

Ex.mo Conselho de Administração do  
ICP-Autoridade Nacional de  
Comunicações (ICP-ANACOM)  
Av. José Malhoa, 12  
1099-017 Lisboa

Palmela, 26 de Maio de 2011

V/Ref.: ANACOM-S035856/2011

N/ Ref.: REG/736/2011

---

**ASSUNTO:** Consulta pública sobre a revisão da taxa de custo de capital da PT Comunicações S.A.

Ex.mos Senhores,

Na sequência da notificação recebida no dia 12 de Abril para pronunciar-se sobre o assunto referido em epígrafe, a Cabovisão – Televisão por Cabo, S.A (Cabovisão) vem apresentar os seus comentários.

## I. INTRODUÇÃO

1. Através da presente consulta pública o ICP-ANACOM pretende que os diversos operadores se pronunciem sobre a revisão da taxa de custo de capital para o período de 2010 e 2011, a qual foi solicitada pela PTC a 4 de Março de 2011 por força das alterações ocorridas ao nível da taxa de juro sem risco e da taxa de imposto. Em resultado das referidas alterações, tanto a PTC como o ICP-ANACOM consideraram estarem reunidas as

condições necessárias para o accionamento do mecanismo de revisão da taxa de custo de capital anteriormente definida.

2. A metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PTC (enquanto entidade com Poder de Mercado Significativo) para o triénio de 2009-2011, no que respeita à determinação dos diversos parâmetros utilizados no cálculo da taxa de custo de capital – designadamente, a taxa de juro sem risco, o factor beta, o prémio de risco, o *gearing*, a taxa de imposto e a taxa de custo dos capitais alheios – foi definida pelo ICP-ANACOM por Deliberação de 10 de Fevereiro de 2010.
3. Com a adopção desta metodologia, o ICP-ANACOM pretendeu 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.
4. Dado que o custo de capital da PTC tem impacto directo e material nos custos dos produtos e serviços grossistas sujeitos a regulação *ex ante*, influenciando os preços das diversas ofertas sujeitas a essa regulação, e afectando, conseqüentemente os clientes de retalho, o estabelecimento *ex ante* de regras transparentes no que respeita à determinação do custo de capital afigurou-se essencial para contribuir para um ambiente previsível ao qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expectativas.
5. Tudo visto e ponderado, o ICP-ANACOM entendeu adoptar um valor fixo para a taxa de custo de capital no triénio de 2009-2011 – de 10.28% arredondado para 10.30% – muito embora tenha definido um *glide path* para permitir à PTC ajustar a sua operação à taxa fixada, estabelecendo como ponto de partida a taxa de custo de capital apresentada pela PTC referente ao exercício de 2008, resultando numa taxa de 12.3% para 2009, de 11.3% para 2010 e de 10.3% para 2011.
6. Na eventualidade de ocorrer alguma situação extraordinária e com impacto significativo na validade dos pressupostos considerados, o ICP-ANACOM previu a possibilidade de accionamento do mecanismo de revisão, embora determinando que seriam só passíveis de revisão os parâmetros que dependem das condições macroeconómicas do país, e

portanto externas à empresa, nomeadamente a taxa de juro sem risco, a taxa de imposto e o prémio de risco.

7. Na presente consulta pública estão em causa, precisamente, alterações ocorridas ao nível da taxa de juro sem risco e da taxa de imposto que, em conjunto, implicam um desvio superior a 0.5 pontos percentuais na taxa de custo de capital da PTC e portanto, a necessidade de uma revisão da taxa de custo de capital para 2010 e 2011.
8. Neste contexto, o ICP-ANACOM solicita aos operadores que se pronunciem sobre esta modificação do valor da taxa de custo de capital da PTC, por actualização dos parâmetros acima referidos.

## II. COMENTÁRIOS CABOVISÃO

### (i) Accionamento do mecanismo de revisão

9. Em primeiro lugar, no que respeita ao accionamento do mecanismo de revisão, a Cabovisão entende que, embora sendo de assegurar a possibilidade de revisão do valor da taxa de custo de capital aplicável à PTC em determinados casos, no presente, tal como está formulado o mecanismo, basta que ocorram pequenas variações em alguns dos parâmetros isoladamente, para fazer despoletar a necessidade de revisão.
10. Esta situação torna-se ainda mais provável se as variações nos parâmetros forem consideradas em conjunto, tal como acontece no caso em análise, em que a PTC vem solicitar a revisão da taxa de custo de capital a utilizar em 2010 por força do impacto das alterações da taxa de juro sem risco e da taxa de imposto na estimativa da taxa de custo de capital.
11. O mecanismo de revisão, assim configurado, acaba por colocar em causa os propósitos da deliberação do ICP-ANACOM de 10.2.2010, que teve como intuito *“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”*.



12. Com efeito, em resultado da utilização de um intervalo demasiado estreito (definido no mecanismo de revisão) dificilmente se potenciará a certeza regulatória – ou só em condições de mercado muito favoráveis.

**(ii) Alterações da taxa de juro sem risco**

13. Em segundo lugar, e quanto à proposta da PTC para a revisão do cálculo da taxa de custo de capital aplicável para o período de 2010 e 2011, esta invoca o impacto das alterações da taxa de juro sem risco, e a actualização da taxa nominal de imposto.

14. No que respeita à taxa de juro sem risco – que, segundo o ICP-ANACOM, deve ser calculada através da taxa das Obrigações de Tesouro a 10 anos, analisando a série mensal dos dois últimos anos –, a Cabovisão entende que as Obrigações de Tesouro deixaram de constituir um indicador fiável e um bom parâmetro para reflectir a ausência de risco.

15. A PTC alega que a mesma sofreu alterações materiais em 2009 e 2010, uma vez que a média do valor das Obrigações de Tesouro de Portugal a 10 anos, entre Janeiro de 2009 e Dezembro de 2010, foi de 4,80%, em contraste com os 4,47% apurados na deliberação de 2010.

16. Como resultado desta alteração material da taxa das Obrigações de Tesouro a 10 anos, a PTC solicita o recálculo da taxa de custo de capital.

17. A Cabovisão não contesta, quanto a isto, os cálculos efectuados pela PTC, replicados pelo ICP-ANACOM. Entende, porém, que em face do contexto económico-financeiro que se vive actualmente em Portugal, tudo indica que a PTC irá recorrer ao mesmo argumento para defender a revisão da taxa de custo de capital a utilizar em 2011, com a agravante de que, em face das condições de financiamento recentes da dívida soberana – com taxas superiores a 9% – a taxa apurada revista poderá alcançar um nível extremamente oneroso.

18. Assim sendo, e para evitar sucessivas necessidades de revisão que poderão ter, como referido, resultados nefastos para o sector, o apuramento da taxa de juro sem risco deve deixar de tomar por referência as Obrigações de Tesouro.

19. Tal como afirmou o ICP-ANACOM na sua Deliberação de 2010, embora a escolha do mercado relevante para aferir a ausência de risco deva recair, normalmente, sobre o mercado doméstico, se os títulos locais não apresentarem emissões numa base constante ou não possuírem suficiente liquidez, deve ponderar-se, em alternativa, a utilização de activos de um mercado estrangeiro de referência para o apuramento da taxa de juro sem risco.
20. Em 2010, o ICP-ANACOM acabou por concluir que as obrigações de longo prazo do Estado Português apresentavam um padrão mais estável, até, do que as as *bund* alemãs e que, de acordo com as emissões das obrigações de tesouro dos 9 anos anteriores, o mercado era suficientemente líquido, facto que viabilizaria a utilização das Obrigações de Tesouro portuguesas enquanto aproximação à taxa de juro sem risco.
21. Porém, desde então, é sabido que ocorreram alterações substanciais das condições de financiamento do mercado Português, não fazendo sentido que se continue a utilizar as Obrigações de Tesouro portuguesas como referência para aproximação à taxa de juro sem risco, até porque a própria PTC tem meios de se financiar fora do mercado doméstico.
22. Assim, tal como afirmaram a *PriceWaterhouseCoopers*, SROC, S.A., no trabalho de consultoria realizado sobre a metodologia a utilizar para determinar o custo de capital da PTC, e o Grupo de Reguladores Independentes (IRG), quando os títulos locais não apresentam emissões numa base constante ou não possuem suficiente liquidez, deve escolher-se um outro mercado.

**(iii) Actualização da taxa nominal de imposto**

23. Em terceiro lugar, e ainda quanto à proposta da PTC para a revisão do cálculo da taxa de custo de capital aplicável para o período de 2010 e 2011, mas já no que respeita às alterações ocorridas por força da actualização da taxa nominal de imposto, a PTC refere que a taxa de imposto nominal sobre a PTC passou de 26,5% para 29%, por aplicação de uma taxa adicional de imposto de 2,5%.
24. Esta taxa adicional respeita à derrama estadual, aplicável a partir do ano fiscal de 2010.



25. A referida taxa adicional é aplicável apenas à parcela do lucro da PTC superior a 2 (dois) milhões de euros. Na verdade, ainda que assim seja, considerando os resultados reportados pelo Grupo PT, muito superiores àquele valor, ainda que menor, o impacto não é negligenciável.
26. Isto dito, a Cabovisão entende que a taxa de imposto nominal sobre a PTC de 29% acaba por não ser aplicada, mesmo que convirja (teoricamente) para tal em função do volume de lucros reportados pela própria PT.
27. Para compreender melhor esta questão, convém recordar as razões que levaram o ICP-ANACOM, na Deliberação de 2010, a determinar a utilização da taxa de imposto nominal, assumindo um valor de 26.50% para o triénio 2009-2011, ao invés da taxa de imposto efectiva.
28. Segundo o ICP-ANACOM *“a PTC, no apuramento da taxa de custo de capital, tem vindo a considerar a taxa de imposto efectiva directamente obtida através do relatório e contas, através do quociente entre o imposto sobre o rendimento do exercício e os resultados antes de impostos. A taxa de imposto efectiva pode apresentar muita volatilidade de ano para ano [...], uma vez que se encontra dependente dos ajustamentos que são efectuados em cada exercício à taxa de imposto nominal, em sede de diferenças permanentes e/ou temporárias (e.g. mais-valias, trespasses, equivalência patrimonial), o que contribui para a diminuição da previsibilidade regulatória no que diz respeito à taxa de custo de capital. Acresce que a implementação do sistema de normalização contabilística, a entrar em vigor a partir de 2010, pode vir a alterar substancialmente os ajustamentos que serão considerados para efeitos do apuramento da taxa efectiva. Neste sentido, o apuramento da taxa de imposto nominal é menos complexo que o apuramento da taxa de imposto efectiva, concede maior previsibilidade regulatória e é um número fixo exógeno à empresa e facilmente observável. Aliás, no longo prazo, a taxa de imposto efectiva deve tender para a taxa de imposto nominal, uma vez que os ajustamentos tendem a compensar-se.”*
29. De um ponto de vista conceptual, os argumentos apresentados são correctos. Porém, analisados os últimos relatório e contas da Portugal Telecom, SGPS, e calculada a taxa de imposto efectiva apurada pela referida empresa (veja-se tabela *infra*), conclui-se que nos últimos três exercícios fiscais a PTC tem reportado continuamente uma taxa de imposto

efectiva inferior à nominal, não se assistindo ao esperado pendor da taxa de imposto efectiva para a taxa de imposto nominal, por compensação dos ajustamentos.

	2008 (1)	2009 (2)	2010 (2)
Resultados antes de impostos e I.M.	927,2	892,6	332,1
Imposto sobre o rendimento	-231,3	-185,8	-77,5
Taxa Efectiva Imposto	24,95%	20,82%	23,34%

(1) Conforme publicado no *press release* "Resultados Anuais 2009" de 4.3.2010

(2) Conforme publicado no *press release* "Resultados Anuais 2009" de 24.2.2011

30. Face ao exposto, é de questionar se, assumindo que a PTC tem meios e mecanismos de otimizar a gestão fiscal, faz sentido premiar a PTC por realizar uma taxa efectiva inferior à nominal, permitindo-lhe beneficiar duplamente desta optimização por meio do apuramento da taxa de custo de capital com referência a uma taxa de imposto (nominal) superior à efectiva.

**(iv) *Glide path***

31. Por último, e no que respeita à *glide path* definida na proposta de revisão em avaliação, o ICP-ANACOM, para "incorporar as alterações verificadas na taxa de juro sem risco e na taxa de imposto (...) propõe a definição do novo *glide path* estabelecendo como ponto de partida a taxa de custo de capital aplicada em 2009, 12,3% (...) resultando uma taxa de 11,6% para 2010 e de 11% para 2011".
32. Quanto a isto, recorde-se antes de mais que a taxa de 11% resulta do arredondamento do valor de 10,98% apurado após a revisão dos parâmetros indicados.
33. O ICP-ANACOM prossegue 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".
34. Ora, à semelhança do acima descrito, é expectável que uma nova revisão venha a ter lugar na medida em que os factos que acarretam o referido impacto na validade dos

pressupostos já ocorreram. Assim sendo, sabendo-se que o objectivo pretendido em termos de certeza (e estabilidade inerente) regulatória não será alcançado, deve questionar-se a razão da definição de um *glide path*.

35. No entender da Cabovisão, e no caso de o ICP-ANACOM não alterar a sua proposta de taxa revista, poderia ser porventura mais adequado aplicar, no contexto de revisões anuais, a taxa apurada para cada ano, ou seja 10,3% no ano de 2009 e a taxa revista de 11% para 2010, na medida em que o mecanismo de *glide path* serve um objectivo de ajustamento transitório que resulta afinal subvertido.

Com os melhores cumprimentos,



Madalena Sutcliffe  
Direcção Jurídica e de Regulação