

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PRÉVIA

**METODOLOGIA DE CÁLCULO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL DA PT
COMUNICAÇÕES, S.A., APLICÁVEL A PARTIR DO EXERCÍCIO DE 2012**

Outubro 2013

ÍNDICE

I.	INTRODUÇÃO	3
II.	CONTRIBUTOS RECEBIDOS	3
III.	CONSIDERAÇÕES GERAIS.....	4
IV.	METODOLOGIA DE CÁLCULO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL	8
A.	Custo médio ponderado de capital e <i>Capital Asset Pricing Model</i>	8
B.	Taxa de juro sem risco.....	8
C.	Prémio de risco	11
D.	Beta.....	13
E.	Gearing.....	14
F.	Taxa de custo de capitais alheios.....	14
G.	Taxa de imposto	15
H.	Base de remuneração do custo de capital	16
V.	PROJETO DE DECISÃO FINAL ICP-ANACOM.....	18

I. INTRODUÇÃO

Por deliberação de 01 de Agosto de 2013, o Conselho de Administração do ICP-ANACOM aprovou o sentido provável de decisão (SPD) sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A. (PTC), aplicável a partir do exercício de 2012.

Com o objetivo de identificar as opiniões e as preocupações das entidades interessadas relativamente à matéria em causa, o documento acima referido foi submetido a audiência prévia dos interessados, nos termos do Código do Procedimento Administrativo, e ao procedimento geral de consulta previsto no artigo 8.º da Lei n.º 5/2004, de 10 de Fevereiro, alterada pela Lei n.º 51/2011 de 13 de Setembro, tendo-se disponibilizado simultaneamente a versão pública do relatório de consultoria elaborado pela *Baker Tilly* (BT) ao custo de capital da PTC.

II. CONTRIBUTOS RECEBIDOS

Na sequência do lançamento da consulta, foram recebidos os contributos das seguintes entidades:

- Cabovisão S.A. (**Cabovisão**)
- OniTelecom - Infocomunicações, S.A. (**Oni**);
- OPTIMUS Comunicações, S.A. (**Optimus**);
- Grupo PT: Portugal Telecom, SGPS, S.A., PT Comunicações, S.A. e TMN – Telecomunicações Móveis (**PT**);

A **Optimus** acolhe favoravelmente a decisão do ICP-ANACOM e concorda, de forma geral, com a metodologia proposta no SPD. A **Cabovisão** e a **Oni** salientam a importância e o impacto desta matéria no contexto das tarifas *wholesale*, referindo que considerando o atual contexto não têm dados suficientes para se pronunciarem. Não obstante, a **Cabovisão** acrescenta que concorda em abstrato com os princípios adotados existindo, no entanto, em pontos específicos algumas reservas que se referirão ao longo do presente relatório. Por outro lado, o contributo da **PT** dá boa nota da evolução positiva face à deliberação de 2010 com alterações que se traduzem em maior transparência e simplicidade do cálculo da taxa de custo de capital e, apesar de favorável em alguns pontos, apresenta, face aos demais, algumas críticas ao SPD.

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

III. CONSIDERAÇÕES GERAIS

A **Cabovisão** e a **Oni**, considerando a importância desta matéria no custo dos produtos e serviços, entendem que seria pertinente conhecer o impacto do custo de capital, em termos percentuais, em cada oferta de referência.

O custo de capital, como parte integrante da estrutura de custos incorporada no SCA da PTC, tem impacto nos custos de todos os produtos e serviços, ainda que com maior incidência evidentemente nos produtos de capital intensivo. Salienta-se que o presente SPD tem como objetivo a definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, não contemplando por isso a análise específica do impacto ao nível dos produtos, que é efetuada em sede própria, nomeadamente no que respeita às ofertas de referência, tendo os operadores a oportunidade de se pronunciarem sobre essa matéria. De qualquer modo, salienta-se que o custo de capital, na grande maioria dos produtos grossistas, representa entre 2% e 40% dos custos totais dos produtos.

A **Optimus** entendendo que a definição do custo de capital da PTC para efeitos regulatórios deverá seguir princípios económico-financeiros claros e rigorosos no sentido de evitar distorções de concorrência no mercado, considera adequado reavaliar a metodologia de cálculo da taxa do custo de capital da PTC, incluindo a determinação das suas várias componentes. Esta empresa saúda igualmente a decisão do ICP-ANACOM em abandonar a fixação das taxas com recurso a *glide-path* e considera ajustada a opção do regulador em proceder à definição, *a priori*, da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, a aplicar a partir de 2012, com a conseqüente atualização da taxa a realizar anualmente, até ao 1º semestre do ano em questão, contribuindo para diminuir a imprevisibilidade associada ao cálculo do custo de capital da PTC.

Também a **PT** sublinha com nota positiva algumas alterações realizadas no SPD, face à deliberação de Fevereiro de 2010, nomeadamente, no que respeita: (i) à definição, *a priori*, da metodologia de apuramento da taxa de custo de capital e a atualização anual do cálculo; (ii) ao recurso a fontes de informação acessíveis e facilmente replicáveis; e (iii) à não aplicação de *benchmarkings* de precedentes regulatórios.

Não obstante, a **PT** refere a existência de alguns pontos que não se encontram refletidos na presente consulta e que na sua opinião constituem fatores de preocupação, nomeadamente:

1. Incoerência face ao modelo de custeio implementado

De acordo com a **PT**, os parâmetros *gearing*¹, prémio de dívida e taxa de imposto deviam ser apurados com base nas peças contabilísticas da PTC, na medida em que o atual modelo de custeio da PTC corresponde a um modelo de custos históricos, com imputação total de custos. Esta Empresa considera que o *benchmarking* adultera a metodologia em vigor, por confundir os dados de *input* a utilizar num modelo de custos históricos face a um modelo de custos correntes e por tornar incoerente a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital face à base contabilística (com base no modelo de custos históricos).

No que diz respeito à utilização de uma metodologia de *benchmarking*, no seio de um modelo de custos históricos, o ICP-ANACOM recorda a forma como alguns parâmetros foram calculados pela PTC no passado, tanto mais que, nomeadamente, para os exemplos apresentados pela **PT** (*gearing* e a remuneração de capitais alheios), o ICP-ANACOM constata que:

- até 2001 o *gearing* utilizado pela PTC no apuramento do custo de capital era um valor teórico (30%/37,5%) completamente dissociado da estrutura efetiva de capital da PTC;
- a remuneração de capitais alheios incluiu no passado prémios de dívida implícitos extremamente voláteis e, nalguns exercícios, de difícil compreensão, como nos exercícios de 2000 a 2004, em que o prémio de dívida implícito foi negativo;
- o prémio de risco, apurado pela *Bloomberg*, baseia-se única e exclusivamente num método *forward looking* e não é específico para Portugal, pois tem sido idêntico para todos os países da União Europeia; e,
- o beta da PTC apurado através do beta da PT SGPS, não reflete minimamente o risco sistemático da PTC. Este facto é agravado na medida em que a PTC nem sequer procedia à alavancagem e desalavancagem do beta por forma a ajustar a estrutura de capital.

Por conseguinte, não se compreende a referência à suposta adulteração do modelo de custos históricos e violação da base contabilística relevante para a construção de alguns parâmetros da taxa de custo de capital, especialmente considerando a abordagem que foi seguida pela PTC em exercícios pretéritos.

¹ *Gearing* - quociente obtido na divisão do valor médio dos capitais alheios (média do somatório dos financiamentos de médio e longo prazo) pelo valor médio dos capitais investidos (média dos capitais próprios + média dos capitais alheios).

No que respeita à taxa de imposto, recorda-se que a taxa incorporada pela PTC no cálculo da taxa de custo de capital, para o exercício de 2008, foi apurada através de ajustamentos à taxa efetiva reportada no relatório e contas da Empresa, aproximando-se significativamente da taxa nominal. Acresce que na pronúncia ao presente SPD, a **PT**, reconhecendo a complexidade associada ao apuramento da taxa de imposto efetiva e reconhecendo que a longo prazo a taxa de imposto efetiva tende para a taxa nominal, aceita a utilização da taxa de imposto nominal.

2. Utilização de *benchmarks* não comparáveis

De acordo com a **PT**, a escolha das empresas, para a utilização da metodologia *benchmarking*, deve corresponder a empresas que sejam diretamente comparáveis com a estrutura de negócios e envolvente do mercado onde a PTC se encontra inserida (ao nível da oferta, posição de mercado, taxa de crescimento, condições macroeconómicas relevantes).

A seleção efetuada pelo ICP-ANACOM, na opinião da **PT**, não tomou em consideração os princípios acima referidos, bem como não foram realizadas análises detalhadas para a escolha das empresas, pelo que face à utilização dos comparáveis propostos, a **PT** não compreende as reservas enumeradas em relação à consideração exclusiva da PT SGPS.

Ainda sobre esse ponto, a **PT** refere que apesar das reservas identificadas pelo ICP-ANACOM na utilização isolada dos dados da PT SGPS, com base na panóplia de mercados geográficos e de serviços que esta empresa engloba, acabou por ser selecionado, para efeitos de *benchmarking*, um conjunto de empresas de telecomunicações que também agregam uma multiplicidade de mercados geográficos e serviços, sendo globalmente muito mais comparáveis com a PT SGPS do que com a PTC.

Relativamente ao *benchmark* de empresas comparáveis, importa referir que na impossibilidade de selecionar empresas totalmente comparáveis com a PTC, poder-se-ia equacionar a utilização dos dados da PT SGPS, contudo, pelas razões enunciadas no SPD, a PTC não partilha os mesmos riscos que a PT SGPS, tornando inviável a escolha dessa abordagem. Não obstante, considerando a importância de manter a PT SGPS como referência, optou-se pela seleção de uma base de empresas comparáveis à PT SGPS, mais alargada e diversificada, de forma a enriquecer a base de cálculo e tornar o valor mais robusto. Esta metodologia é recomendada pela BT no seu relatório e insere-se nas metodologias consideradas pelo IRG no desenvolvimento dos *Principles of implementation and best practices*² (PIBs) sobre a metodologia de apuramento de diversos parâmetros.

² Disponível em http://erg.ec.europa.eu/doc/publications/erg_07_05_pib_s_on_wacc.pdf

Salienta-se que o documento da consulta apresentou um documento em anexo, que constitui o resultado do trabalho produzido pela BT, no âmbito do custo de capital, documento este que é parte integrante do documento posto à consulta e explica minuciosamente todos os aspetos relacionados com o apuramento dos parâmetros, as respetivas fontes, assim como os critérios associados à escolha das empresas comparáveis para a realização do *benchmark*, com os quais o ICP-ANACOM concorda.

Acresce que as metodologias apresentadas pela BT não apresentam nenhuma inovação significativa face às metodologias que são seguidas por outros reguladores europeus, conforme é visível no seu relatório, aquando da realização do *benchmark*. De referir ainda que a lista de empresas selecionadas não apresenta qualquer alteração face à lista utilizada na deliberação de Fevereiro de 2010.

3. Mecanismo de revisão

A **PT** realça que o presente documento de consulta não prevê qualquer mecanismo de revisão do cálculo de parâmetros da taxa de custo de capital, apurados através de *benchmarking*, caso se venha a verificar a não aplicabilidade de algumas das fontes de informação agora propostas, sendo que na sua opinião a inclusão de um mecanismo de revisão contribui para uma maior transparência da metodologia agora proposta e para a previsibilidade regulatória.

As linhas orientadoras para o apuramento dos parâmetros encontram-se definidas na presente decisão, aplicáveis a partir do exercício de 2012. A não inclusão do mecanismo de revisão está relacionada com o facto da presente metodologia definir antecipadamente a forma de apuramento dos parâmetros, possibilitando em qualquer altura a replicação e atualização do cálculo.

Aliás, conforme definido no SPD, a atualização da taxa de custo de capital será *“realizada anualmente, até ao final do 1º semestre do ano em questão, atendendo à disponibilidade dos elementos necessários para o cálculo, conforme a definição da metodologia”*.

Não obstante, por forma a tornar mais clara a Decisão do ICP-ANACOM, esta passará a referir explicitamente que caso se verifique que haja algum critério e/ou alguma fonte de informação que não possam ser atualizados, justifica-se a sua substituição - que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao final do primeiro quadrimestre do ano em questão - e posterior submissão a audiência prévia. Caso contrário, apenas se procederá a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual.

IV. METODOLOGIA DE CÁLCULO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

A. Custo médio ponderado de capital e *Capital Asset Pricing Model*

A **PT** concorda com a utilização das metodologias CMPC e CAPM para o cálculo da taxa de custo de capital e da taxa de custo do capital próprio, respetivamente, sublinhando a simplicidade desses métodos e as correspondentes vantagens face a outras metodologias, nomeadamente, comparações com outros setores de atividade regulados e melhor aferição dos valores determinados, mitigando eventuais assimetrias de informação.

B. Taxa de juro sem risco

A **Cabovisão** considera que, para efeitos de mercado relevante para aferir a ausência de risco, devem ser apenas incluídos os países da zona euro com notação superior de risco ou alternativamente excluir da amostra os países alvo de intervenção externa, essencialmente porque, na sua opinião, a metodologia adotada no SPD resulta em taxas de juro sem risco “*extremamente elevadas*”, de 3.89% para 2012 e de 3.96% para 2013.

A **Optimus**, por sua vez, concorda com a proposta de alargamento da base de cálculo da taxa de juro sem risco para a média implícita das ODP dos países que compõem a zona euro (ponderadas pelo respetivo PIB), com maturidade a 10 anos.

A **PT** não compreende a utilização da média ponderada das taxas das ODP dos diversos países da zona euro, na medida em que são utilizadas taxas de ODP de países que têm um risco país semelhante ou superior a Portugal e igualmente taxas de países, que refletem o efeito de “refúgio”, obtendo-se assim uma taxa média da zona euro, “*não permitindo que sejam refletidas na taxa de juro sem risco as condições específicas da economia portuguesa*”.

Acresce a **PT** que uma vez que o cálculo de grande parte dos restantes parâmetros seguem uma metodologia de *benchmarking*, o enquadramento macroeconómico específico do país acabará esbatido no cálculo final da taxa de custo de capital, o que não deveria ser o caso.

Salienta ainda a **PT** que apesar do ICP-ANACOM referir no documento da consulta que as decisões regulatórias recentes estão genericamente em linha com a abordagem metodológica que se pretende seguir, tal apenas se verifica na determinação da série temporal, na medida em que em todos os exemplos de precedentes regulatórios, a taxa de juro sem risco é calculada com base nas ODP dos respetivos países.

Face ao exposto, a **PT** considera que a taxa de juro sem risco deve refletir o enquadramento macroeconómico de Portugal, sob pena de se apurar uma taxa de custo de capital desenquadrada da realidade do mercado onde a PTC se insere.

Contudo, com base nas preocupações anteriormente transmitidas pelo ICP-ANACOM em relação à utilização das OT portuguesas como uma boa *proxy* da taxa de juro sem risco, derivadas do facto de os títulos locais não apresentarem emissões de base constante ou não possuírem suficiente liquidez, a **PT** propõe que a taxa de juro sem risco seja calculada através do somatório do valor médio das ODP da Alemanha e dos EUA e dos *Credit Default Swaps* (CDS) de Portugal, colmatando assim a preocupação sobre a liquidez e refletindo também o enquadramento macroeconómico do país.

A alternativa sugerida pela **Cabovisão** para o apuramento da taxa de juro sem risco, de utilizar-se apenas os países com notação superior – presumivelmente com *rating* de crédito AAA – é debatida no SPD, tendo sido referidas as limitações inerentes à utilização desses países como referência, na medida em que as taxas implícitas das ODP a 10 anos desses países estão em mínimos face às suas médias históricas, devido a um eventual efeito “refúgio”.

Neste sentido, a escolha desta abordagem poderia subestimar o valor da taxa de juro sem risco e conseqüentemente da taxa de custo de capital, e uma vez que importa apurar o custo de capital adequado de modo a manter os corretos incentivos ao investimento, esta abordagem não será a mais adequada.

Por sua vez, a exclusão das taxas de juro de países intervencionados não teria em conta o cenário macroeconómico de restrição ao crédito vivido nos países intervencionados e que resultou numa subida generalizada das taxas de juro.

Face ao exposto, a utilização de um compósito de todos os países da zona euro agrega ambos os cenários que atualmente refletem de forma mais eficaz a realidade macroeconómica vivida na zona euro. Assim, na impossibilidade de utilizar as OT nacionais como referência devido ao seu comportamento atípico, uma abordagem mais robusta passou precisamente por considerar o mercado monetário no qual está integrada a economia portuguesa, isto é, a zona euro.

No que respeita às questões avançadas pela **PT**, importa referir que a metodologia proposta no SPD prevê a inclusão do risco da economia portuguesa ao nível do prémio de risco de mercado ao invés de o refletir na taxa de juro sem risco, por considerar essa abordagem mais fiel ao próprio conceito da taxa de juro sem risco. Assim, verifica-se que, ao contrário do

referido, e apesar de alguns parâmetros serem calculados recorrendo a *benchmarking*, o risco macroeconómico encontra-se especificamente refletido no prémio de risco de mercado para Portugal.

Relativamente aos precedentes regulatórios, é notório que a maior parte dos reguladores considerados optaram pela utilização de ODP dos respetivos países, contudo, salienta-se que na sua maioria esses países não foram intervencionados, pelo que a respetiva taxa implícita traduz-se numa aproximação à taxa de juro sem risco. Aliás, num contexto macroeconómico sem efeitos atípicos, o que não é o caso do atual contexto português, a taxa de juro sem risco seria calculada com base nas OT nacionais, como aconteceu na deliberação de Fevereiro de 2010.

Recorda-se que, posteriormente, foi necessário proceder à revisão desse parâmetro atendendo ao desenrolar da crise financeira internacional que originou grande instabilidade nos mercados financeiros, nomeadamente ao nível da dívida soberana, e que colocou em causa a razoabilidade de empregar as OT como aproximação ao indicador de taxa de juro sem risco.

No momento presente, a conjuntura macroeconómica não se encontra muito distante do cenário que levou o ICP-ANACOM a realizar a referida revisão, acrescido de outras preocupações, como o facto dos títulos locais não apresentarem emissões de base constante nem possuírem suficiente liquidez, pelo que, conforme referido no SPD, dificilmente se poderia considerar as taxas de juro implícitas nas OT portuguesas como uma boa aproximação ao conceito da taxa de juro sem risco.

Aliás, é precisamente também com base nestas preocupações que a própria **PT** sugere a utilização de uma média entre as taxas de ODP da Alemanha e Estados Unidos, à qual é acrescido o *spread* dos CDS de Portugal.

De acordo com a BT, esta proposta apenas reflete parcialmente as condições da economia portuguesa. Dadas as substanciais diferenças entre as realidades económicas dos dois países, torna-se incoerente a utilização das ODP dos Estados Unidos como referência para a taxa de juro sem risco, na medida em que as ODP americanas estão expressas em USD (risco cambial) e refletem as expectativas dos investidores quanto ao seu pagamento, assim como a inflação e o crescimento da economia norte-americana.

Por sua vez, a utilização das ODP da Alemanha, implicaria assumir que essas taxas implícitas refletem a verdadeira taxa de juro sem risco expressa em euros, o que pode não corresponder totalmente à realidade, uma vez que, conforme referido no SPD, os títulos de dívida alemã têm

revelado um comportamento significativamente díspar face à sua média histórica, indiciando a existência de um eventual efeito “refúgio” face à incerteza reinante nos mercados financeiros, que não é sustentável a prazo, pelo que esta opção poderia enviesar negativamente a taxa de juro sem risco.

Adicionalmente, como referido, a metodologia proposta no SPD sustenta que o risco da economia portuguesa deve ser espelhado no prémio de risco ao invés de o ser na taxa de juro sem risco, pelo que o apuramento da taxa de juro sem risco não deve incluir os *credit default swaps*, na medida em que esse efeito é incorporado no prémio de risco e a sua consideração simultânea na taxa de juro sem risco não só duplica o efeito, como desvirtua o cálculo de uma taxa que se pretende isenta de risco, por definição.

C. Prémio de risco

A **Cabovisão** argumenta que o prémio de risco deve ser revisto em baixa, dado que o mesmo “aparenta estar inflacionado”.

A **PT** começa por expressar o seu acordo com o referido no relatório da BT em relação ao apuramento do prémio de risco dever ser determinado em função dos pressupostos subjacentes e do respetivo cálculo da taxa de juro sem risco, concluindo assim que esse cálculo está intrinsecamente condicionado pela taxa de juro sem risco.

A **PT** reitera assim a existência desta interdependência entre os parâmetros da taxa de custo de capital, facto este que, na sua opinião, não foi respeitado pelo ICP-ANACOM na deliberação de 10/02/2010.

Acresce a **PT** que a proposta da BT para o cálculo do prémio de risco assenta na utilização das bases de dados Damodaran e Pablo Fernández, sendo que em relação a esta última, o único argumento apresentado para a sua escolha reside na larga utilização desses dados por parte de analistas e académicos. A **PT** refere ainda que esse cálculo tem subjacente as ODP portuguesas.

Neste contexto, a **PT**, considerando que por um lado é referida a interdependência dos parâmetros da taxa de custo de capital e, por outro, é proposto um critério distinto, entende que de entre as alternativas apresentadas pelos consultores e pelo ICP-ANACOM, a única plausível de ser aplicada deverá ser a base de dados *Damodaran*.

Por último, a **PT** salienta o seu acordo em relação à utilização de dados ex-ante, face à utilização de dados ex-post, dado o carácter prospetivo que uma taxa de custo de capital deve ter para os investidores.

O prémio de risco corresponde ao retorno financeiro excedente, isto é, representa o diferencial entre o risco de investir no mercado bolsista e o de investir em ativos isentos de risco. Neste sentido, é através deste parâmetro que se pretende traduzir no cálculo do custo de capital o efeito do enquadramento macroeconómico específico de Portugal, por forma a refletir o risco associado ao atual contexto.

O prémio de risco considerado no SPD corresponde a indicadores calculados por *Damodaran* e *Fernández* (aceites pela maioria dos analistas, consultores e académicos), que têm em conta o risco de mercado associado a cada país.

De acordo com a BT, os valores determinados para Portugal estão em linha com os dos outros países intervencionados, refletindo a instabilidade política e económica vivida, nomeadamente:

- Portugal: *Damodaran* (2012:10.13%; 2013:10.68%) e *Fernández* (2012:6.5%; 2013:7.2%);
- Grécia: *Damodaran* (2012:16.5%; 2013:20.8%) e *Fernández* (2012:7.4%; 2013:9.6%);
- Irlanda: *Damodaran* (2012:9.6%; 2013:9.4%) e *Fernández* (2012:6.0%; 2013:6.6%).

Assim, tendo em consideração que o mercado presentemente reflete um ciclo económico atípico, é expectável que o prémio de risco de mercado apresente valores superiores à média histórica, não devendo ser entendido como “inflacionado”, na medida em que procura traduzir a realidade atual do país.

No que diz respeito à forma de cálculo, importa referir que a metodologia proposta no SPD, ao contrário do referido pela **PT**, não utiliza as ODP portuguesas como referência para a taxa de juro sem risco. As duas bases de dados consideradas, quer a *Damodaran*, quer a *Fernández*, não têm como referência as ODP portuguesas. As respostas aos inquéritos de *Fernández* têm por base diversas fontes, nomeadamente, DMS, Ibboston, *Damodaran*, *Grabowski*, *Fernández*, *Bloomberg* e *Reuters*, contemplando assim diversas estimativas referentes à taxa de juro sem risco, diferentes das ODP portuguesas.

Neste sentido, uma vez que a **PT** aceita a utilização da base de dados da *Damodaran* e, conforme mencionado, a base de dados *Fernández* também assenta no mesmo princípio de não serem consideradas no cálculo as ODP portuguesas, não existe razão para que esta

última não seja considerada no cálculo, visto ser possível manter a coerência entre a taxa de juro sem risco e o apuramento do prémio de risco.

Face ao exposto, entende-se que ambas as fontes de informação (Damodaran e Fernández) possibilitam a definição de uma base de cálculo ampla e diversa que permite acautelar eventuais limitações e incertezas subjacentes ao apuramento do prémio de risco e aferir, face às alternativas apresentadas, a melhor aproximação ao prémio de risco de mercado para Portugal, tendo em consideração a taxa de juro sem risco considerada no SPD.

D. Beta

A **PT**, face às reservas do ICP-ANACOM quanto à utilização do beta da PT SGPS como referência e às dificuldades inerentes ao cálculo do beta da PTC a partir do beta da PT SGPS, que continua a defender, aceita o recurso a *benchmark*, apresentando contudo um conjunto de questões relativamente ao cálculo do beta considerado no SPD, nomeadamente relativamente: (i) à utilização de empresas para o *benchmark* mais comparáveis com a PT SGPS do que com a PTC; e (ii) à utilização da fórmula *Harris and Pringle* em detrimento da fórmula de *Hamada*, que considera mais adequada por incorporar o efeito do imposto na estrutura de capitais.

Adicionalmente, acrescenta a **PT** que concorda que o cálculo seja realizado recorrendo ao *adjusted beta*, através de observações mensais e para um período de 5 anos.

No que diz respeito à metodologia de *benchmark*, salienta-se que os respetivos fundamentos já foram devidamente prestados no capítulo III - Considerações gerais (ponto 2.), do presente documento, reiterando-se o mesmo entendimento.

Relativamente à utilização da fórmula *Hamada* face à *Harris and Pringle*, esta última é considerada mais adequada porque tem maior aderência à realidade, nomeadamente porque evita a inclusão de efeitos fiscais que podem apresentar variações muito significativas entre os países, não sendo por isso efetivamente comparáveis.

Adicionalmente, de acordo com a BT, a utilização da fórmula *Hamada*, refletindo o efeito da poupança de impostos pela existência de capitais alheios na estrutura de capital, assume as seguintes hipóteses: (i) a taxa de imposto será conhecida e constante; (ii) a estrutura de capital será constante; e (iii) o serviço de dívida não será alterado no futuro conhecido. Neste sentido, a fórmula *Harris and Pringle* assenta em menos hipóteses, no que respeita à taxa de imposto, pelo que em cenários de maior incerteza traduz-se numa fórmula de cálculo mais robusta.

E. Gearing

De acordo com a **PT**, é no cálculo do *gearing* que se revela mais adequado o recurso a *benchmarking*, salientando que este deve ser efetuado com as devidas precauções e ajustamentos.

A **PT** refere ainda que concorda que o cálculo seja efetuado recorrendo aos valores que constam dos relatórios e contas, provenientes da *Bloomberg*, através de séries históricas referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão.

Relativamente à metodologia de *benchmark*, salienta-se que os respetivos fundamentos já foram devidamente prestados no capítulo III - Considerações gerais (ponto 2.), do presente documento, reiterando-se o mesmo entendimento.

F. Taxa de custo de capitais alheios

Tendo em consideração que: (i) ao contrário da taxa de custo do capital próprio, calculada com recurso à taxa de juro sem risco, ao beta e ao prémio de risco, a taxa de custo de capitais alheios encontra-se evidenciada nas demonstrações financeiras da PTC, através da taxa implícita ao passivo remunerado; e (ii) a PTC encontra-se integrada num grupo empresarial, cujo financiamento é maioritariamente assegurado pela PT SGPS pelo que a taxa de custo de capital alheio é similar ao da PT SGPS, a **PT** entende que deve ser utilizada a taxa de capitais alheios da PT SGPS para o cálculo da taxa de custo de capital.

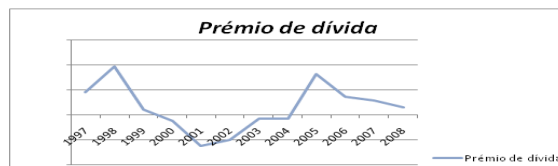
Acresce a **PT** que qualquer outra forma de cálculo da taxa originará uma taxa de capitais alheios que não corresponde ao custo efetivamente incorrido pela empresa.

Contudo, a **PT** refere que segundo a proposta do ICP-ANACOM o cálculo da taxa de capital alheio se faz com base na taxa de juro sem risco adicionada do prémio de dívida, pelo que o valor do prémio de dívida deve ser correspondente ao prémio da PT SGPS, retratando mais fidedignamente o custo da dívida, ao invés do recurso ao *benchmark*.

No passado, a consideração da taxa de custo dos capitais alheios diretamente refletida nas demonstrações financeiras da PTC originou prémios de dívida implícitos na taxa média de capitais alheios, de 2004 a 2007, claramente inferiores à média dos valores adotados pelos reguladores europeus. Acresce que em alguns anos (de 2000 a 2004) os valores reportados pela PTC implicaram a existência de *spreads* de dívida negativos (*vide* gráfico I),

demonstrando claramente que essa abordagem não é razoável.

Gráfico I



Fonte: Resultados SCA da PTC 1997-2008

Neste contexto, em virtude da ausência de um valor que possibilite aferir diretamente o prémio de dívida da PTC, entende-se que esse prémio de dívida deverá refletir o risco financeiro de uma empresa do sector das telecomunicações. A alternativa sugerida pela **PT** reside na utilização do prémio de dívida da PT SGPS, uma vez que a PTC tem-se financiado por via do seu acionista único. Contudo, à semelhança do referido para os outros parâmetros (nomeadamente, para o *gearing* e para o beta), tendo em conta a respetiva metodologia seguida para o cálculo desses parâmetros, através de *benchmarking*, bem como as limitações apontadas para a utilização exclusiva da PT SGPS como referência para a PTC, considera-se que a utilização de um prémio médio calculado a partir de um grupo de empresas comparáveis é mais robusto e coerente com a restante metodologia constante no SPD.

G. Taxa de imposto

De acordo com a **PT**, a taxa de imposto a considerar deverá corresponder à taxa de imposto efetiva, dado ser esta taxa que traduz o efetivo encargo fiscal a que a empresa é sujeita, tendo este fato um peso acrescido na medida em que o SCA tem como base custos históricos.

No entanto, a **PT** refere que dada a existência de alguns impactos na taxa efetiva, resultantes de decisões estratégicas e financeiras que não devem ser refletidos ao nível dos custos dos produtos e serviços, devem ser realizados alguns ajustamentos a essa taxa para efeitos regulatórios.

Contudo, dada a complexidade do cálculo e dado ser expectável que a taxa de imposto efetiva tenda para a taxa de imposto nominal, a **PT** anui que seja esta a taxa a utilizar no cálculo da taxa de custo de capital da PTC, como proposto pelo ICP-ANACOM.

H. Base de remuneração do custo de capital

A **PT** considera que num modelo global de custeio o que se remunera é o capital investido (próprio e alheio) que suporta a operação dos negócios da empresa, dado que os investidores financiam globalmente a empresa e não bens ou componentes específicas do seu ativo, conforme evidenciado, na sua opinião, no ponto 5.1 da Recomendação 98/322/CE.

Acresce ainda, segundo a **PT**, que os capitais permanentes postos à disposição da empresa cobrem as seguintes necessidades de investimento: (i) o investimento no seu aparelho produtivo e em outros bens/equipamentos afetos à sua atividade; (ii) os investimentos financeiros; (iii) outros ativos de médio e longo prazo (e.g. impostos diferidos); e (iv) necessidades permanentes de fundo de maneio (por exemplo: stocks de matérias-primas e mercadorias ou insuficiência de cobertura pelo passivo de curto prazo dos restantes ativos da mesma natureza).

Neste sentido, a **PT** considera que o ICP-ANACOM não pode inferir que o capital investido (capital próprio + passivo de médio e longo prazo) se mede pelo somatório do imobilizado corpóreo, imobilizado incorpóreo e investimento financeiro.

Acresce a **PT** que para além das rubricas de imobilizado e de investimentos financeiros, o capital investido de qualquer empresa é também composto pela diferença existente entre o ativo e o passivo de curto prazo, ou seja, o fundo de maneio.

Salienta a **PT** que sendo o SCA da PTC valorizado a custos históricos, a única base de capitais a remunerar deve ser a que resulta diretamente do balanço contabilístico, no que se refere aos capitais investidos (capital próprio + passivo de médio e longo prazo), sob pena de não se remunerar a totalidade do capital investido.

Assim, prossegue a **PT**, a aceitação por parte do ICP-ANACOM da inclusão de todos os custos financeiros cujos capitais não estejam considerados na base do custo de capital constituída pelas rubricas de imobilizado e de investimentos financeiros, “padece de um erro crasso”, uma vez que considera que a remuneração da diferença entre o capital investido e os ativos imobilizados e financeiros é realizada a uma taxa equivalente à do capital alheio e não à taxa de custo de capital, o que penaliza a remuneração total do negócio, afetando a confiança entre os agentes do mercado (acionistas e financiadores) e o Estado.

O ICP-ANACOM mantém-se convicto que a base contabilística deve estar imune a reclassificações contabilísticas e a estratégias de gestão financeira da empresa. Na realidade, os exercícios de 2007 e 2008 foram exemplo desta situação, em que a classificação de um empréstimo como uma dívida de curto prazo num exercício e posteriormente em longo prazo alterou significativamente o valor dos capitais investidos, do *gearing*, e conseqüentemente do custo de capital, o que teria sido evitado com a remuneração direta do Ativo não corrente.

Por outro lado, os capitais investidos devem estar refletidos de uma forma clara nos investimentos operacionais da empresa, isto é, no ativo da empresa. E, no caso da PTC, que opera num mercado de capital intensivo, é razoável considerar que o investimento a remunerar deve estar claramente refletido nos ativos não correntes da empresa. Acresce que a BT no seu relatório reconhece que a base de remuneração do custo de capital deve corresponder aos ativos diretamente associados à atividade regulada da empresa.

A Lei nº 51/2011, de 13 de Setembro, prevê, no nº 2 do artigo 74º, que “ao impor as obrigações a Autoridade Reguladora Nacional (ARN) deve: a) ter em consideração o investimento realizado pelo operador, permitindo-lhe uma taxa razoável de rendibilidade sobre o capital investido, tendo em conta os riscos a ele associados (...)”.

Neste sentido, entende-se o capital investido como o investimento realizado pela empresa, traduzindo-se de uma forma imediata no ativo não corrente da empresa. Neste contexto, os capitais investidos a serem remunerados devem estar refletidos no ativo não corrente da empresa, pelo que a taxa de custo de capital deverá ser diretamente aplicada ao mesmo.

Tendo em consideração que o modelo de custeio apresentado pela PTC assenta na metodologia de custos totalmente distribuídos, é razoável considerar como base de remuneração o valor total do ativo não corrente (associado a produtos e serviços regulados e não regulados), sendo efetuada a sua alocação devida através da metodologia *activity based costing*.

Face ao exposto, a aplicação direta ao ativo não corrente da PTC consiste numa metodologia mais adequada, tendo em consideração que remunera diretamente o investimento concretizado pela empresa no âmbito da sua atividade operacional. Aliás, esta abordagem é prática corrente no seio da regulação do mercado de telecomunicações, bem como, na regulação de outros setores.

No que respeita à questão dos custos financeiros, esclarece-se que este tema já foi alvo de

análise em sede própria, reiterando-se o entendimento transmitido à PTC, na medida em que sendo permitida, no SCA, a inclusão de uma remuneração associada ao custo de capital, todos os encargos financeiros associados aos capitais investidos, sob a forma de capital alheio, devem ser deduzidos aos custos globais do modelo, no sentido de evitar eventuais duplicações de custos que poderão ocorrer por via da consideração simultânea de valores de encargos financeiros e de montantes de custo de capital.

V. PROJETO 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, exceto quanto ao aditamento efetuado em relação ao ponto sobre o mecanismo de revisão, referenciando o presente relatório, que dela faz parte integrante, e o processo de audiência prévia e de consulta pública a que foi submetido.