

Taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A., aplicável a 2011

Resultados da audiência prévia e Decisão
Final do ICP-ANACOM

(Julho de 2012)

I. INTRODUÇÃO

Por deliberação de 11 de maio de 2012, o Conselho de Administração do ICP-ANACOM aprovou o sentido provável de deliberação sobre a revisão da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A. (PTC), aplicável a 2011.

Neste sentido, com o objetivo de identificar e analisar as diferentes opiniões e preocupações das entidades interessadas, o ICP-ANACOM submeteu o documento acima mencionado a audiência prévia dos interessados, nos termos do Código do Procedimento Administrativo, e ao procedimento geral de consulta (doravante consulta) previsto no artigo 8.º da Lei n.º 5/2004 de 10 de fevereiro.

II. CONTRIBUTOS RECEBIDOS

No âmbito do lançamento da presente consulta pública, foram recebidos os contributos das seguintes partes intervenientes:

- Optimus – Comunicações, S.A. (**Optimus**);
- Grupo PT: Portugal Telecom, SGPS, S.A., PT Comunicações, S.A e TMN – Telecomunicações Móveis, SA (**PT**);
- Vodafone Portugal – Comunicações Pessoais, S.A. (**Vodafone**);

Apresenta-se seguidamente uma síntese integradora das respostas recebidas, sem prejuízo da consulta individual de cada contributo, disponíveis na página de Internet do ICP-ANACOM.

III. CONSIDERAÇÕES GERAIS

A **Vodafone** e a **Optimus** realçam a importância da determinação da taxa de custo de capital, salientando que tem uma implicação direta no custo dos produtos e serviços e, consequentemente, no mercado das comunicações eletrónicas e no bem-estar dos consumidores.

Por seu lado, a posição da **PT**, face às restantes, apresenta-se mais crítica em diversos aspetos, particularmente no que se prende com (i) a alteração da metodologia associada ao cálculo da taxa de juro sem risco, nomeadamente no que

respeita à alteração da metodologia associada ao cálculo da taxa de juro sem risco; (ii) o horizonte temporal; e (iii) a forma de cálculo dos parâmetros associados à determinação da taxa de custo de capital. Estes pontos serão oportunamente abordados e comentados ao longo do presente documento.

A PT vem ainda nesta oportunidade reiterar críticas já anteriormente expostas sobre a metodologia estabelecida pela deliberação de 10.02.2010, nomeadamente quanto a uma alegada incoerência face ao modelo de custeio, à utilização de *benchmarks* e à complexidade do cálculo de alguns parâmetros e que, por estarem fora do âmbito da presente decisão e já terem sido objeto de anterior deliberação e de explicitação do entendimento desta Autoridade nessa ocasião, não se retomam neste relatório.

Desenvolve ainda a PT algumas considerações sobre o calendário da revisão, recusando qualquer responsabilidade no seu atraso.

A. REGULAÇÃO EX-ANTE

No que respeita à metodologia adotada pelo ICP-ANACOM na determinação da taxa de custo de capital da PTC, quer a **Optimus**, quer a **Vodafone** concordam com a adoção de uma regulação *ex-ante*, na medida em que consideram que essa abordagem permite reduzir o grau de incerteza regulatória, conduzindo a um ambiente de maior transparência e previsibilidade regulatória no que respeita ao apuramento da taxa de custo de capital.

Em concreto, a **Vodafone**, refere discordar da PT quando esta refere que a fixação à *priori* de uma taxa de custo de capital fixa "*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.* Ainda sobre este assunto, a **Vodafone** acrescenta 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 da taxa de custo de capital para os operadores móveis, não devendo possibilitar revisões abruptas da mesma*".

O ICP-ANACOM entende que o estabelecimento *ex-ante* de regras transparentes no que respeita à determinação do custo de capital contribui para um ambiente previsível ao qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expectativas.

A este propósito, salienta-se que a implementação de uma metodologia que defina *a priori* a taxa de custo de capital é prática comum em vários países, tais como, a Irlanda¹, a França², a Bélgica³ e o Reino Unido⁴.

B. HORIZONTE TEMPORAL

Relativamente a este tema, a PT advoga que a definição da taxa de custo de capital deveria ser calculada numa base anual, ao longo de cada um dos exercícios, alegando que a fixação do valor dos parâmetros apurados através de um *benchmark* utilizando dados de 2008, não reflete a evolução do mercado e o contexto macroeconómico ao longo do período considerado.

Neste âmbito, é entendimento da PT que a Decisão de fevereiro de 2010 deveria contemplar 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 (...)"*.

Também a **Optimus** reitera a sua posição de que *"a utilização de glide-paths consecutivos poderá significar que nunca será aplicada uma taxa de custo de capital correta no ano em questão."* e entende que *"a taxa de custo de capital da PTC deve ser atualizada anualmente, com base nos valores atuais de mercado, sendo abandonada a metodologia de glide-paths passíveis de serem alterados caso ocorra uma situação extraordinária com impacto significativo na validade dos pressupostos definidos"*.

Este entendimento justifica-se, segundo a **Optimus**, pela acentuada volatilidade a que os mercados financeiros se encontram sujeitos no presente contexto, a fim de se evitar

¹http://www.comreg.ie/publications/comreg_sets_new_eircom_cost_of_capital_at_10_21_584.103090.p.html

²http://www.arcep.fr/uploads/tx_gsavis/10-0001.pdf

³http://www.ibpt.be/fr/622/ShowDoc/3216/Comptabilisation_des_coûts/Consultation_relative_au_coût_du_capital_pour_les_aspx

⁴<http://stakeholders.ofcom.org.uk/consultations/wba-charge-control/summary>

sucessivas necessidades de revisão, por forma a garantir a previsibilidade e certeza regulatórias.

Por sua vez, a **Vodafone** discorda da adoção de uma taxa de custo de capital “*que repercute as normais flutuações do mercado e esteja anualmente alinhada com as evoluções verificadas*”, reiterando que desta forma a PTC encontrar-se-ia numa posição mais vantajosa face aos operadores móveis, aos quais tal procedimento não é permitido, sem que exista fundamento para essa alteração.

O ICP-ANACOM reitera que o estabelecimento *ex-ante* de regras transparentes, na determinação do custo de capital, teve como objetivo contribuir para um ambiente previsível ao qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expectativas.

No que diz respeito à contestação da **PT** em relação ao suposto determinismo do **ICP-ANACOM** e ao desfasamento temporal entre o apuramento dos parâmetros e a sua posterior aplicação, o **ICP-ANACOM** considera essa contestação desajustada uma vez que, como se constata com a presente decisão, a evolução do enquadramento macroeconómico será refletida e incorporada sempre que se revelar necessário proceder à revisão da taxa de custo de capital. O ICP-ANACOM salienta também que, não obstante o primeiro triénio de fixação *ex-ante* da taxa de custo de capital (2009 a 2011) ter coincidido com um período particularmente incerto e instável ao nível macroeconómica, constata-se que, ainda assim, foi possível melhorar a previsibilidade regulatória nesta área, demonstrada pela menor volatilidade das taxas aplicadas até 2009 e após esta data (*vide* quadro 1).

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Desvio face ao exercício anterior		-3,2%	-2,3%	2,4%	-0,2%	-0,8%	-0,4%	0,5%	0,4%	1,3%	3,0%	-3,9%	-0,9%	-0,7%	0,1%

Fonte: Resultados SCA PTC 997-2008 (cálculos ICP-ANACOM)

Em qualquer caso, esta Autoridade não descarta a possibilidade de melhoria processual nesta área, pelo que no âmbito da definição da taxa para o triénio 2012-2014 será forçosamente aferida a oportunidade de se proceder a uma atualização no processo de definição da taxa de custo de capital.

C. OBRIGAÇÕES IMPOSTAS AOS MERCADOS FIXOS E MÓVEIS

A **Vodafone** refere que na 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, estipula-se o custo de capital para as redes móveis, o qual assenta na mesma metodologia aplicada à PTC, fixando-se um CMPC, antes de impostos, de 11,1%.

Por outro lado, a **Vodafone**, com base em informação disponibilizada pela *Cullen International*⁵, salienta que: (i) o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) “regulado” para os operadores do mercado fixo, na maioria dos reguladores da amostra (nove em dezasseis), é inferior a 10%, apresentando-se, contudo, o CMPC português acima deste valor; (ii) o CMPC dos operadores móveis é superior ao dos operadores fixos, o que a seu ver confirma o entendimento de que os investimentos associados ao sector móvel têm um risco acrescido face aos realizados pelo operador incumbente do mercado fixo.

Acrescenta a **Vodafone** o seu desacordo no que respeita à fixação de uma taxa de custo de capital de 11,7% para a PTC, superior à estipulada na decisão sobre terminações móveis, argumentando que o mercado das redes móveis apresenta-se mais concorrencial, logo, de risco mais elevado, quando comparado com o mercado fixo da PTC. Adicionalmente, a operadora refere que a adoção de uma taxa de custo de capital da PTC inadequada tem impactos ao nível do mercado concorrencial, por um lado, no mercado fixo, uma vez que os encargos exigidos pela PTC a nível das ofertas grossistas aos restantes operadores serão superiores, e por outro lado, no mercado móvel, onde o poder de mercado do Grupo PT poderá, de forma exógena, ser reforçado.

Por último a **Vodafone**, defende que a forma de determinação do custo de capital da PTC deverá acautelar os princípios da igualdade, da confiança e da estabilidade regulatória, no sentido de se proceder a uma atuação regulatória uniforme e coerente tanto a nível do mercado da rede fixa, como do mercado como da rede móvel.

⁵ Disponível em: http://www.cullen-international.com/report/6717/t6580#Table_26

O ICP-ANACOM discorda da interpretação da Vodafone no que diz respeito à comparação estabelecida entre a taxa de custo de capital e os preços de terminação móvel. A definição da taxa de custo de capital da PTC não apresenta o mesmo enquadramento que a regulação dos preços de terminação móvel. A este respeito, é importante notar que o valor da taxa de custo de capital definido para o custeio do serviço grossista de terminação móvel deve ser visto como uma aproximação ao valor médio ao longo do horizonte temporal considerado – 45 anos – e não restrito aos anos imediatos. Nesse sentido, as atribuições do contexto macro económico atual são diluídas por um período alargado de tempo.

Por outro lado, para efeitos de custeio do serviço grossista de terminação móvel, recorda-se que o modelo desenvolvido assenta na utilização de valores reais, tendo-se definido uma taxa de custo de capital real de 9,2% ao longo dos 45 anos modelados. O valor de 11,1% referido pela Vodafone como sendo o valor nominal da taxa de custo de capital a utilizar pressupõe uma taxa de inflação média de 1,7% ao longo de 45 anos. Por esse prisma, o valor proposto para a taxa de custo de capital a aplicar à PTC para 2011, 11,7% nominais, é inferior aos 9,2% reais definidos para o mercado móvel, quando descontado o valor da inflação de 2011, superior a 3%⁶.

Por fim, recorda-se que na Decisão sobre a regulação dos preços de terminação móvel referida pela Vodafone, o ICP-ANACOM já alertou que numa eventual revisão futura do modelo desenvolvido, o custo de capital, à semelhança de todos os outros parâmetros do modelo, será reavaliado tendo em conta toda a informação que a essa data esteja disponível.

IV. REVISÃO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL DA PTC PARA 2011

No que respeita à revisão da taxa de custo de capital, a Vodafone e a Optimus focam a sua análise na alteração da metodologia associada ao parâmetro da taxa de juro sem risco, considerando a PT a necessidade de revisão, não só dos parâmetros relativos à taxa de juro sem risco, mas também das restantes variáveis macroeconómicas e consequentemente das relacionadas com a própria empresa e

⁶http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_destaquas&DESTAQUESdest_boui=106164607&DESTAQUESmodo=2

que poderão estar sujeitas à volatilidade dos mercados e ao próprio contexto macroeconómico.

A. TAXA DE JURO SEM RISCO

A **Vodafone** concorda com a posição do ICP-ANACOM no que respeita a não consideração das obrigações da dívida pública (ODP) portuguesas como um indicador representativo de um ativo sem risco. Neste sentido, dado o atual contexto macroeconómico aquando da elaboração da Decisão de fevereiro de 2010, a **Vodafone** considera que o parâmetro utilizado até à data presente, seja passível de alteração, encontrando-se reunidos os critérios previstos na Decisão de fevereiro de 2010, na qual se estipula 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 objeto de revisão.(...)*”.

No entanto sobre esta matéria, a **Vodafone** defende que a definição da taxa de custo de capital deve basear-se em dados históricos referentes a 2009 e 2010, visto enquadrar-se no objetivo do regulador em determinar *a priori* uma taxa de custo de capital para a PTC. No que respeita ao *benchmark* utilizado no SPD, acrescenta esta entidade, que a metodologia proposta no SPD não foi adiantada no relatório da *PwC*, apresentando, no entanto, outras formas de cálculo aplicadas pelos Reguladores Europeus na determinação deste parâmetro.

A **Vodafone** prossegue a sua argumentação, defendendo que se o ICP-ANACOM utilizar dados históricos de 2010 e 2011, tal terá como consequência uma incoerência metodológica perante os operadores móveis, visto que desta forma considerar-se-iam diferentes valores para a obtenção de um custo de capital referente a um mesmo ano.

Por outro lado, embora a operadora considere as ODP do Estado alemão, ou americanas, como aproximações alternativas de ativos sem risco, a inclusão destes ativos diferiria da metodologia aplicada na decisão das terminações móveis.

Em conclusão, a **Vodafone** defende que a única alternativa viável de metodologia aplicável à determinação da taxa de juro sem risco para 2011, passaria pela utilização da média mensal das OT (Obrigações do Tesouro) portuguesas, a 10 anos, referentes aos anos de 2009 e 2010 no valor de 4,80%, promovendo-se a harmonização e

equidade das obrigações implícitas em ambas as abordagens, quer na decisão das terminações móveis, quer na Decisão de fevereiro de 2010, para a PTC.

Reitera-se que o **ICP-ANACOM** discorda da interpretação da **Vodafone** no que diz respeito à comparação estabelecida entre a taxa de custo de capital e os preços de terminação móvel. A definição da taxa de custo de capital da PTC não tem o mesmo enquadramento que a regulação dos preços de terminação móvel. A este respeito, é importante notar que os valores envolvidos na determinação da taxa de custo de capital para o custeio do serviço grossista de terminação móvel devem ser vistos como uma aproximação aos valores médios ao longo do horizonte temporal considerado – 45 anos - e não restrita aos anos imediatos.

Por outro lado, importa salientar que a decisão de 10/02/2010, a aplicar aos anos do triénio 2009 a 2011 ocorreu no início do ano 2010 (com SPD de 17 de Novembro de 2009), num momento em que não havia dados disponíveis relativamente a esse ano justificando a referência aos anos de 2007 e 2008. A decisão de 26.08.2011 sobre a taxa de custo de capital a aplicar aos anos de 2010 e 2011 já recorreu a dados de 2009 e 2010, seguindo-se agora e em relação ao valor revisto a aplicar a 2011, uma aproximação idêntica tomando-se como base os valores de 2010 e 2011.

Por seu lado, a **OPTIMUS** concorda com o entendimento do ICP-ANACOM, segundo o qual as OT nacionais não representam uma boa aproximação para o apuramento de uma taxa de juro sem risco, devido ao contexto macroeconómico e ao impacto que a crise da dívida portuguesa teve no mercado das obrigações portuguesas, justificando-se a avaliação de indicadores apurados a partir de dados de outros países pertencentes à zona monetária comum na qual Portugal se insere.

A este respeito, a **PT** reforça o entendimento defendido pelo ICP-ANACOM, de que os valores mais recentes da taxa de juro implica das ODP portuguesas não constituem um indicador fiável de um ativo sem risco, atendendo ao cenário de possível incumprimento do Estado português. Contudo, a **PT** defende que este argumento era já válido aquando da elaboração da Decisão de fevereiro de 2010, visto que o risco do país está por definição incorporado na taxa de juro implícita das OT.

A **PT** recorda que embora o parâmetro prémio de risco seja passível de revisão para o período 2010-2011, a **PT** não dispõe da informação necessária para proceder ao

respetivo apuramento de acordo com a metodologia definida na Decisão de fevereiro de 2010 referindo ainda que alguns dados não sofreram atualização desde 2008.

Prossegue a PT, referindo que as alterações ocorridas na taxa de juro das OT em 2011, não foram acompanhadas por um aumento de igual valor da taxa de remuneração do mercado. Com efeito, a PT, com o objetivo de demonstrar que as variações ocorridas nos outros parâmetros associados ao cálculo do custo de capital da PTC se encontram interligados, reformula o cálculo da taxa de custo de capital, incluindo o prémio de risco e a *adjusted* beta da PT SGPS, para os anos de 2009, 2010 e 2011 (*vide* quadro 2) sustentando que o método que propõe é mais simples e transparente.

Quadro 2 – Parâmetros associados ao cálculo da taxa de custo de capital

	2009	2010	2011
Taxa de juro sem risco	4,37%	4,80%	7,82%
Prémio de risco	7,51%	5,07%	1,64%
<i>Adjusted</i> Beta (PT SGPS)	1,07	1,05	0,96

Cálculo PTC

Desta análise, que a PT reconhece constituir uma violação da deliberação do ICP-ANACOM de 10.02.2010 resultou uma variação inversa entre a taxa de juro sem risco e o prémio de risco e do beta da PT SGPS, dos quais se aplicados ao cálculo da referida taxa, resultaria num comportamento mais estável da taxa de custo de capital, resultando uma taxa de 11,71% para 2011 (*vide* quadro 3).

Quadro 3 – Determinação da taxa de custo de capital

	2009	2010	2011
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%
Taxa de custo de capital (pré-tax)	13,18%	11,28%	11,71%

Cálculo PTC

O ICP-ANACOM nota que não só valor da taxa de custo de capital para 2011 sugerido pela PT é coincidente com o valor proposto no âmbito do SPD como o valor médio sugerido pela PT para o período 2009 a 2011 é praticamente o mesmo que foi determinado pelo processo *ex-ante* que este operador contesta (12,06% por contraponto com 12,0 %). Ainda assim, e não obstante a coincidência de valores referida, o processo desenvolvido pelo ICP-ANACOM resultou em menor volatilidade relativa.

Em qualquer caso, esta Autoridade não descarta à partida poder melhorar o procedimento associado à determinação da taxa de custo de capital, podendo e devendo a PT e demais interessados contribuir para essa melhoria, já para o próximo período regulatório.

B. PROJECTO DE DECISÃO FINAL ICP-ANACOM

Tendo em consideração os contributos recebidos, e à luz dos entendimentos acima expostos em sede de audiência prévia, o ICP-ANACOM mantém a orientação do sentido provável de decisão, referenciando apenas o presente relatório, que dela faz parte integrante, e o processo de audiência prévia e de consulta pública a que foi submetido.