC, estabelecendo valores para um determinado período de tempo ao invés de regras de cálculo atualizáveis



em cada um dos exercícios, no que a PT entende ter sido um caso de incorreta e gorada concretização do objetivo de assegurar previsibilidade e estabilidade regulatória;

- A utilização de benchmarking para o cálculo de diversos parâmetros, os quais não foram realizados com base em dados diretamente comparáveis com a realidade operacional, económica e financeira da PTC, assim como não tiveram em consideração o tipo de modelo de custeio implementado.

As consequências destas decisões do ICP-ANACOM são conhecidas: apesar de se ter determinado o valor da taxa de custo de capital a aplicar pela PTC nos anos de 2009, 2010 e 2011, as condições macroeconómicas que se verificaram deram origem a pedidos, por parte da PTC, de revisão da taxa para 2010 e 2011, que levaram o Regulador a despender esforços na análise, preparação e lançamento das consultas públicas, o que por sua vez convocou o Grupo PT e os restantes interessados a novos esforços de análise e preparação das respetivas respostas para que, por fim, o ICP-ANACOM venha a deliberar decisões finais sobre a matéria depois de tomar em devida conta os contributos recebidos.

Ora, como a PT tem repetidamente transmitido ao ICP-ANACOM este processo é, em resumo, ineficiente e carece de correção, para o que se afigura fundamental alterar a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital de modo a definir regras claras para o cálculo dos seus parâmetros e a permitir a sua atualização de forma simples e periódica, refletindo as evoluções do mercado, sem prejuízo da necessidade de se acautelarem os fatores que, no período anterior à deliberação de fevereiro de 2010, causaram alguma volatilidade no valor da taxa de custo de capital, conforme a PT já reconheceu diversas vezes.

#### **4. Conclusão**

Como demonstrado detalhadamente ao longo deste documento, a análise dos parâmetros de cálculo da taxa de custo de capital deve ser realizada de forma agregada e conjunta e para a sua totalidade, e não espalhada, como proposto pelo ICP-ANACOM.

Tendo por base esta premissa, o Grupo PT não pode obviamente concordar com a alteração a que o ICP-ANACOM recorre agora para determinar uma taxa de custo de capital que esteja em linha com o parece ser uma remuneração esperada do mercado ou seja, considerar uma taxa de juro sem risco mais baixa do que a apurada através das OT a 10 anos, emitidas pelo Estado Português.

Dado o fim do período regulatório da abordagem em vigor, definida em fevereiro de 2010, o Grupo PT espera que uma nova definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital tenha em consideração as suas posições sobre os variados temas analisados, assim como aquelas que tem vindo a transmitir ao longo de todo este processo.

A PT mantém-se totalmente disponível para colaborar com o ICP-ANACOM e para expor com maior profundidade e detalhe o seu entendimento nesta matéria.



