



**Exma. Senhora
Presidente do Conselho de Administração
do ICP-ANACOM
Professora Doutora Fátima Barros
Av. José Malhoa, 12
1099-017 Lisboa**

Lisboa, 26 de Junho de 2012

ASSUNTO: Sentido provável de decisão sobre a revisão da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A.

Exma Senhora Professora,

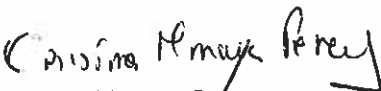
Vodafone Portugal - Comunicações Pessoais, S.A. ("Vodafone") vem, pelo presente, pronunciar-se sobre o sentido provável de decisão ("SPD") referente à revisão da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A. ("PTC").

Os comentários ora enviados constituem a posição da Vodafone sobre o SPD em apreço, podendo sofrer alterações em virtude de uma evolução das condições do mercado ou de novas decisões ou projectos de decisões que o ICP-ANACOM venha futuramente a aprovar neste contexto ou noutro com ele directa ou indirectamente relacionado. Nesta medida, a Vodafone reserva-se o direito de alterar ou rectificar a posição reflectida no presente documento no que respeita às matérias aqui tratadas ou quaisquer outras com elas relacionadas.

A resposta à presente consulta pública será também remetida para o endereço electrónico consulta.ccapital@anacom.pt.

Sem outro assunto de momento, subscrevemo-nos,

Com os melhores cumprimentos,


Cristina Minoya Perez

Direcção de Assuntos Legais e de Regulação

Vodafone Portugal, Comunicações Pessoais, S.A.

Sede: Avenida D. João II, Lote 1.04.01, Parque das Nações, 1998-017 Lisboa

Telefone: +351 21 091 50 00, Fax: +351 21 091 59 53, www.vodafone.pt

NIPC/N.º de Matricula na CRC de Lisboa 502544180 - Capital Social €91.068.253,00

**RESPOSTA DA VODAFONE À CONSULTA PÚBLICA SOBRE A
REVISÃO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL DA PTC**

ÍNDICE

1	Considerações na Generalidade	3
1.1	Equidade das Obrigações Impostas aos Mercados Fixos e Móveis	3
1.2	Fixação <i>Ex-Ante</i> de Regras.....	7
2	Taxa de Juro Sem Risco	8
2.1	Observações Históricas	8
2.2	Revisão do Parâmetro da Taxa de Juro Sem Risco	10

1 CONSIDERAÇÕES NA GENERALIDADE

1.1 EQUIDADE DAS OBRIGAÇÕES IMPOSTAS AOS MERCADOS FIXOS E MÓVEIS

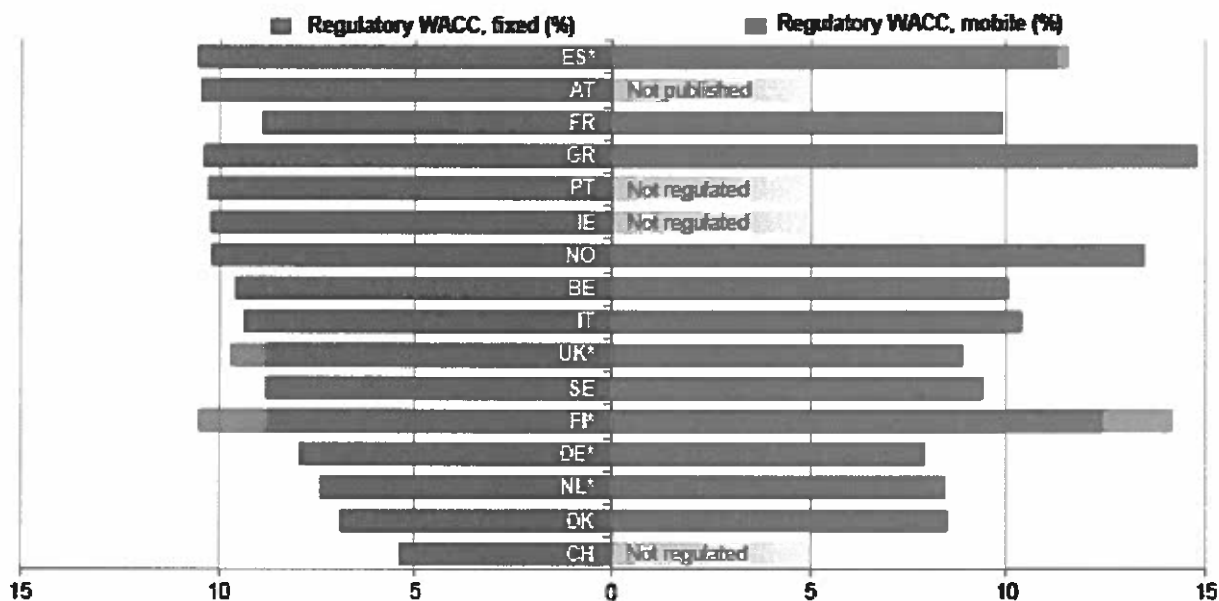
De acordo com o artigo 75º da Lei n.º 51/2011, de 13 de Setembro, que altera a Lei n.º 5/2004 (Lei das Comunicações Electrónicas - LCE), os operadores sujeitos à obrigação de orientação dos preços para os custos devem demonstrar que os encargos se baseiam nos custos, incluindo uma taxa razoável de rentabilidade sobre os investimentos realizados.

Sendo o mercado de comunicações electrónicas um mercado de capital intensivo, a definição desta taxa é particularmente relevante dado o impacto que terá nos custos dos produtos e serviços, influenciando os preços das diversas ofertas sujeitas a regulação e os preços pagos pelos consumidores e operadores.

A quantificação da razoabilidade da taxa de rentabilidade levanta diversos desafios desde logo pela dificuldade associada à mensuração dos diversos parâmetros que compõem o custo médio ponderado do capital (CMPC), critério usado pela generalidade dos reguladores para apurar a referida taxa.

Com base em informação disponibilizada, em Abril último, pela Cullen (gráfico *infra*) é possível constatar que a maioria (9) dos reguladores de um conjunto de 16 países da Europa ocidental definiu, para os operadores do mercado fixo, um CMPC “regulado” inferior a 10%. Apenas em 7 países, entre eles Portugal, o CMPC é superior aos referidos 10%.

Figura 1 – Custo Médio Ponderado do Capital dos Operadores Fixos e Móveis



Fonte: Cullen, Abril 2012, *Regulatory WACC for fixed and mobile operators in WE countries*

Constata-se também do gráfico *supra* que o CMPC “regulado” dos operadores móveis é superior ao dos operadores fixos.

Esta conclusão está em linha com o que a Vodafone tem reiteradamente defendido, i.e., que os investimentos associados ao mercado móvel têm um risco acrescido face aos investimentos realizados pelo operador incumbente no mercado fixo, pelo que é expectável que a remuneração do capital investido no mercado móvel tenha que ser mais elevada que a remuneração do capital investido no mercado fixo. Desde logo porque – em Portugal - o primeiro há longos anos que é um mercado extremamente competitivo, por oposição ao último em que cada vez mais se verifica a inexistência de concorrência e o acentuar do risco de retorno ao monopólio. Com efeito, basta constatar-mos o que tem vindo a público nas últimas notícias relativas ao acréscimo de clientes triple play da PTC para verificarmos que tem ocorrido uma redução da dinâmica concorrencial, com o operador incumbente a incrementar o seu peso no mercado.

O ICP-ANACOM, na sua decisão sobre a especificação da obrigação de controlo de preços nos mercados grossistas de terminação de chamadas vocais em redes móveis individuais (decisão sobre terminações móveis), de 30/04/2012, definiu o custo de capital a aplicar no mercado móvel. A determinação do mesmo assentou na metodologia utilizada para a PTC, conforme referido no texto transcrito *infra* (negrito nosso):



vodafone

No que respeita ao apuramento do custo de capital considerado no modelo, importa salientar que o SPD colocado a consulta descrevia a metodologia utilizada para determinar os vários parâmetros utilizados no seu apuramento, em particular, a **adaptação da metodologia utilizada recentemente na determinação do custo de capital da PTC para as comunicações fixas**, bem como o valor obtido para cada um dos parâmetros utilizados, o que permitiria aos interessados verificar se os referidos valores estariam alinhados com a remuneração exigível por um investidor para que concretizasse em Portugal um investimento semelhante e com um nível de risco equivalente.(...)

Assim, o cálculo do custo de capital para efeitos do modelo desenvolvido assentou na **adaptação da metodologia aplicada à PTC no negócio das comunicações fixas, ao negócio das comunicações móveis**, com base num "benchmark" específico.

Adicionalmente, considerou-se que o WACC fosse determinado numa base "pre-tax" e apurado em termos reais por forma a eliminar a necessidade de fazer estimativas de longo prazo sobre os valores da inflação. Para efeitos do modelo desenvolvido, o ICP-ANACOM considera apropriado considerar uma **taxa de custo de capital real de 9,2 por cento**.

A referida taxa de custo de capital real de 9,2% corresponde, de acordo com os cálculos apresentados pelo Regulador naquela decisão (e que se reproduzem *infra*) a um **CMPC nominal, antes de impostos, de 11,1%**.

Figura 2 – Parâmetros do cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital

Parameter of WACC calculation	Value	Source
Cost of debt	4.4%	
Cost of debt (post-tax)	6.1%	Benchmark of debt premiums of European regulators
Nominal tax rate	29.0%	ANACOM
Cost of equity	9.7%	
Risk free rate	4.8%	Based on 10 years' Portuguese bonds (2009-2010)
Equity Risk Premium	6.0%	Benchmark of ERP from ANACOM's decisions and other sources
Beta	0.81	Based on Beta from Mobistar, Telenor ASA, TeliaSonera AB, Vodafone Group and Mobile Telesystems OJSC
Pre Tax nominal WACC	11.1%	
Inflation	1.7%	Euromonitor, average for 2011-2021
Pre Tax real WACC	9.2%	

Com base no exposto, seria assim expectável que o custo de capital da PTC, em 2011, para o negócio de comunicações fixas fosse inferior aos referidos 11,1%.

No entanto, de acordo com a proposta de decisão agora em análise, o ICP-ANACOM terá determinado uma taxa de 11,7% para o custo de capital da PTC em 2011.

A Vodafone não vê justificação para tal facto, alertando para a necessidade de precaver a equidade entre as obrigações impostas à PTC na prestação de serviços fixos e as obrigações impostas aos operadores móveis.

Este aspecto é extremamente relevante dado o impacto que a determinação inadequada da taxa de custo de capital da PTC tem nas dinâmicas concorrenciais:

- Do mercado fixo: com consequências óbvias e directas nos encargos que a PTC exige aos restantes operadores relativamente, e.g. à interligação, ao acesso ao lacete local, ao acesso aos circuitos alugados (incluindo circuitos ethernet), ao acesso às condutas e postes, à oferta Rede ADSL PT, à oferta de acesso à internet e à oferta de realuguer de linha de assinante, dado que a PTC está obrigada a orientar os preços de diversos dos seus serviços aos respectivos custos; e,
- Do mercado móvel: podendo reforçar, artificialmente e de modo exógeno, o poder de mercado significativo do Grupo PT;

E, conseqüentemente, no bem-estar da generalidade dos consumidores.

Com efeito, não é justificável que possam existir decisões regulatórias mais exigentes para o mercado móvel - já de si concorrencial, com elevados níveis de inovação, de penetração de serviço e de satisfação dos consumidores – do que para o mercado fixo da PTC cujo risco é bastante mais reduzido dado o incipiente estado de desenvolvimento da concorrência. Esta preocupação tem, aliás, sido reiteradamente transmitida pelos mais importantes *stakeholders* do sector.

A justificar-se um tratamento mais favorável, sempre se diria que o mesmo deveria ser dirigido ao mercado cujos resultados são unânime e internacionalmente reconhecidos como altamente competitivos – o mercado móvel - e não o contrário, dado que o objectivo último da regulação é colmatar falhas de mercado.

Concluindo, a Vodafone realça a necessidade de uma actuação regulatória uniforme e coerente para as matérias tratadas ao nível das comunicações electrónicas fixas e ao nível das comunicações electrónicas

móveis, em linha com o respeito dos princípios da igualdade, da confiança e da estabilidade regulatória. Assim, é essencial tratamento idêntico a situações que detenham identidade objectiva e normativa no quadro das análises de mercado e remédios *ex-ante* impostos aos Destinatários do acto, dada a auto-vinculação da Administração às decisões tomadas para a obtenção de um quadro regulamentar justo e constante.

1.2 FIXAÇÃO *EX-ANTE* DE REGRAS

Por Deliberação de 10/02/2010, o ICP-ANACOM aprovou a decisão final sobre a definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PTC, aplicável ao triénio 2009-2011.

Na referida decisão, o ICP-ANACOM defendeu que a adopção *a priori* de um valor fixo para a taxa de custo de capital promovia a previsibilidade regulatória e a transparência.

A Vodafone concorda com a definição *a priori* da taxa de custo de capital, metodologia que tem sido adoptada por diversos países (e.g., Bélgica, França, Irlanda e Reino Unido) e que é adequada para propiciar previsibilidade e transparência aos agentes de mercado.

Assim sendo, a Vodafone discorda da PTC quando refere que a definição da taxa de custo de capital calculada de forma *ex-ante* 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.

A Vodafone considera que a forma de determinação do custo de capital da PTC deverá permitir obter uma certeza regulatória equivalente ou superior à alcançada com a fixação do custo de capital para os operadores móveis, não devendo possibilitar revisões abruptas da mesma.

Com efeito, a possibilidade de a PTC poder aplicar uma taxa de custo de capital que repercute as normais flutuações do mercado e esteja anualmente alinhada com as evoluções verificadas, conforme defendido pelo incumbente, colocaria a PTC numa posição mais vantajosa que a aplicada aos operadores móveis – aos quais tal não é permitido - sem que existisse qualquer fundamento para esse facto.

2 TAXA DE JURO SEM RISCO

2.1 OBSERVAÇÕES HISTÓRICAS

Na decisão de 10/02/2010, o ICP-ANACOM define a taxa de juro sem risco como a taxa que reflecte a remuneração de activos isentos de risco e determina que a mesma seja calculada através de obrigações de tesouro (OT) a 10 anos, emitidas pelo Estado Português, utilizando-se, para tal, as observações mensais de **séries históricas referentes aos últimos dois anos**. Concretamente, o ICP-ANACOM afirma o seguinte (negrito nosso):

“(...) A taxa de juro sem risco reflecte a remuneração de activos isentos de risco. As práticas financeiras e regulatórias consideram, de um modo geral, as obrigações de tesouro (OT) como um indicador fiável e como um bom parâmetro para reflectir a ausência de risco (...)

*(...) a taxa de juro sem risco deve ser calculada através de OT a 10 anos, emitidas pelo Estado Português. Para o apuramento da taxa de custo do capital a aplicar no **triénio 2009-2011**, a série a utilizar deve corresponder a observações mensais, com referência aos últimos dois anos, obtendo-se o valor de 4,47% (dados do Banco de Portugal relativos ao período entre **Janeiro de 2007 e Dezembro de 2008**). (...)*”

Com base no exposto, seria expectável que a definição do custo de capital para 2011 assentasse em dados históricos de 2009 e 2010, facto que também estaria alinhado com a intenção do Regulador determinar *a priori* o custo de capital a aplicar pela PTC.

Acresce que com base no relatório, de Julho de 2011, da consulta pública relativa à revisão do custo de capital a aplicar em 2010 e 2011, é possível concluir que a PTC também teria entendido a determinação do Regulador de 10/02/2010 do mesmo modo que o exposto anteriormente dado que no referido relatório consta, nas páginas 16 e 17:

“Adicionalmente, a PT entende que a utilização das taxas das obrigações de tesouro, observadas nos anos de 2009 e 2010, para determinar o valor de 2011, revela-se um cenário muito mais hipotético do

que calcular a taxa de custo de capital de 2011 com base numa taxa de juro sem risco de 2010, como proposto pela PTC.”

Aliás, apenas este entendimento é coerente com a metodologia usada pelo Regulador para apurar o custo de capital dos operadores móveis na decisão relativa às terminações móveis.

Com efeito, os dados relativos à forma de determinação do custo de capital dos operadores móveis, que o Regulador afirmou terem assentado na metodologia usada para a determinação do custo de capital da PTC e que reproduzimos novamente *infra*, são explícitos quanto à consideração dos valores de **2009 e 2010** das OT Portuguesas, a 10 anos, para apuramento da taxa de juro sem risco.

Figura 3 – Parâmetros do cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital

<i>Parameter of WACC calculation</i>	<i>Value</i>	<i>Source</i>
Cost of debt	4.4%	
Cost of debt (post-tax)	6.1%	Benchmark of debt premiums of European regulators
Nominal tax rate	29.0%	ANACOM
Cost of equity	9.7%	
Risk free rate	4.8%	Based on 10 years' Portuguese bonds (2009-2010)
Equity Risk Premium	6.0%	Benchmark of ERP from ANACOM's decisions and other sources
Beta	0.81	Based on Beta from Mobistar, Telenor ASA, TeliaSonera AB, Vodafone Group and Mobile Telesystems OJSC
Pre Tax nominal WACC	11.1%	
Inflation	1.7%	Euromonitor, average for 2011-2021
Pre Tax real WACC	9.2%	

Na realidade, considerando o histórico, de Janeiro de 2009 a Dezembro de 2010, das OT a 10 anos emitidas pelo Estado Português, apura-se uma taxa de juro de 4,80%, em coerência com o valor apresentado *supra*. Este valor seria utilizado no cálculo do custo de capital de 2011 - e não 2010 - dado que é o valor resultante das observações mensais das séries históricas dos dois anos anteriores a 2011, conforme definido na decisão de 10/02/2010 do ICP-ANACOM.

No entanto, de acordo com o Regulador, a PTC terá solicitado a revisão da taxa de juro sem risco, para o ano de 2011, devido ao facto da média das observações mensais dos últimos 2 anos (2010 e 2011) das OT a 10 anos, atingir o valor de 7,82%.

Os cálculos do Regulador na presente decisão seguiram o racional exposto no parágrafo *supra*.

A Vodafone considera que a manter-se o sentido provável de decisão em análise tal resultará numa dualidade de critério injustificável e facilmente sindicável, dado terem sido considerados – para os operadores móveis *versus* operadores fixos - diferentes valores para obtenção de um custo de capital relativo a um mesmo ano, pelo que se solicita ao Regulador que tome em devida consideração o exposto na reanálise do seu sentido provável de decisão.

2.2 REVISÃO DO PARÂMETRO DA TAXA DE JURO SEM RISCO

No presente SPD, o ICP-ANACOM considera necessário usar uma abordagem distinta da utilizada até agora para apurar a taxa de juro sem risco, a qual se tem baseado nas observações mensais das obrigações de dívida pública (ODP) do mercado doméstico.

A Vodafone concorda que as OT a 10 anos emitidas pelo Estado Português – indicador que estava a ser utilizado como parâmetro para a determinação da taxa de juro sem risco - não podem ser consideradas adequadas para reflectir a ausência de risco.

No contexto actual, as OT a 10 anos do Estado Português têm apresentado taxas bastante elevadas e flutuações mensais muito acentuadas não podendo, por isso, ser consideradas como uma boa aproximação de um activo isento de risco. Na realidade, as taxas de juro implícitas nestes títulos nem sequer reflectem um risco genérico do país, mas antes a percepção do mercado sobre o risco específico da entidade emissora, i.e., o Estado Português. No limite, a própria PTC poderá financiar-se a taxas inferiores às das OT.

A Vodafone concorda, conforme defendeu no último SPD relativo à revisão do custo de capital da PTC, que o parâmetro a utilizar como representativo da taxa de juro de activos sem risco deve ser alterado dado que a actual situação económico-financeira de Portugal não seria previsível aquando da análise realizada pelo ICP-ANACOM à metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PTC.

Sendo a situação Portuguesa extraordinária e com impacto significativo na validade dos pressupostos considerados para determinar a taxa de juro sem risco, estão preenchidos os critérios apresentados pelo ICP-ANACOM, na decisão de 10/02/2010, para a possibilidade de revisão dos parâmetros então definidos:

"(...) 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. (...)"

Argumenta o Regulador, no presente SPD colocado a pública, que na decisão de 10/02/2010 era considerada a hipótese de:

"(...) 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".

Neste contexto, o Regulador apurou a taxa de juro sem risco com base nas observações mensais das ODP, entre 2010 e 2011, dos diversos países considerados no *benchmark* (incluindo Portugal) que esteve na origem da deliberação de 10/02/2010, tendo obtido o valor de 5,36% (*vide infra*).

Figura 4 – Cálculo do Regulador para a 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%
Média	5,36%

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

Fonte: Banco Central Europeu

No que respeita à utilização do *benchmark supra* para determinação da taxa de juro sem risco, a Vodafone considera que esta possibilidade não terá sido adiada no relatório da PwC, embora tenham sido apresentados os instrumentos usados pelos Reguladores dos referidos países na determinação da taxa de juro sem risco (*quadro infra*).



vodafone

Figura 5 – Instrumentos Financeiros usados pelos Reguladores para apurar a Taxa de Juro Sem Risco

Regulator	Country	Companies	Value (%)	Financial Instrument considered	Years to Maturity			
					4	5	10	20
IBPT (Jan 2006)	Belgium	Belgacom	4.3	US government bonds				
IBPT (Nov 2006)	Belgium	Belgacom	4.8	US government bonds				
IBPT (2008)	Belgium	Belgacom	4.8	US government bonds				
Arcep (2008)	France	France Telecom	4.3	French government bonds				
Arcep (2008)	France	Orange France, SFR, Bouygues Telecom, Orange Carabie, SFR	4.3	French government bonds				
ComReg (2006)	Ireland	eircom	4.8	Irish and German government bonds				
Agcom (2006)	Italy	Telecom Italia	4.0	Italian government bonds				
Agcom (2006)	Italy	BT Italia, Fastweb, Tele2, Tiscali	4.0	Italian government bonds				
NFT (2005)	Norway	Nelcom/Telenor	4.0	Norwegian government bills				
NPT (2006)	Norway	Nelcom/Telenor	5.0	Norwegian government bills				
CMT (2006)	Spain	Telefónica, Telefónica Móviles	4.3	Spanish government bonds				
Oftel (2004)	UK	Vodafone, BT Cellnet, One2One, Orange	5.2	UK government bonds				
Ofcom (2006)	UK	BT	4.6	UK government bonds				
Anacom (2004)	Portugal	Portugal Telecom	4.2	Portuguese government bonds				
Anacom (2005)	Portugal	Portugal Telecom	3.5	Portuguese government bonds				
Anacom (2006)	Portugal	Portugal Telecom	3.9	Portuguese government bonds				
Anacom (2007)	Portugal	Portugal Telecom	4.4	Portuguese government bonds				
ERSE (2009)	Portugal	EDP Distribution, REN SA	4.6	Portuguese government bonds				

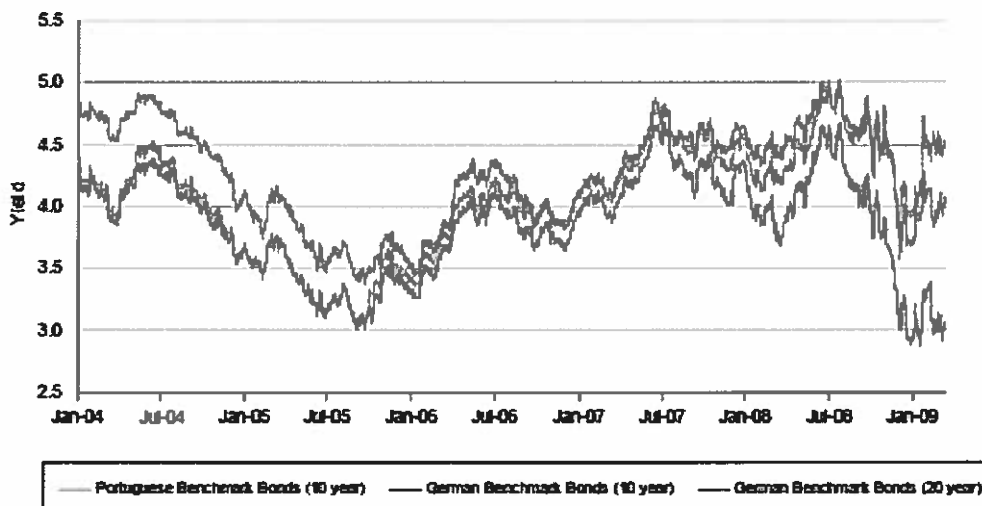
Key Considered

Source: PwC analysis. Further details are provided in Appendix I

A PwC terá, contudo, referido no seu relatório a possibilidade de serem usadas as obrigações do Estado Alemão:

A further issue is whether to consider the yields on German bonds when estimating the risk-free rate. Germany is the largest economy in the Eurozone and represents a benchmark for the region. Regulators such as ComReg have used German bonds as benchmarks in recent years. Figure 6 below shows the historic yields on Portuguese and German government bonds since 2004.

Figure 6: Evolution of Portuguese and German government bonds



Source: Datastream

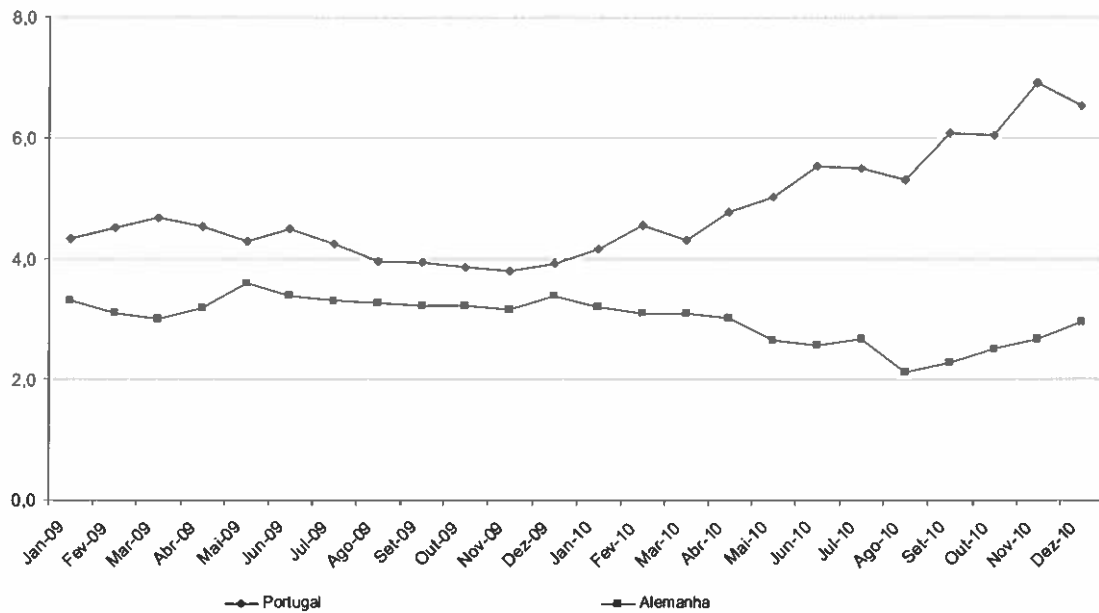
The yields on Portuguese and German 10 year government bonds appear to have been closely aligned from January 2006 to July 2007. Since July 2007 there has been a divergent trend where the Portuguese 10 year government bond yield has remained relatively more stable than the German 10 year government bond yield. For example the spot rate as of 17th March 2009 for the Portuguese 10 year bond was 4.5%, whereas for the German 10 year bond it was 3.0%.

Based on the evidence presented above and taking in consideration that the yield of Portuguese government bonds is most likely to be considered by a PTC's investor, we believe that the yield of the Portuguese government bonds is a better estimate of the risk-free rate.

A Vodafone considera que seria adequado determinar a taxa de juro sem risco com base em activos de mercados estrangeiros de referência, como as obrigações do Estado Alemão ou as obrigações de tesouro Americanas cujos riscos são negligenciáveis.

Com base em observações de Janeiro de 2009 a Dezembro de 2010 das obrigações do Estado Alemão – consideradas um dos investimentos europeus com menos risco - conclui-se que a evolução que terá ocorrido nas taxas de juro sem risco terá sido no sentido da sua redução e não do seu aumento (*vide infra*).

Figura 7 – Observações Mensais das OT a 10 anos



No entanto, como a utilização das obrigações do Estado Alemão também diferiria da abordagem usada na decisão das terminações móveis e o regulador refere que se encontra a preparar uma nova decisão sobre a definição do custo de capital para o período 2012-2014, a Vodafone considera que – de modo a promover a harmonização e equidade das obrigações que impõe, por um lado à PTC e por outro aos restantes operadores de serviços móveis – o Regulador deverá optar pela utilização da taxa de 4,8% para o parâmetro da taxa de juro sem risco a considerar no apuramento do custo de capital da PTC para 2011.

Apenas a taxa referida no parágrafo *supra* não contraria a promoção da concorrência, o princípio da igualdade e não será sindicável.