

# Sentido provável de decisão

---

Revisão do cálculo da taxa de custo de capital  
da PT Comunicações, S.A. aplicável ao período  
2010 e 2011

## **I. Enquadramento**

O custo de capital é uma componente importante dos custos dos produtos e serviços, considerando-se fulcral a determinação de uma metodologia que permita avaliar, sem quaisquer constrangimentos contabilísticos e analíticos, de uma forma razoável a taxa de custo de capital adequada para remunerar os investimentos da PT Comunicações, S.A. (PTC).

Neste contexto, considerando (i) que a metodologia de cálculo do custo de capital não foi objecto de revisão desde a sua implementação, podendo por isso encontrar-se desajustada face à realidade e (ii) que a determinação de alguns parâmetros (e.g. *gearing*, taxa de imposto, taxa de capitais alheios) não era independente das decisões de gestão da PTC, o ICP-ANACOM, por deliberação de 10/02/2010<sup>1</sup>, definiu a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PTC, aplicável ao triénio 2009-2011.

Com esta Deliberação, pretendeu-se também minimizar a imprevisibilidade associada ao cálculo do custo de capital da PTC e, simultaneamente, assegurar maior certeza regulatória, num quadro de maior transparência para todas as partes, na medida em que a operacionalização do processo de imputação do custo de capital, que historicamente vinha a ser seguido, era realizada em momento posterior ao exercício em causa.

Como resultado do estudo desenvolvido pelo ICP-ANACOM, e após consulta ao mercado, apurou-se uma taxa de custo de capital, para o triénio 2009 – 2011, de 10,3%, tendo-se simultaneamente conferido um período de transição à PTC que permitisse a essa empresa ajustar a sua operação à taxa de custo de capital resultante desta alteração metodológica (12,3% em 2009, 11,3% em 2010 e 10,3% em 2011).

Não obstante, a referida deliberação previa que, se no período considerado ocorresse alguma situação extraordinária e com impacto significativo na validade dos pressupostos considerados nos parâmetros de natureza externa à PTC (taxa de juro sem risco, taxa de imposto e prémio de risco), estes seriam passíveis de revisão.

Para o efeito, esta revisão, desde que justificada, poderia ser despoletada até ao final do primeiro trimestre do exercício subsequente ao ano em questão, por iniciativa do ICP-ANACOM ou da PTC, considerando-se significativo um desvio superior a 0.5 pontos

---

<sup>1</sup> <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1010799>

percentuais na taxa de custo de capital da PTC, definida no âmbito da Decisão de 10/02/2010.

## **II. Revisão da taxa de custo de capital**

A PTC, por carta 20185530, de 04 de Março de 2011, solicitou a revisão da taxa de custo de capital a utilizar em 2010, avançando com o valor de 12,02% para esse exercício, com base em duas alterações significativas, que ocorrerem em 2010, em dois dos parâmetros elegíveis (taxa de juro sem risco e taxa de imposto) e cuja quantificação é imediata.

Nessa mesma carta, a PTC remete também a análise justificativa da taxa que propõe (12.02%), bem como uma série de considerações sobre a metodologia de apuramento da taxa de custo de capital determinada por esta Autoridade, as quais merecem uma revisão atenta e cuidada, apresentando-se seguidamente uma análise detalhada de forma a esclarecer devidamente cada uma das situações.

## **III. Considerações gerais da PTC sobre a metodologia**

No seguimento dos comentários sobre a revisão da taxa de custo de capital, a PTC considerou ser pertinente expor o seu entendimento relativamente a dois aspectos particulares da Deliberação do ICP-ANACOM: o horizonte temporal da decisão e a simplicidade e transparência da metodologia.

### **Horizonte temporal**

A PTC considera que apesar do ICP-ANACOM ter tido como objectivo propiciar aos agentes um ambiente mais previsível, de menor incerteza regulatória, na realidade a decisão do ICP-ANACOM não visou uma definição metodológica, traduzindo-se na prática apenas na determinação dos valores e respectivas fontes.

Adicionalmente, a PTC refere que *“a fixação ex-ante do valor da taxa a aplicar para um período de tempo tão alargado, calculada com base em informação do passado referente a anos já distantes daqueles aos quais a taxa se vai aplicar, não deve ser confundida com a transparência das regras.”*

Com a Decisão de 10 de Fevereiro de 2010, o ICP-ANACOM definiu a taxa de custo de capital, aplicável ao triénio 2009-2011, resultante de uma revisão metodológica profunda no que diz respeito à forma de cálculo de cada um dos parâmetros, à base de remuneração e ao próprio procedimento, passando de uma taxa anual para uma taxa definida para três anos, com um mecanismo de revisão que pudesse salvaguardar as partes de efeitos significativos não antecipados.

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

Aliás, a implementação de uma metodologia que defina *a priori* a taxa de custo de capital é prática comum em vários países, tais como, a Irlanda<sup>2</sup>, a França<sup>3</sup>, a Bélgica<sup>4</sup> e o Reino Unido<sup>5</sup>.

Acresce que ao fixar regras *ex-ante* reduz-se a necessidade de investigações posteriores, normalmente complexas, morosas e potencialmente objecto de disputa, a eventuais abusos do poder de mercado, através da fixação de custos de capital excessivos.

A PTC afirma ainda que *“o que resultou da deliberação do ICP-ANACOM foi um determinismo regulatório exagerado, que não reflecte necessariamente de forma adequada e atempada as normais flutuações do mercado, favorecendo assim a ocorrência de revisões abruptas da taxa de custo de capital a cada três anos.”*

A PTC considera que o argumento do ICP-ANACOM de que o conhecimento antecipado do valor desta taxa diminuía a incerteza regulatória, veio a revelar-se falível, dado o diferimento temporal e a magnitude dos desvios entre os dados utilizados no cálculo dos parâmetros e os valores observados em cada exercício.

O ICP-ANACOM discorda da interpretação da PTC de que a actual metodologia de fixação da taxa de custo de capital favoreça a ocorrência de revisões abruptas da taxa de custo de capital. De facto, é facilmente constatável que a metodologia anteriormente

---

<sup>2</sup> [http://www.comreg.ie/publications/comreg\\_sets\\_new\\_eircom\\_cost\\_of\\_capital\\_at\\_10\\_21\\_584.103090.p.html](http://www.comreg.ie/publications/comreg_sets_new_eircom_cost_of_capital_at_10_21_584.103090.p.html)

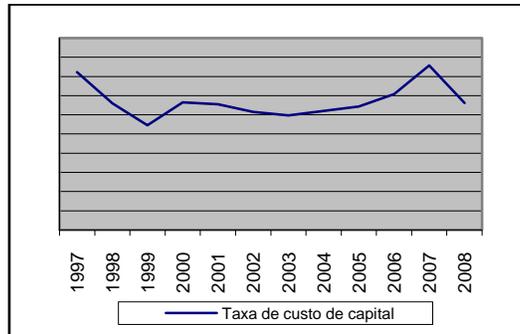
<sup>3</sup> [http://www.arcep.fr/uploads/tx\\_gsavis/10-0001.pdf](http://www.arcep.fr/uploads/tx_gsavis/10-0001.pdf)

<sup>4</sup> [http://www.ibpt.be/fr/622/ShowDoc/3216/Comptabilisation\\_des\\_coûts/Consultation\\_relative\\_au\\_coût\\_du\\_capital\\_pour\\_les\\_...aspx](http://www.ibpt.be/fr/622/ShowDoc/3216/Comptabilisation_des_coûts/Consultation_relative_au_coût_du_capital_pour_les_...aspx)

<sup>5</sup> <http://stakeholders.ofcom.org.uk/consultations/wba-charge-control/summary>

seguida pela PTC resultava numa volatilidade significativa nas taxas apresentadas, situando-se, entre 1997 e 2008, no intervalo entre 11% e 17% (vide gráfico I e quadro 5).

**Gráfico I – Evolução da taxa de custo de capital PTC 1997-2008**



Fonte: SCA PTC 1997-2008

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

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Desvio		-3,21%	-2,30%	2,39%	-0,21%	-0,77%	-0,36%	0,45%	0,45%	1,32%	2,97%	-3,91%

Fonte: Resultados SCA PTC 1997-2008

A PTC refere ainda que a fixação prévia de um valor relativo a um único factor de custo, com a justificação de que se reduz a imprevisibilidade da evolução do custo dos produtos, é um argumento débil quando todos os outros factores de custo detêm um peso superior na formação do custo final.

O ICP-ANACOM está perfeitamente ciente de que o custo de capital é apenas uma das parcelas de custo da operação da PTC. Não obstante, a possibilidade de fixar *a priori* essa componente do custo dos produtos e serviços contribui para uma maior previsibilidade regulatória, procedimento aliás seguido por vários outros reguladores sectoriais.

### **Simplicidade e transparência metodológica**

A PTC refere que a incerteza regulatória em torno do custo de capital não pode ser eliminada por via administrativa e por períodos limitados no tempo, sublinhando que ela tem de ser combatida com uma metodologia que permita o alinhamento anual dos seus parâmetros com a evolução observada no mercado, através de um conjunto de regras cuja simples, transparente e acessível a todos.

Neste contexto, a PTC alega ainda que o ICP-ANACOM partindo de metodologias consensuais, nomeadamente, o CMPC e o CAPM, acabou por entrar num excesso de fontes de informação e critérios, tornando complexo o que deveria ser simples, e de acesso reservado o que deveria estar ao alcance todos, pelo que a PTC sugere que a metodologia definida seja revista.

Relativamente à contestação, pela PTC, da metodologia de apuramento do custo de capital, o ICP-ANACOM sublinha que com a Decisão de Fevereiro de 2010 reduziu-se substancialmente a incerteza e volatilidade desta componente de custo (ver gráficos anteriores) sem contudo deixar de considerar o alinhamento anual dos principais parâmetros do custo de capital, como atesta o processo de revisão corrente. É assim entendimento desta Autoridade que, não obstante poder-se avaliar, em sede própria, a existência de instâncias de melhoria da metodologia definida, a Decisão de Fevereiro de 2010 representou, quando comparado com a prática até então seguida, uma efectiva melhoria processual, sendo que em qualquer caso esta matéria será revisitada para os anos de 2012 e seguintes.

De notar que as linhas orientadoras encontram-se definidas, pelo que o grau de complexidade inerente a esta tarefa não parece ser um factor de entropia no processo de cálculo, até porque todas as bases de dados e fontes de informação utilizadas para o apuramento dos parâmetros encontram-se devidamente identificadas, garantindo uma total transparência e independência dos dados utilizados.

Acresce que as metodologias consideradas no cálculo do custo de capital não apresentam nenhuma inovação significativa face às metodologias que são seguidas por outros reguladores europeus, conforme é visível no *benchmark* considerado na Decisão.

#### **IV. Análise da taxa de custo de capital proposta pela PTC**

##### **Taxa de juro sem risco**

Refere a PTC que a Decisão do ICP-ANACOM sobre este tema estabelece que a taxa de juro sem risco deve ser calculada através da taxa das Obrigações de Tesouro a 10 anos, devendo a série a utilizar corresponder a observações mensais dos últimos dois anos.

Analisada a série mensal dos últimos dois anos (2009 e 2010), a PTC conclui que esta taxa alterou-se materialmente, passando o seu valor a ser 4,80% por contraponto ao valor de 4,47% definido no âmbito da Decisão sobre este tema.

**Sobre este valor, refere-se que o ICP-ANACOM replicou os cálculos da PTC, tendo apurado o mesmo valor – 4,80% para a média da taxa das Obrigações de Tesouro a 10 anos, entre Janeiro de 2009 e Dezembro de 2010.**

### **Taxa de imposto**

A PTC refere que a Lei n.º 12-A de 2010 de 30 de Junho, relativa a medidas adicionais no âmbito da consolidação orçamental das contas do Estado, através do seu artigo 2º, passou a incidir sobre o lucro tributável uma taxa adicional de 2,5%, correspondente à derrama estadual. Desta forma, a taxa de imposto nominal da PTC passou para 29%.

**O ICP-ANACOM concorda com a actualização da taxa nominal de imposto referida pela PTC, passando esta a ser de 29%, face à taxa de 26,5% definida no âmbito da Deliberação de Fevereiro de 2010.**

Adicionalmente, a PTC menciona que, para além da taxa de IRC e das derramas municipal e estadual, paga também imposto sob a forma de Tributações Autónomas, as quais, no âmbito das medidas de consolidação orçamental, viram o seu valor acrescido.

Não obstante esta referência ao agravamento das suas obrigações fiscais, a PTC não as considera nos cálculos apresentados em sede de revisão da taxa de custo de capital. O ICP-ANACOM concorda com a abordagem seguida pela PTC.

### **Prémio de Risco**

Relativamente à revisão do parâmetro representativo do prémio de risco, a PTC refere que *“a complexidade do cálculo introduzida pelo ICP-ANACOM implica a utilização de dados a que a PTC não tem acesso na sua actividade normal, pelo que a sua actualização será da responsabilidade do Regulador”*.

Recorda-se que no âmbito do processo conducente à Decisão de Fevereiro de 2010 estipulou-se que mecanismo de revisão pode ser despoletado pelo ICP-ANACOM ou pela PTC, cabendo contudo a recolha de informação à entidade proponente. Acresce que os

dados que contribuem para o seu apuramento estão disponíveis a qualquer entidade, não sendo confidenciais ou de acesso restrito.

## Revisão para 2010

Considerando as alterações referidas anteriormente ao nível da taxa de juro sem risco e da taxa de imposto, a PTC actualizou o cálculo da taxa de custo de capital, tendo obtido o resultado de 10,97% (*vide* quadro 2), face aos 10,28% apurados no âmbito da Decisão, apurando um impacto de cerca de +0,7 pontos percentuais, reunindo assim, à partida, as condições de accionamento do mecanismo de revisão.

**Quadro 2 – Custo de capital 2010**

<b>Parâmetros</b>	<b>Decisão ICP-ANACOM</b>	<b>OTS e Tx de IRC (PTC)</b>
<b>Taxa de juro sem risco (Ots)</b>	<b>4,47%</b>	<b>4,80%</b>
Prémio de dívida	1,23%	1,23%
Beta	0,85	0,85
Prémio de risco	5,86%	5,86%
Gearing	36,20%	36,20%
<b>Taxa imposto</b>	<b>26,50%</b>	<b>29,00%</b>
Custo de capital próprio	9,47%	9,78%
<b>Pre-tax CMPC</b>	<b>10,28%</b>	<b>10,97%</b>

Fonte: Cálculo PTC e ICP-ANACOM

O ICP-ANACOM procedeu ao recálculo da taxa de custo de capital considerando as mesmas alterações, apurando uma taxa de 10,97%, tal como a PTC.

**Neste sentido, o ICP-ANACOM concorda que estão reunidas as condições necessárias para que se possa accionar o mecanismo de revisão da taxa anteriormente definida.**

## Revisão para 2011 e novo *glide path*

A PTC considera que, “*dado estarmos num período transitório de ajustamento da taxa revela-se fundamental avaliar o impacto destas alterações na estimativa da taxa para o final desse período (2011) e a conseqüente necessidade de reavaliação do ritmo definido para a trajectória descendente.*”

Prosegue assim a PTC na elaboração de um cenário para 2011, onde considera que a taxa de imposto será mantida em 29% e a taxa de juro sem risco será, pelo menos, de 5,40%, no pressuposto de que o valor médio das Obrigações de Tesouro a 10 anos em 2011 será não inferior à média de 2010.

Considerando os dados acima referidos, a PTC apresentou o cálculo para o exercício de 2011, apurando o valor de 11.73% para a taxa de custo de capital (*vide* quadro 3).

**Quadro 3 – Cálculo PTC: Custo de capital 2011**

<b>Parâmetros</b>	<b>Cálculo PTC</b>
<b>Taxa de juro sem risco</b>	<b>5,40%</b>
Prémio de dívida	1,23%
Beta	0,85
Prémio de risco	5,86%
Gearing	36,20%
<b>Taxa imposto</b>	<b>29,00%</b>
Custo de capital próprio	10,38%
<b>Pre-tax CMPC</b>	<b>11,73%</b>

Fonte: Cálculo PTC

Partindo deste novo pressuposto, a PTC propõe que se utilize a taxa calculada para o exercício de 2011, como ponto de chegada, e a taxa do exercício de 2009, 12.3%, como ponto de partida para a definição de um novo *glide path* (*vide* quadro 4).

**Quadro 4 – *Glide path* PTC**

1º ano - 2009		<b>12,30%</b>
2º ano - 2010	$Tx\ 09 - ((Tx\ 09 - Tx\ 09/11)*0.5)$	<b>12,02%</b>
3º ano - 2011		<b>11,73%</b>

Fonte: cálculo PTC

Neste sentido, a PTC propõe que a taxa de custo de capital a aplicar para o exercício de 2010 seja fixada em 12,02%.

É importante referir que embora o ICP-ANACOM manifeste a sua concordância com a necessidade de revisão da taxa de custo de capital, não é possível o mesmo entendimento quanto aos valores apresentados, nomeadamente porque a proposta da PTC baseia-se na extrapolação dos dados de 2010, criando um cenário hipotético sobre a evolução das taxas de juro para o exercício de 2011.

Acresce que o propósito do mecanismo de revisão da taxa de custo de capital é precaver que eventuais situações passadas possam influenciar desproporcionalmente o valor da taxa de custo de capital correspondente ao exercício em análise, pelo que ao extrapolar dados para o futuro, o cálculo da PTC desenquadra-se do espírito deste mecanismo.

**Face ao exposto, é posição do ICP-ANACOM que o valor da taxa de custo de capital do final do período considerado (2011) não deve ser calculada com base em cenários hipotéticos, pelo que se apresenta seguidamente a taxa actualizada, de acordo com os cálculos do ICP-ANACOM.**

De forma a incorporar as alterações verificadas na taxa de juro sem risco e na taxa de imposto, o ICP-ANACOM propõe a definição do novo *glide path*, estabelecendo como ponto de partida a taxa de custo de capital aplicada em 2009 (12,3%), igualmente sugerido pela PTC, e como ponto de chegada a taxa obtida com as alterações mais recentes e mantendo a consideração de dados dos dois últimos exercícios (agora 2009 e 2010), 10.97% (*vide* quadro 2), resultando numa taxa de 11.6% para 2010 e de 11% para 2011 (*vide* quadro 5).

**Quadro 5 – *Glide path***

	<b>Glide path Deliberação</b>	<b>Glide path actualizado</b>
<b>1º ano - 2009</b>	12,3%	12,3%
<b>2º ano - 2010</b>	11,3%	11,6%*
<b>3º ano - 2011</b>	10,3%	11,0%

Fonte: cálculo ICP-ANACOM

\* $T_{x09} - ((T_{x09} - T_{x09/11}) * 0.5)$

Face ao exposto, propõe-se a definição das taxas de custo de capital de 11.6% e de 11%, para os exercícios de 2010 e 2011, respectivamente, ressalvando que na eventualidade de no exercício de 2011 ocorrer alguma situação extraordinária e com impacto significativo na validade dos pressupostos considerados, os parâmetros agora definidos poderão ser objecto de revisão nos moldes definidos na Decisão de Fevereiro de 2010. Esta revisão, desde que devidamente justificada, pode ser despoletada por iniciativa do ICP-ANACOM ou da PTC, até ao final do primeiro trimestre de 2012, pertencendo a recolha de informação aos proponentes.

## Outros Parâmetros

É convicção da PTC que os parâmetros relacionados com a própria empresa, nomeadamente, o Beta, o *gearing* e o prémio de dívida, devem ser sujeitos a revisão, uma vez que face às *alterações significativas que ocorreram ao nível do enquadramento macroeconómico* não é expectável que esses parâmetros permaneçam inalterados, remetendo essa responsabilidade para o Regulador.

Contudo, conforme ficou definido na Decisão, esses parâmetros não serão passíveis de revisão no decurso do triénio 2009-2011, uma vez que o *benchmark* utilizado para o apuramento dos referidos parâmetros é suficientemente amplo para acautelar eventuais variações e para acomodar alguma volatilidade, sendo que serão certamente revistos na definição da taxa para o triénio seguinte.

Em qualquer caso, aquando da próxima revisão da taxa de custo de capital da PTC para o período posterior a 2011, a adequação dos parâmetros considerados será necessariamente objecto de avaliação.

## V. Decisão do ICP-ANACOM quanto à taxa de custo de capital a aplicar a 2010 e 2011

Da análise realizada, o ICP-ANACOM considera que a taxa de custo de capital passa de 10.3%, para 11%, sendo necessário actualizar o *glide path*, conforme o quadro seguinte.

Quadro 6 – Glide path

	Glide path Deliberação	Glide path actualizado
1º ano - 2009	12,3%	12,3%
2º ano - 2010	11,3%	11,6%*
3º ano - 2011	10,3%	11,0%

Fonte: cálculo ICP-ANACOM

\* $T_{x09} - ((T_{x09} - T_{x09/11}) * 0.5)$

Não obstante, na eventualidade de, durante 2011, ocorrer alguma situação extraordinária e com impacto significativo na validade dos pressupostos considerados, os parâmetros agora actualizados poderão ser objecto de revisão. Esta revisão, desde que devidamente justificada, pode ser despoletada por iniciativa do ICP-ANACOM ou da PTC, pertencendo a recolha de informação aos proponentes.

De salientar que o mecanismo de revisão pode ser despoletado até ao final do primeiro trimestre de 2012, devendo os efeitos de quaisquer ajustamentos apurados ser repercutidos no exercício respectivo, antes da apresentação dos resultados anuais do SCA.

O ICP-ANACOM considera significativo, um desvio superior a 0.5 pontos percentuais na taxa de custo de capital da PTC para 2011, definida no âmbito da presente Decisão (11%), sendo que qualquer modificação do valor da taxa de custo de capital a aplicar em 2011, será objecto de deliberação desta Autoridade e será previamente sujeita a um processo de audiência das partes interessadas.

Importa referir que se reitera a anterior deliberação de 10 de Fevereiro de 2010 em todos os pontos omissos neste sentido provável de decisão.

Neste contexto, conforme definido na anterior deliberação, impõe-se promover um procedimento geral de consulta.

Face ao exposto, o Conselho de Administração do ICP-ANACOM, no âmbito das atribuições previstas nas alíneas b), f) e h) do n.º 1 do artigo 6º dos Estatutos, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 309/2001, de 7 de Dezembro, no exercício das competências previstas nas alíneas b) e g) do artigo 9º dos mesmos Estatutos, tendo em conta os objectivos de regulação previstos nas alíneas a) e c) do n.º 1 do artigo 5º da Lei n.º 5/2004, de 10 de Fevereiro, e ao abrigo do n.º 2 do artigo 74º e do artigo 75º da mesma Lei, delibera:

- (i) Submeter o presente documento à audiência prévia dos interessados, nos termos dos artigos 100.º e 101.º 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;
- (ii) Notificar da Comissão Europeia e as ARNs dos restantes Estados-Membros, nos termos do n.º 1 do artigo 57.º da Lei n.º 5/2004, de 10 de Fevereiro.

Neste sentido, querendo, poderão as partes interessadas pronunciar-se por escrito ou, em alternativa e preferencialmente, em formato electrónico para o endereço de e-mail: [consulta.ccapital@anacom.pt](mailto:consulta.ccapital@anacom.pt), no prazo de 30 dias úteis, em conformidade com o previsto nos artigos 100º e 101º do Código do Procedimento Administrativo. Para este efeito,

eventuais elementos considerados confidenciais devem ser claramente identificados e remetidos em versão autónoma.