

Decisão sobre a revisão do cálculo da
taxa de custo de capital dos CTT –
Correios de Portugal, S.A. para o
exercício de 2011

setembro 2012

I. Enquadramento

No âmbito do quadro regulamentar associado ao sector postal, o ICP-ANACOM – Autoridade Nacional de Comunicações (ICP-ANACOM) definiu os princípios para o desenvolvimento do sistema de contabilidade analítica (SCA) a ser implementado pelos CTT – Correios de Portugal, S.A. (CTT), visando a determinação das receitas e dos custos, diretos e indiretos, de cada um dos serviços reservados e não reservados, e a separação entre os custos associados às diversas operações básicas integrantes dos serviços postais (aceitação, tratamento, transporte e distribuição).

Neste sentido, todos os custos incorridos e os proveitos obtidos na prestação de serviços postais são considerados para a determinação do custeio dos produtos e apuramento da respetiva margem, acrescidos de uma margem razoável de remuneração. A esta margem de remuneração corresponde o custo de capital investido na empresa.

Os CTT utilizam como método de apuramento da taxa de custo de capital o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), baseando-se no modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para a determinação da taxa de custo dos capitais próprios. Os parâmetros inerentes ao cálculo da referida taxa, assim como a metodologia que lhe está associada, são fornecidos pelos CTT ao ICP-ANACOM, em consonância com as obrigações relacionadas com a apresentação periódica das demonstrações de resultados do SCA.

Neste contexto, os CTT, por carta 052733, de 29.06.2012, remeteram os resultados do SCA referentes ao exercício de 2011.

Sem prejuízo das conclusões que possam advir da auditoria a realizar a estes resultados, o ICP-ANACOM constata que os CTT fixaram o valor da taxa de custo de capital em 21,97%, sendo que no seu cálculo foram utilizados os seguintes parâmetros:

Quadro 1 – Custo de capital proposto pelos CTT para 2011

Parâmetros	CTT (2011)
Taxa de juro sem risco	10,13%
<i>Gearing</i>	1,43%
Taxa de imposto	29,00%
Beta	0,89
Prémio de Risco	6,28%
Prémio da dívida	0,50%
Custo de capital próprio	15,72%
Pre-tax CMPC	21,97%

Fonte: Resultados do SCA dos CTT (Exercício de 2011)

Analisado o cálculo dos CTT relativamente à taxa de custo de capital considerada nos resultados do SCA referentes ao exercício de 2011, o ICP-ANACOM adotou um sentido provável de decisão (SPD), o qual estabelecia uma taxa de custo de capital de 14,77% para o exercício de 2011, tendo concedido, ao abrigo dos artigos 100º e 101º do Código do Processo Administrativo (CPA), um prazo de 15 dias úteis para que os CTT se pronunciassem.

Tendo os CTT, em 20.09.2012 remetido a carta n.º 053601, na qual os CTT expressaram o seu direito de resposta ao SPD adotado por esta Autoridade, elaborou-se o respetivo relatório de audiência prévia, o qual integra a presente decisão.

II. Análise da taxa de custo de capital proposta pelos CTT

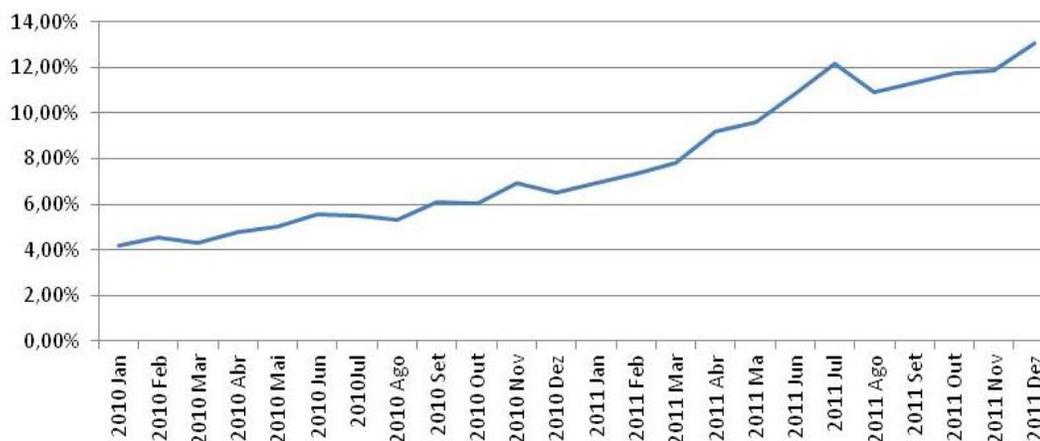
Especificamente, no que respeita ao apuramento do parâmetro da taxa de juro sem risco, os CTT consideraram um valor de 10,13%, apurado por referência à média das taxas de juro implícitas das obrigações de tesouro (OT) a 10 anos emitidas pelo Estado português.

A este respeito, é importante notar que o ano de 2011 foi caracterizado pela elevada instabilidade macroeconómica, com repercussões ao nível das taxas de juro implícitas das obrigações de dívida soberana dos Estados europeus em geral, e de Portugal em particular.

Em concreto, constata-se que, durante 2011, o Estado português procedeu apenas a uma emissão de OT com maturidade de 10 anos¹, sendo que em qualquer caso, a taxa de financiamento resultante dessa operação foi clara e substancialmente inferior ao cálculo apurado pelos CTT.

Acresce que, ainda em 2011, o Estado português acordou um programa de assistência financeira com instâncias internacionais², condicionando fortemente a representatividade das taxas de juro das OT a 10 anos, implícitas nas transações deste instrumento de dívida no mercado secundário.

Quadro 2 - Evolução das OT a 10 anos (2010-2011)



Fonte: Banco Central Europeu

Neste sentido, o ICP-ANACOM entende que no atual contexto macroeconómico não estão reunidas as condições necessárias para considerar que o valor do parâmetro da taxa de juro sem risco, utilizado no cálculo da taxa de custo de capital para efeitos regulatórios, possa ser deduzido a partir das observações da taxa de juro implícita nas OT do Estado português.

Fazendo Portugal parte de uma União Monetária, poder-se-ia assumir que a melhor aproximação para o valor do parâmetro da taxa de juro sem risco deve ser inferido a partir das obrigações de dívida soberana dos estados-membros da Zona Euro percecionados como sendo os mais seguros.

¹ Disponível em: <http://www.igcp.pt/gca/?id=80>

² Disponível em: <http://www.portugal.gov.pt/pt/os-ministerios/primeiro-ministro/secretario-de-estado-adjunto-do-primeiro-ministro/documentos-oficiais/memorandos.aspx>

Os quadros seguintes mostram, (para 2011) o valor das taxas de juro implícitas nas obrigações da dívida soberana a 10 anos do Estado alemão e dos Estados que detinham então a notação de crédito máxima (AAA).

Quadro 3 – Taxas de juro das *Bund* alemãs a 10 anos para 2011

Período	(%)
2011 Jan	3,02%
2011 Feb	3,20%
2011 Mar	3,21%
2011 Abr	3,34%
2011 Ma	3,06%
2011 Jun	2,89%
2011 Jul	2,74%
2011 Ago	2,21%
2011 Set	1,83%
2011 Out	2,00%
2011 Nov	1,87%
2011 Dez	1,93%
Média	2,61%

Fonte: Banco Central Europeu

Quadro 4 - Taxas de juro das obrigações a 10 anos dos países da Zona Euro com notação de crédito máximo (AAA)

	Percentagem (%)						Média
	Áustria	Alemanha	Finlândia	França	Luxemburgo	Holanda	
2011 Jan	3,54	3,02	3,27	3,44	3,30	3,23	3,30
2011 Feb	3,68	3,20	3,41	3,60	3,45	3,41	3,46
2011 Mar	3,68	3,21	3,45	3,61	3,47	3,42	3,47
2011 Abr	3,76	3,34	3,57	3,69	3,58	3,65	3,60
2011 Ma	3,53	3,06	3,32	3,49	3,29	3,40	3,35
2011 Jun	3,43	2,89	3,29	3,43	3,15	3,28	3,25
2011 Jul	3,35	2,74	3,16	3,40	3,03	3,17	3,14
2011 Ago	2,84	2,21	2,68	2,98	2,59	2,68	2,66
2011 Set	2,64	1,83	2,35	2,64	2,27	2,34	2,35
2011 Out	2,92	2,00	2,51	2,99	2,37	2,46	2,54
2011 Nov	3,36	1,87	2,54	3,41	2,31	2,45	2,66
2011 Dez	3,10	1,93	2,52	3,16	2,27	2,38	2,56
Média	3,32	2,61	3,01	3,32	2,92	2,99	3,03

Fonte: Banco Central Europeu

A atualização do cálculo da taxa de juro sem risco feita pelos CTT, considerando apenas a substituição do valor do parâmetro da taxa de juro sem risco pelos valores resultantes dos quadros 3 e 4 acima, mantendo tudo o resto constante, teria como efeito posicionar o resultado do cálculo da taxa de custo de capital num intervalo compreendido entre 11,43% e 12,02%, substancialmente inferior aos 21,97% originalmente apresentados (*vide* quadro 5).

Quadro 5 - Determinação da taxa de custo de capital para 2011

Parâmetros	Proposta CTT	Taxa de juro sem risco (2,61%) (a)	Taxa de juro sem risco (3,03%) (b)
Taxa de juro sem risco	10,13%	2,61%	3,03%
<i>Gearing</i>	1,43%	1,43%	1,43%
Taxa de imposto	29,00%	29,00%	29,00%
Beta	0,89	0,89	0,89
Prémio de Risco	6,28%	6,28%	6,28%
Prémio da dívida	0,50%	0,50%	0,50%
Custo de capital próprio	15,72%	8,20%	8,62%
Pre-tax CMPC	21,97%	11,43%	12,02%

(a) – Média das Taxas de juro das *Bund* alemãs a 10 anos para 2011 - Quadro 3.

(b) – Média das Taxas de juro das obrigações a 10 anos dos países da Zona Euro com notação de crédito máximo (AAA) – Quadro 4.

Adicionalmente, o ICP-ANACOM entende que os parâmetros utilizados no cálculo do custo de capital dos CTT para efeitos regulatórios podem ser classificados como parâmetros intrínsecos à atividade e estrutura do operador regulado (beta, *gearing* e prémio de dívida), ou como parâmetros de contexto e exógenos ao operador regulado (prémio de risco, taxa de juro sem risco e taxa de imposto).

Neste sentido, de forma a manter a consistência regulatória, o ICP-ANACOM entende que o recente sentido provável de decisão sobre o custo de capital a aplicar à PT Comunicações, S.A. (PTC) e respetivo projeto de medida³ podem servir de referência na determinação dos valores dos parâmetros de contexto (prémio de risco, taxa de juro sem risco e taxa de imposto) a utilizar na regulação do sector postal, uma vez que quer o período de referência, quer o contexto e o país de operação são idênticos.

³ <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1131281>

Substituindo os parâmetros referentes ao contexto macroeconómico pelos valores também utilizados para efeitos regulatórios no sector das telecomunicações, o cálculo do custo de capital dos CTT resultaria numa taxa de 14,77% (*vide* quadro 6).

Quadro 6 – Taxa de custo de capital para 2011

Parâmetros	Decisão ANACOM
Taxa de juro sem risco	5,36%
<i>Gearing</i>	1,43%
Taxa de imposto	29,00%
Beta	0,89
Prémio de Risco	5,86%
Prémio da dívida	0,50%
Custo de capital próprio	10,58%
<i>Pre-tax CMPC</i>	14,77%

Fonte: Cálculo ICP-ANACOM

É importante salientar que esta decisão é aplicável apenas ao exercício de 2011, estando esta Autoridade a estudar uma revisão metodológica abrangente ao tema de custo de capital para efeitos regulatórios, estimando-se que uma consulta sobre esta matéria possa ser brevemente publicada.

III. Decisão

Atento ao exposto, e sem prejuízo das conclusões que possam advir da auditoria ao SCA dos CTT a realizar oportunamente por entidade independente, o Conselho de Administração do ICP-ANACOM, no exercício das atribuições que lhe são conferidas pelas alíneas b), d) h) e n) do n.º 1 do art.º 6º e da alínea b) do art.º 26º, todos dos seus Estatutos, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 309/2001, de 7 de dezembro, ao abrigo do n.º 2 do art.º 19º da Lei 102/99 de 26 de julho, alterada pelo Decreto-Lei n.º 116/2003 de 12 de julho, e do n.º 3 da Base XIII das Bases da concessão do serviço postal universal, aprovadas pelo Decreto-Lei n.º 448/99, de 04.11, com as alterações que lhe foram introduzidas pelo Decreto-Lei n.º 116/2003, de 12.06, e pelo Decreto-Lei n.º 112/2006, de 09.06, determina:

- (i) que os CTT reformulem os resultados do SCA, e demais informação conexa, referente a 2011, por forma a que a taxa de custo de capital empregue seja 14,77%;
- (ii) que os CTT remetam a esta Autoridade os resultados do SCA referentes ao exercício de 2011, reformulados de acordo com o estipulado no ponto anterior, no prazo máximo de 10 dias úteis.

Anexo: Lista de acrónimos e abreviaturas

CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CMPC	Custo Médio Ponderado do Capital
SCA	Sistema de Contabilidade Analítica
SPD	Sentido Provável de Decisão
OT	Obrigações do Tesouro

Anexo: Lista de operadores

CTT	CTT – Correios de Portugal, S.A.
PTC	PT Comunicações, S.A.

Anexo: Lista de outras entidades/organizações

ICP-ANACOM	ICP- Autoridade Nacional de Comunicações
------------	--