

DECISÃO

SOBRE

a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A.

(exercício de 2018)

Índice

1. Enquadramento.....	3
2. Taxa de custo de capital	5
2.1. Metodologia	6
2.1.1. Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) <i>pre-tax</i>	8
2.1.2. <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	9
2.2. Metodologia de cálculo dos parâmetros	10
2.2.1. Custo do capital próprio (K_e)	10
2.2.1.1. Taxa de juro sem risco (R_f)	10
2.2.1.2. Beta (β)	11
2.2.1.3. Prémio de risco ($R_m - R_f$)	13
2.2.2. Custo do capital alheio (K_d)	15
2.2.2.1. Prémio de dívida	15
2.2.2.2. Taxa de imposto	16
2.2.3. <i>Gearing</i>	19
2.3. Base de remuneração do custo de capital	20
2.4. Definição da taxa de custo de capital	21
3. Conclusão.....	22

1. Enquadramento

No âmbito da legislação aplicável, os CTT – Correios de Portugal, S.A. (adiante também designados como CTT), enquanto prestador do serviço postal universal (PSU), encontram-se obrigados a dispor de um sistema de contabilidade analítica (SCA) que permita a separação de contas entre cada um dos serviços e produtos que integram o Serviço Universal (SU) e os que não o integram, de forma a possibilitar, nomeadamente, o cálculo do custo líquido do serviço universal (CLSU), bem como permitir a separação entre os custos associados às diversas operações básicas integrantes dos serviços postais (aceitação, tratamento, transporte e distribuição)¹, tendo como base os princípios da contabilidade analítica, coerentemente aplicados e objetivamente justificáveis.

A Autoridade Nacional de Comunicações (ANACOM), enquanto Autoridade Reguladora Nacional (ARN) tem como competências²: (i) aprovar o SCA apresentado pelo PSU; (ii) assegurar que a sua correta aplicação é fiscalizada por uma entidade competente e independente do PSU; e, (iii) publicar anualmente uma declaração de conformidade do SCA do PSU e dos resultados obtidos.

O SCA dos CTT que vem sendo reportado à ANACOM tem como base a metodologia *Fully Distributed Costs* (FDC), que considera a totalidade dos gastos suportados por este operador, acrescidos de uma margem razoável de remuneração, a qual corresponde ao custo de capital, visando assim cumprir com as obrigações decorrentes: (i) da legislação em vigor; (ii) das determinações e recomendações emanadas pela ANACOM no seguimento das auditorias realizadas anualmente ao SCA; e, (iii) dos princípios orientadores definidos por esta Autoridade (1996)³, que estabelecem que o somatório dos gastos imputados (atual terminologia atribuída pelo Sistema de Normalização Contabilística (SNC) ao conceito de custos), no SCA dos CTT, deverá corresponder à totalidade dos gastos suportados, acrescidos de uma margem razoável de remuneração.

¹ Artigo 15.º da Lei n.º 17/2012, de 26 de abril na sua redação em vigor, e n.º 1 da Base XIII das Bases da Concessão, aprovadas pelo Decreto-Lei n.º 448/99, de 4 de novembro e republicada em anexo do Decreto-Lei n.º 160/2013, de 19 de novembro.

² N.º 4 do artigo 16.º da Lei n.º 17/2012, de 26 de abril na sua redação em vigor.

³ Ofício ICP-192/96, de 02 de fevereiro.

A Diretiva 2008/6/CE, que altera a Diretiva Postal (Diretiva 97/67/CE, de 15 de dezembro), no parágrafo 3 da parte B do Anexo 1 estabelece também que: “O cálculo⁴ deve ter em conta todos os outros dados pertinentes, designadamente todos os benefícios de mercado que revertam para o prestador de serviços postais designado para prestar o serviço universal, o direito a obter um lucro razoável e os incentivos à rentabilidade”.

Adicionalmente, este entendimento é ainda robustecido pela Lei Postal⁵, que considera que o PSU tem direito a obter um lucro razoável, representado pelo custo de capital, refletindo o risco incorrido nos investimentos efetuados para a prestação do SU (alínea b) do n.º 3 do artigo 19.º).

O conceito de lucro razoável estabelecido nos princípios orientadores do SCA dos CTT, em linha com a Diretiva Postal e com a Lei Postal, tem sido traduzido pela incorporação do custo de capital, na medida em que este permite refletir o custo de oportunidade expresso pela taxa de retorno exigida pelos investidores para financiarem um determinado investimento, tendo em consideração o retorno expectável de investimentos alternativos e com um risco de negócio comparável.

No âmbito da regulação postal, o *European Committee for Postal Regulation* (CERP) reforçou o entendimento de que o *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) seria o método mais apropriado na determinação do custo de capital⁶, referindo o facto de ser uma metodologia largamente utilizada noutros sectores, totalmente ou parcialmente liberalizados, mas que ainda assim estão sujeitos a regulação (e.g. comunicações eletrónicas, eletricidade, gás, etc.).

No contexto da regulação postal procura-se com a determinação da taxa de custo de capital: (i) assegurar os corretos incentivos ao investimento por parte do PSU; (ii) garantir que não existem distorções no mercado, através de práticas discriminatórias e anti competitivas; (iii) eliminar possíveis barreiras à entrada de novos concorrentes; e, (iv) proteger os consumidores de preços excessivos.

⁴ Do custo líquido do serviço universal.

⁵ Lei n.º 17/2012, de 26 de abril na sua redação em vigor, que transpõe a Diretiva 2008/6/CE para a legislação nacional.

⁶ ["Recommendation on best practices for cost accounting rules III" \(pág. 25\) - CERP - 7 May 2009.](#)

Entende-se assim ser essencial a existência de uma metodologia que permita apurar, sem quaisquer constrangimentos contabilísticos e/ou analíticos, de uma forma adequada, a taxa de custo de capital com vista a remunerar os investimentos realizados pelas empresas postais reguladas no âmbito da prestação do SU, bem como de um mecanismo que permita a revisão dos seus parâmetros que se traduza, não só numa maior atualização da taxa de custo de capital face à envolvente macroeconómica em que o PSU opera, como também resulte numa maior transparência e certeza regulatória.

Por deliberação do Conselho de Administração de 02.11.2017⁷, a ANACOM definiu a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

O estabelecimento *ex-ante* de regras transparentes na determinação da taxa de custo de capital contribui para um ambiente previsível no qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expetativas. Acresce ainda que ao serem fixadas regras *ex-ante* reduz-se a necessidade de investigações posteriores, normalmente complexas, morosas e potencialmente objeto de disputa.

Neste contexto e no sentido de determinar a taxa de custo de capital a utilizar pelos CTT no seu SCA, aplicável ao exercício de 2018, e que traduza de forma adequada a obtenção de um lucro razoável, tendo em consideração o risco incorrido nos investimentos realizados na prestação do SU, a ANACOM adjudicou à Mazars & Associados, SROC, S.A. (doravante Mazars) a revisão crítica da atual metodologia e a atualização dos dados necessários ao cálculo de cada parâmetro da taxa de custo de capital, matéria sobre a qual versa o presente documento e que integra o relatório “*Determinação da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A.– aplicável ao exercício de 2018*”, elaborado pela Mazars (Anexo 1).

2. Taxa de custo de capital

A deliberação da ANACOM de 02.11.2017 definiu a metodologia a utilizar pelos CTT no cálculo da taxa de custo de capital a considerar no seu SCA, tendo também definido a

⁷ <https://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1421505>.

metodologia para apuramento dos diversos parâmetros considerados, bem como das fontes de informação a utilizar.

2.1. Metodologia

A metodologia definida na deliberação de 02.11.2017 para cálculo do custo de capital, de acordo com anteriores determinações da ANACOM, assenta na fórmula antes de imposto (*pre-tax*) do custo médio ponderado de capital (CMPC), baseando-se no modelo de capital *asset pricing model* (CAPM) para calcular o custo dos capitais próprios.

Adicionalmente, importa ainda referir que, quanto aos parâmetros cujo cálculo teve como base a utilização de uma metodologia assente num *benchmark* com recurso a empresas comparáveis, os critérios utilizados na escolha das referidas empresas assentaram na escolha de entidades que: (i) operam no sector postal em mercados com maturidade equiparável ao mercado nacional; (ii) possuem títulos negociados (ações) em bolsas de valor organizadas; e, (iii) possuem uma oferta de produtos e/ou serviços semelhantes aos prestados pelos CTT.

Neste sentido, a revisão da elegibilidade das entidades comparáveis, realizada pela Mazars (ver Anexo I), não identificou: (i) a existência de alterações significativas no modelo de negócios das empresas selecionadas, ou a inexistência de pelo menos 80% das observações que poderia implicar a exclusão de qualquer uma destas entidades, e (ii) qualquer outra empresa que pudesse ser considerada comparável a fim de o integrar, concluindo assim que o *benchmark* a utilizar deve manter-se inalterado face ao definido na deliberação da ANACOM de 02.11.2017⁸ (ver Quadro 1):

Quadro 1. *Benchmark* de empresas comparáveis

<i>Empresa Comparável</i>	País
CTT	Portugal
Royal Mail	Reino Unido
Bpost	Bélgica
Österreichische Post (Austrian Post)	Áustria
Malta Post	Malta
PostNL	Holanda

⁸ [Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT \(exercício de 2018 e seguintes\)](#)

Adicionalmente, e perspetivando-se, a nível europeu, a existência de novas privatizações de operadores postais, entende-se que, sempre que tal se justifique, o atual *benchmark* deve ser revisto e atualizado, não só por se considerar que alguma das empresas do *benchmark* possa ter, por algum motivo, deixado de se considerar comparável, como para permitir a inclusão de outras empresas comparáveis que, entretanto, venham a surgir, e que não só cumpram os critérios acima referidos, como também apresentem um historial de cotação em bolsa mínimo (dois anos) que permita diluir eventuais variações especulativas do valor da sua ação nos primeiros meses de cotação.

Não obstante a definição, à *priori*, da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, e atendendo a que o atual contexto macroeconómico aconselha a que os parâmetros sejam regularmente revistos, pelo que a sua revisão deverá ser anual, tendo por base a metodologia em vigor, sendo competência da ANACOM determinar a taxa de custo de capital, aplicável a cada exercício, até ao fim do primeiro semestre do ano em questão, com base na disponibilidade dos elementos necessários à sua determinação.

A este respeito, e sempre que ocorram situações nas quais não seja possível utilizar a totalidade dos dados, e respetivas séries, necessários à determinação dos parâmetros considerados no cálculo do custo de capital, quer devido à não existência de informação disponível, quer devido à ocorrência de factos que coloquem em causa a continuidade ou a validade das séries utilizadas, o apuramento dos referidos parâmetros deve, sempre que possível, ser efetuado da forma mais próxima à estipulada na metodologia em vigor, apenas se introduzindo os desvios necessários para colmatar a inexistência e/ou insuficiência da informação em causa.

Neste sentido, sempre que se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, e não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua alteração/substituição (somente se não for possível garantir a inclusão no cálculo de pelo menos 80% das observações ou das fontes de informação necessárias para o apuramento dos parâmetros, considerando que todas as empresas comparáveis continuam a cumprir os critérios de seleção), que poderá ser espoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de maio do ano em questão e posterior submissão aos procedimentos de audiência prévia aos interessados e de consulta pública, caso contrário, apenas se procederá à atualização do cálculo do valor para o exercício em causa.

2.1.1. Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) *pre-tax*

Em termos metodológicos, o CMPC consiste na média ponderada do custo de capital próprio (K_e) e do custo de capital alheio (K_d).

A atual metodologia utilizada para determinar o custo de capital, no SCA dos CTT, tem como base a fórmula *pre-tax* do CMPC, resultante do ajustamento decorrente do imposto na fórmula CMPC *post-tax*, incorporando assim o gasto com o imposto, levando à sua alocação aos diferentes produtos e/ou serviços, no sentido de respeitar, de forma mais adequada o critério da causalidade, por contraponto com a metodologia *post-tax*, a qual tende a imputar o gasto de imposto via gastos comuns.

A metodologia *pre-tax* do CMPC resulta assim da seguinte fórmula:

$$\text{CMPC}_{\text{pre-tax}} = \text{CMCP}_{\text{post-tax}} \times \frac{1}{(1 - t_i)}$$

sendo que:

$$\text{CPMC}_{\text{pre-tax}} = [K_e \times (1 - \text{Gearing}) + K_d \times \text{Gearing} \times (1 - t_i)] \times \frac{1}{(1 - t_i)}$$

em que:

K_e – representa o custo do capital próprio, calculado pelo método *Capital Asset Pricing Model - CAPM* – (ver secção 2.1.2 *Capital Asset Pricing Model - CAPM*);

K_d – representa a taxa de custo do capital alheio, obtido através da soma da taxa de juro sem risco e do prémio de dívida;

Gearing – representa o peso dos capitais alheios no total de capitais investidos; e

t_i – representa a taxa de imposto (nominal) sobre o rendimento de pessoas coletivas.

2.1.2. *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*

A determinação do custo do capital próprio (K_e) é baseada na metodologia *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, que assenta na seguinte fórmula:

$$K_e = \text{Taxa de juro sem risco} + \beta \times \text{Prémio de risco}$$

em que:

Taxa de juro sem risco (R_f) – corresponde à taxa de rendibilidade esperada por um investidor em resultado de um investimento em ativos sem qualquer risco associado, ou seja, investimentos relativamente aos quais não existe qualquer incerteza quanto ao rendimento a obter.

β (Beta) - representa a covariância entre a rendibilidade das ações de uma empresa e o mercado bolsista como um todo, ou seja, reflete o risco de uma ação dessa empresa face ao risco de mercado.

Risco de mercado (R_m) – corresponde ao rendimento esperado por um investidor ao investir no mercado bolsista numa carteira diversificada.

Prémio de risco ($R_m - R_f$) – corresponde ao diferencial entre o risco de investir no mercado bolsista, numa carteira diversificada (R_m) e o investimento efetuado em ativos isentos de risco (R_f), traduzindo-se assim na rendibilidade adicional exigida pelos investidores tendo em conta o risco assumido, por comparação ao retorno de um investimento num ativo sem risco.

O modelo CAPM é o mais utilizado⁹ pelo facto de apresentar uma base teórica clara e de ser de simples implementação. Este modelo tem subjacente a teoria da carteira eficiente, a qual sustenta que, num mercado, os agentes económicos investirão numa carteira eficiente, ou seja, numa carteira que lhes maximize os resultados esperados para um determinado nível de risco, atendendo ao grau de aversão ao risco por parte de cada agente.

⁹ Graham and Harvey (2001), *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, *Journal of Financial Economics*. A pesquisa realizada a 400 Diretores Financeiros demonstrou que três/quartos utilizam o CAPM.

2.2. Metodologia de cálculo dos parâmetros

2.2.1. Custo do capital próprio (K_e)

2.2.1.1. Taxa de juro sem risco (R_f)

A taxa de juro sem risco (R_f) reflete a remuneração obtida por um investidor ao investir em ativos isentos de risco, não obstante a estes mesmos ativos poder estar sempre subjacente um certo grau de risco, ainda que reduzido, nomeadamente:

- a) Risco de mercado: mudanças na taxa de retorno de mercado;
- b) Risco de liquidez: risco associado à incapacidade de venda de instrumentos financeiros no curto prazo.

De um modo geral, as práticas financeiras e regulatórias têm considerado as obrigações de dívida pública (ODP) como um indicador fiável e um bom parâmetro para refletir a ausência de risco.

A ANACOM na deliberação de 02.11.2017 estabelece que a taxa de juro sem risco é determinada tendo como base a média das taxas implícitas (*yields*) das obrigações de tesouro portuguesas, com maturidade a 10 anos (série histórica, com base nas observações mensais dos dois anos anteriores ao ano da decisão – fonte: Banco Central Europeu).

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars em função da metodologia acima descrita, cujo detalhe pode ser consultado no Anexo 1, a ANACOM considera que o valor a utilizar relativamente à **taxa de juro sem risco**, para o exercício de 2018, deverá ser de **3,11%** (ver Quadro 2).

Quadro 2. Taxa de juro sem risco

	Média
Taxa sem risco 2016	3,17%
Taxa sem risco 2017	3,05%
Média 2016 e 2017	3,11%

Fonte: Banco Central Europeu

2.2.1.2. Beta (β)

A metodologia CAPM, tal como já referido anteriormente, assenta na determinação do risco de um ativo cotado em bolsa (ação), o qual contempla o risco sistemático (ou de mercado) e o risco específico (ou de empresa).

O risco geral de mercado (risco sistemático), corresponde ao risco relacionado com todos os aspectos (e.g., políticos, económicos, etc.) que possam alterar o comportamento dos investidores, representando assim o risco inerente a uma carteira já por si diversificada, sendo distinto do risco individual associado a cada um dos valores cotados.

O risco associado à ação é definido através do cálculo do seu beta (β), que no contexto da definição do custo de capital da empresa, corresponde ao β do capital próprio, e traduz a sensibilidade de um ativo específico face às variações na rentabilidade da carteira de mercado, ou seja, a exposição da empresa face ao ciclo económico.

Atendendo a que a atividade regulada dos CTT não se encontra cotada em bolsa, de forma isolada, a deliberação de 02.11.2017 estabelece que o β deve ser determinado tendo por base um *benchmark* de empresas com atividades similares (ver Quadro 1), metodologia esta que não difere substancialmente da utilizada pela generalidade dos países europeus nesta matéria.

Neste sentido, e a respeito da definição do *benchmark* de empresas comparáveis e do cálculo do β , a metodologia utilizada tem subjacente as seguintes características:

- a) Definição de um conjunto de empresas comparáveis que devem compor o *benchmark*, através da identificação de empresas postais europeias cotadas em bolsa, e que se caracterizem por serem comparáveis com os CTT, quer quanto à(s) atividade(s) desenvolvida(s), quer quanto às características dos mercados em que operam;
- b) Utilização do modelo *Harris and Pringle*¹⁰ para apurar os β dos capitais próprios das empresas comparáveis. Esta fórmula permite calcular o β desalavancado do ativo, isto é, o β sem o efeito da estrutura de capital, sendo posteriormente alavancado com a estrutura de capital definida como ótima para os CTT;

¹⁰ A fórmula de cálculo de *Harris and Pringle* é considerada uma fórmula com maior aderência à realidade β (Capital Próprio) = β (Ativo) x (1 + D/E) em que: D/E – estrutura de capital.

- c) Frequência de observações: o β pode ser estimado através de observações diárias, semanais, mensais ou trimestrais. Neste sentido, à semelhança do que foi considerado para o apuramento da taxa de juro sem risco, a deliberação de 02.11.2017 considerou como sendo mais adequada a utilização das observações mensais;
- d) Período de tempo: a utilização de séries curtas pode distorcer os resultados e suprimir informações relevantes, na medida em que as observações mais recentes podem conter eventuais efeitos que não traduzam corretamente as expectativas futuras, recomendando-se assim o uso de séries com um período suficientemente alargado que permita corrigir os efeitos da volatilidade de curto prazo. Neste sentido, a metodologia definida estabeleceu que o período da série deve acomodar as observações relevantes que permitam garantir um resultado robusto e representativo dos riscos inerentes à atual estrutura da empresa, sendo notória a preferência dos reguladores europeus por períodos de tempo longos. Por conseguinte, considera-se adequado utilizar um período de 5 anos, por forma a permitir um adequado nível de robustez e segurança nos resultados obtidos; e,
- e) Os dados relativamente aos β são retirados da *Bloomberg* por corresponderem aos valores ajustados através da fórmula de *Bayes*, isto é, o *adjusted beta*¹¹, o que permite o apuramento de uma estimativa mais robusta e menos volátil às flutuações.

Neste contexto, o β é determinado através da média simples dos β apurados para as diferentes empresas do *benchmark* (ver Quadro 1), os quais correspondem ao seu *adjusted beta*, proveniente da *Bloomberg* – séries históricas referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão, com base em observações mensais, sendo cada um dos β extraídos da *Bloomberg* desalavancados da respetiva estrutura financeira da empresa a que respeitam, e posteriormente alavancados através da fórmula *Harris & Pringle* (β capital próprio = β ativo x (1 + D/E¹²)), utilizando a estrutura de capital (*gearing*) definida para o

¹¹ O beta de uma empresa pode ser apresentado como *adjusted beta* ou como *raw beta*. O *raw beta* (ou beta histórico) é baseado na comparação do retorno do título com o retorno de mercado. O *adjusted beta* é uma estimativa para o futuro do retorno do título face ao retorno do mercado. Deriva inicialmente de dados históricos, sendo efetuado um ajustamento, assumindo que o beta do título considerado irá sempre tender para o retorno médio proporcionado pelo mercado. A fórmula de cálculo para apuramento do *adjusted beta* é de: *adjusted beta* = 0,67 x (*raw beta*) + 0,33 x 1 (beta do mercado).

¹² D/E – *Debt/Equity* ou *gearing*, corresponde à estrutura de capital dada pelo rácio entre capitais alheios e capitais próprios.

ano em decisão (ver Quadro 9), a qual terá em consideração o valor contabilístico do seu capital próprio.

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars, em função da metodologia acima descrita, cujo detalhe pode ser consultado no Anexo 1, a ANACOM considera que o valor a utilizar relativamente ao β , para o exercício de 2018, deverá ser de **0,726** (ver Quadro 3).

Quadro 3. Beta

Empresas comparáveis	Equity Beta 5 anos (Fórmula Harris & Pringle)
CTT	0,914
Royal Mail	0,478
Bpost	0,874
Österreichische Post (Austrian Post)	0,772
Malta Post	0,705
PostNL	0,612
Média	0,726

Fonte: Bloomberg

2.2.1.3. Prémio de risco ($R_m - R_f$)

O prémio de risco, por definição, corresponde ao diferencial de rendibilidade exigido para investir num determinado ativo, inserido num determinado mercado, comparativamente à realização de um investimento num ativo sem risco.

$$\text{Prémio de risco} = R_m - R_f$$

em que:

R_m – representa o rendimento esperado de um investimento no mercado bolsista numa carteira diversificada;

R_f – representa a taxa de juro sem risco.

Quer em termos metodológicos, quer em termos conceptuais, a determinação do prémio de risco esperado do mercado acionista não é uma tarefa consensual. A análise do seu comportamento é complexa, na medida em que, quer o prémio de risco, quer os seus determinantes, não são diretamente observáveis, variando este ao longo do tempo de acordo com a atitude dos investidores, face ao risco e à sua perceção quanto ao risco do

ativo em causa. Assim, à semelhança de vários reguladores europeus, a ANACOM em anteriores deliberações relativas à metodologia de cálculo do custo de capital no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas, decidiu que a definição do prémio de risco deveria basear-se numa metodologia *ex-post* e assentar na utilização de um *benchmark*.

A metodologia definida pela ANACOM privilegiou as observações baseadas em séries mais longas, tal como defendido por *Damodaran* no estudo que realizou sobre este tema¹³, no qual refere que as observações baseadas em séries mais longas (25 a 100 anos) superam a vantagem das observações mais relevantes, associadas aos períodos mais curtos e recentes, ao permitirem um menor erro padrão, tendendo a sua consistência a aumentar com o alargamento da extensão do período considerado.

Neste sentido, e atendendo a que o prémio de risco se trata de um parâmetro exógeno, e com vista a manter a consistência regulatória, a ANACOM estabeleceu que a sua determinação deve ter como base a metodologia anteriormente definida por esta Autoridade para o cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas, pelo que o prémio de risco é assim determinado com base na média simples entre os dados *ex-ante* (*Damodaran, Pablo Fernandez e Dimson, Marsh e Staunton - DMS*), contemplando as expetativas referentes a Portugal, calculadas com base nas publicações mais recentes disponíveis em relação ao ano da decisão.

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars (Anexo 1), em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que o valor a utilizar relativamente ao **prémio de risco**, para o exercício de 2018, deverá ser de **6,22%** (ver Quadro 4).

¹³ *Damodaran, Aswath, "Equity Risk Premiums", Stern School of Business.*

Quadro 4. Prémio de risco para 2018

Prémio de risco para 2018		Valor
<i>Damodaran</i>	<i>Portuguese market risk premium¹⁴</i>	7,96%
<i>Pablo Fernandez</i>	<i>Market Risk Premium and Risk rate used for 59 countries in 2018 Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin – IESE Business School April 4, 2018.¹⁵</i>	7,20%
<i>DMS</i>	<i>Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018</i>	3,50%
	Prémio de risco para 2018 (Média)	6,22%

2.2.2. Custo do capital alheio (K_d)

2.2.2.1. Prémio de dívida

A taxa de custo dos capitais alheios reflete a taxa de juro para financiamento das dívidas de médio e longo prazo. Tendo em consideração a metodologia definida pela ANACOM, o apuramento dessa taxa é feito com base na taxa de juro sem risco adicionada do prémio de dívida.

O prémio de dívida é o retorno adicional relativamente à taxa correspondente ao investimento sem risco, requerida pelos credores da empresa e que reflete a qualidade do recetor do empréstimo (normalmente traduzido no *rating* atribuído à empresa) e a sua capacidade de cumprimento das responsabilidades da dívida.

Neste sentido, a metodologia de cálculo do custo de capital dos CTT, determinada pela ANACOM, considera que o prémio de dívida a utilizar no apuramento do custo do capital alheio deve ser obtido recorrendo à ferramenta *Bloomberg Value Curve*, considerando a curva “*EUR Industrial BBB-, BVAL Yield Curve 10Y (BVSC0517)*”, e determinado com base na média das referidas *yields* nos dois anos anteriores ao ano da decisão.

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars (Anexo 1), em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que o valor a utilizar relativamente ao **prémio de dívida**, para o exercício de 2018, deverá ser de **1,522%** (ver Quadro 5).

¹⁴ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

¹⁵ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3155709

Quadro 5. Prémio da dívida

	31.12.2016	31.12.2017	Média 2016/2017
EUR Industrial BBB-, BVAL Yield Curve 10Y (BVSC0517)	1,429%	1,614%	1,522%

Fonte: Bloomberg

2.2.2.2. Taxa de imposto

O custo de capital incorporado nos resultados do SCA dos CTT, e no seguimento de anteriores determinações da ANACOM, passou a ser calculado tendo como base a taxa legal de imposto, atendendo a que esta, comparativamente à taxa efetiva, se encontra menos sujeita a flutuações, na medida em que a sua variação decorre apenas de alterações efetuadas ao nível da legislação fiscal e não sendo influenciada por decisões de gestão que afetem de forma significativa a sua volatilidade, o que se traduz numa maior previsibilidade regulatória.

Por conseguinte, a atendendo a que a utilização da taxa legal de imposto permite:

- a) evitar as eventuais oscilações frequentes, e significativas, da taxa efetiva de imposto, decorrentes fundamentalmente de correções anuais para efeitos de matéria coletável, bem como de variações ocorridas nos impostos diferidos;
- b) diminuir a complexidade no apuramento da taxa de imposto a considerar (comparativamente à taxa efetiva);
- c) aumentar a previsibilidade regulatória; e,
- d) determinar um valor fixo e exógeno à empresa regulada e facilmente observável,

e, sendo a taxa de imposto atualmente constituída por três componentes diferentes: (i) taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC); (ii) taxa de derrama estadual; e, (iii) taxa de derrama municipal, a ANACOM determinou que a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes, deve considerar o somatório dos valores de cada uma das componentes que a atualmente a constituem, obtidos através da aplicação da metodologia a seguir descrita:

(i) taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC)

A taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC) deverá corresponder à taxa de IRC em vigor para o ano a que respeita o exercício para o qual se está a determinar o custo de capital.

Neste sentido, e tendo em conta a metodologia acima descrita, que estabelece a utilização da taxa nominal de IRC em vigor para 2018, a ANACOM considera que **a taxa de imposto (IRC)** a considerar deverá ser de **21%**.

(ii) taxa de derrama estadual

A taxa de derrama estadual, em virtude das alterações legislativas ocorridas nos últimos anos, passou a ser determinada de forma progressiva em função do lucro tributável da empresa, incidindo, em 2018, sobre o lucro tributável excedente a 1.500.000 euros e até ao montante de 7.500.000 euros uma taxa de 3%, uma taxa de 5% para o lucro tributável entre os valores de 7.500.000 euros e 35.000.000 euros, e uma taxa de 9% para o lucro tributável que exceda o valor de 35.000.000 euros¹⁶.

Neste contexto, determinou a ANACOM que, a taxa da derrama estadual a aplicar corresponde à taxa resultante da aplicação da legislação em vigor para o ano em causa, à média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao do ano de aplicação, ou na eventualidade de nesse período de tempo não se terem registado resultados tributáveis positivos, considerar uma taxa de derrama estadual de 0%.

Assim, e tendo por base o valor da derrama estadual identificada nos Relatórios e Contas dos CTT, relativamente aos últimos três anos (2015-2017), a atendendo ao cálculo realizado pela Mazars em função da metodologia acima descrita (Anexo 1), a ANACOM considera que o lucro tributável referente a cada um dos referidos exercícios, bem como a taxa de derrama estadual aplicável ao exercício de 2018 deverá corresponder a 72.810 mil (ver Quadro 6) euros e 6,81% (ver Quadro 7), respetivamente.

¹⁶ Artigo 87.º-A da Lei n.º 82-B/2014, de 31 de dezembro.

Quadro 6. Lucro tributável CTT (2015-2017)

Ano	Lucro tributável (mil euros)	Taxa efetiva da Derrama Estadual
2015	86.536	
2016	70.196	
2017	61.697	
Média	72.810	6,81%

Fonte: Cálculos da Mazars com base nos Relatórios e Contas dos CTT (2015-2017).

Neste sentido, em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que a taxa de imposto a considerar no cálculo do custo de capital, para o exercício de 2018, deverá incorporar uma **taxa de derrama estadual de 6,81%** (ver Quadro 7).

Quadro 7. Taxa de derrama estadual

Escalão de Lucro tributável	Taxa Derrama Estadual	Escalão de lucro tributável ('000 Euros)	Derrama estadual	Taxa de derrama estadual Média
Até 1.500.000 euros	0 %	1.500	0	
De 1.500.000 euros a 7.500.000 euros	3 %	6.000	180	
De 7.500.000 euros a 35.000.000 euros	5 %	27.500	1.375	
Superior a 35.000.000 euros	9 %	37.810	3.403	
		(1) 72.810	(2) 4.958	(2)/(1) 6,81%

Fonte: Cálculos da Mazars com base nos Relatórios e Contas dos CTT (2015-2017).

(iii) taxa de derrama municipal

No que respeita à derrama municipal, atendendo a que se trata de um parâmetro exógeno à empresa, na medida em que não resulta do valor dos seus lucros tributáveis em cada exercício, a deliberação de 02.11.2017 estabeleceu que, em face da dispersão de localizações por municípios com diferentes taxas de derrama municipal, e com o intuito de simplificar o processo de cálculo e apuramento do seu valor, a derrama municipal corresponde ao valor máximo estabelecido legislativamente para o ano da decisão.

Neste sentido, e em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que a **taxa de imposto**, a considerar no apuramento da taxa de custo de capital, aplicável ao

exercício de 2018, deverá ser de **29,31%** (ver Quadro 8), conforme o cálculo efetuado pela Mazars (Anexo 1).

Quadro 8. Taxa de imposto

Taxa de Imposto	
Artigo 87.º do CIRC ¹⁷ - Taxa de IRC	21,00%
Artigo 87.º- A do CIRC - Taxa de Derrama estadual	6,81%
Derrama Municipal	1,50%
Taxa de Imposto	29,31%

2.2.3. Gearing

A estrutura financeira da empresa (*gearing*), traduzida pelo peso dos capitais alheios no total dos capitais investidos, assume particular importância na determinação do CMPC.

A escolha da relação ótima entre capitais próprios e capitais alheios, de forma a otimizar o CMPC, é conhecida como a estrutura de capital ótima.

Neste sentido, a deliberação da ANACOM, de 02.11.2017, que definiu a metodologia para cálculo da taxa de custo de capital dos CTT estabeleceu que o *gearing* a utilizar no seu apuramento deve traduzir uma estrutura de capital de referência e, como tal, resultar de um *benchmark* de empresas comparáveis, quer ao nível dos serviços prestados, quer ao nível dos mercados onde operam (ver Quadro 1).

Por conseguinte, a ANACOM deliberou que o apuramento do *gearing* a utilizar no cálculo do custo de capital dos CTT deve resultar da média do valor do *gearing* médio de cada uma das empresas do referido *benchmark*, tendo em consideração os relatórios e contas das referidas empresas, provenientes da *Bloomberg*, relativamente aos 5 anos anteriores ao ano da decisão.

Assim, tendo e, consideração o cálculo realizado pela Mazars (Anexo 1), em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que deverá ser utilizado um ***gearing* de 9,82%** (ver Quadro 9).

¹⁷ CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas.

Quadro 9. Gearing

Empresas comparáveis	Gearing Médio (2013-2017)
CTT	0,73%
Royal Mail	9,97%
Bpost	7,45%
Österreichische Post (Austrian Post)	0,78%
Malta Post	0,00%
PostNL	40,01%
Média 2018	9,82%

Fonte: Cálculo da Mazars com base nos relatórios e contas da Bloomberg

2.3. Base de remuneração do custo de capital

O custo de capital resulta do produto da taxa do CMPC pela base de remuneração, assumindo esta última uma particular relevância, na medida em que deve refletir o investimento realizado pelo operador no desenvolvimento da sua atividade operacional.

A este respeito, a Lei Postal prevê na alínea b) do n.º 3 do artigo 19.º que o cálculo do custo líquido do SU deve ter em conta “o direito do PSU obter um lucro razoável, representado pelo custo de capital relativo aos investimentos necessários à prestação do SU, o qual deve refletir o risco incorrido”.

Por conseguinte, a deliberação da ANACOM, de 02.11.2017, que definiu a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital estabeleceu que deve existir uma relação direta entre o capital investido pelo PSU e o investimento realizado em ativos não correntes necessários ao desenvolvimento da sua atividade, o que traduzirá de forma mais adequada o custo de oportunidade incorrido pelos seus investidores.

Neste contexto, e estando o modelo de custeio dos CTT assente na metodologia de gastos totalmente distribuídos, a metodologia definida considerou como razoável que a base de remuneração incorpore o valor total do ativo médio não corrente (associado à atividade regulada e não regulada), constante das suas demonstrações financeiras, na medida em que o custo de capital apurado será alocado aos produtos regulados, apenas e só na proporção dos ativos não correntes que concorrem para a sua prestação, tendo por base

a metodologia *activity based costing* (ABC), a qual visa criar uma relação direta entre a alocação de gastos e as atividades necessárias à prestação e/ou venda de um serviço e/ou produto.

Desta forma, o custo de capital apurado é então alocado proporcionalmente aos diferentes centros de custo, tendo em consideração os ativos médios líquidos (resultantes do somatório dos ativos tangíveis e intangíveis líquidos médios) afetos a cada centro de custo.

Por conseguinte, a metodologia definida estabeleceu que a base de remuneração a utilizar no cálculo do custo de capital dos CTT deve corresponder ao ativo não corrente, nomeadamente as rubricas de ativos tangíveis e ativos intangíveis afetos à atividade operacional dos CTT, excluindo-se os ativos detidos para venda, traduzindo-se numa remuneração mais direta do investimento concretizado pelo operador no âmbito da sua atividade operacional.

Qualquer outro ativo que os CTT classifiquem como investimento e, que na sua ótica, deva ser remunerado, terá de ser remetido à ANACOM e, devidamente justificado, com vista à validação da bondade da sua inclusão na base de remuneração.

2.4. Definição da taxa de custo de capital

A adoção prévia de uma metodologia clara e a consequente definição *à priori* do valor da taxa de custo de capital promove a previsibilidade regulatória e a transparência nos mercados.

Assim, e tendo em consideração os parâmetros obtidos nos pontos anteriores, aplicando a fórmula do custo médio ponderado de capital *pre-tax*¹⁸, a ANACOM entende que a **taxa de custo de capital**, aplicável ao exercício de 2018, deverá ser de **10,1845%** (ver Quadro 10).

¹⁸ $CMPC_{pre-tax} = [K_e \times (1 - G) + K_d \times G \times (1 - t_i)] \times \frac{1}{(1 - t_i)}$

Quadro 10. Taxa de custo de capital (2018)

Parâmetros	2018
Taxa de juro sem risco	3,11%
Beta	0,726
Prémio de risco	6,22%
<i>Gearing</i>	9,82%
Prémio de dívida	1,522%
Taxa de imposto	29,31%
Custo de capital próprio	7,63%
Média 2018	10,1845%

Atendendo à metodologia acima descrita e ao cálculo apresentado no ponto anterior, delibera-se que, no contexto dos resultados de 2018 do SCA da CTT, deve ser utilizada a **taxa de custo de capital de 10,1845%**.

3. Conclusão

Atendendo à metodologia acima descrita e ao cálculo apresentado no ponto anterior, delibera-se que, no contexto dos resultados de 2018 do SCA da CTT, deve ser utilizada a **taxa de custo de capital de 10,1845%**.

Anexo I: Lista de acrónimos e abreviaturas

ABC	<i>Activity based costing</i>
ARN	Autoridade reguladora nacional
CAPM	<i>Capital asset pricing money</i>
CDS	<i>Credit default swaps</i>
CIRC	Código do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas
CLSU	Custo líquido do serviço universal
CMPC	Custo médio ponderado de capital
FDC	<i>Fully distributed costs</i>
IRC	Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas
ODP	Obrigações de dívida pública
PSU	Prestador do serviço universal postal
SCA	Sistema de contabilidade analítica
SNC	Sistema de normalização contabilística
SU	Serviço universal
WACC	<i>Weighted average cost of capital</i>

Anexo II: Lista de operadores

CTT CTT – Correios de Portugal, S. A.

Anexo III: Lista de outras entidades/organizações

ANACOM Autoridade Nacional de Comunicações

CERP European Committee for Postal Regulation