

RELATÓRIO
DO PROCEDIMENTO GERAL DE CONSULTA
E DO PROCEDIMENTO
DE AUDIÊNCIA PRÉVIA DOS INTERESSADOS
DO
SENTIDO PROVÁVEL DE DECISÃO SOBRE

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

(exercício de 2018)

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

Índice

1. Enquadramento.....	3
2. Contributos recebidos.....	4
3. Apreciação na especialidade	5
3.1. Metodologia	5
3.2. Metodologia de cálculo dos parâmetros	6
3.2.1. Custo do capital próprio (K_e)	6
3.2.1.1. Taxa de juro sem risco (R_f)	6
3.2.1.2. Beta (β)	7
3.2.1.3. Prémio de risco ($R_m - R_f$)	9
3.2.2. Custo do capital alheio (K_d)	11
3.2.2.1. Prémio de dívida	11
3.2.2.2. Taxa de imposto	11
3.2.3. <i>Gearing</i>	13
3.3. Base de remuneração do custo de capital	15
4. Conclusão.....	15

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

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, conceito este traduzido nos princípios orientadores do SCA dos CTT, em linha com a Diretiva Postal³ e com a Lei Postal, pela taxa de 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

¹ Artigo 15.º da Lei n.º 17/2012, de 26 de abril na sua redação em vigor (Lei Postal), 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 Diretiva 2008/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 20 de fevereiro, que altera a Diretiva Postal (Diretiva 97/67/CE, de 15 de dezembro)

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

determinado investimento, tendo em consideração o retorno expectável de investimentos alternativos e com um risco de negócio comparável.

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.

Por conseguinte, e por deliberação do Conselho de Administração, em 02.11.2017⁴, a ANACOM definiu a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Tendo assim por base a metodologia definida, a ANACOM deliberou, em 31.01.2019, submeter o sentido provável de decisão (SPD) sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018) ao procedimento geral de consulta pública, ao abrigo do artigo 9.º da Lei Postal e, ao procedimento de audiência prévia dos interessados, nos termos dos artigos 121.º e 122.º do Código do procedimento administrativo (CPA), tendo fixado, em ambos os casos, o prazo de 20 dias úteis para que os interessados se pronunciassem.

2. Contributos recebidos

No âmbito dos referidos procedimentos foram recebidos, dentro do prazo estabelecido, comentários de apenas uma entidade:

1. CTT – Correios de Portugal, S.A. (CTT).

A ANACOM disponibiliza no seu sítio na internet a versão pública da resposta recebida, salvaguardando qualquer informação de natureza confidencial que tenha sido identificada como tal.

⁴ <https://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1421505>.

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

Neste relatório é apresentada uma síntese da resposta recebida no âmbito dos procedimentos acima mencionados, bem como a apreciação efetuada por esta Autoridade, não dispensando a leitura, quer do documento de consulta pública, quer do contributo recebido.

O presente relatório constitui parte integrante da decisão final sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018).

3. Apreciação na especialidade

3.1. Metodologia

Os comentários dos **CTT** a respeito da metodologia para determinação da taxa de custo de capital incidiram essencialmente sobre o cabaz de empresas comparáveis, relativamente ao qual, e apesar dos CTT não terem objeções no que diz respeito às empresas constituintes do cabaz, mencionam ter alguma reserva na utilização dos valores de *gearing* da PostNL relativamente aos anos 2013, 2014 e 2015, para efeitos da estimativa do *gearing* ótimo dos CTT, situação detalhada no capítulo relativo ao *gearing*.

Entendimento da ANACOM

Atendendo a que os comentários remetidos pelos CTT relativamente à metodologia apenas se cingem ao *gearing*, aspecto este desenvolvido pelos CTT em ponto específico, e conseqüente analisados neste relatório no capítulo 3.2.3. – *Gearing*, a ANACOM decidiu manter o seu entendimento inicial quanto à metodologia proposta no SPD para a determinação do custo de capital dos CTT a aplicar no exercício de 2018.

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

3.2. Metodologia de cálculo dos parâmetros

3.2.1. Custo do capital próprio (K_e)

3.2.1.1. Taxa de juro sem risco (R_f)

Os **CTT** reiteram que o cálculo deste parâmetro deve ser suficientemente robusto, de modo a que os choques periódicos nas taxas de juros não alterem significativamente o cálculo do custo de capital, concordando com a fonte de informação utilizada para a sua determinação (taxas de juro implícitas das obrigações de dívida pública (ODP) portuguesas, com maturidade a 10 anos). Salientam contudo que este deveria basear-se num histórico de cinco anos, em vez da média de dois anos, ou seja, um período temporal idêntico ao utilizado no cálculo do fator beta e do *gearing*.

Os **CTT** concluem que, com ressalva do comentário anterior, o valor apurado de 3,11% está de acordo com a metodologia utilizada e não suscita comentários adicionais.

Entendimento da ANACOM

A respeito dos comentários dos CTT quanto à taxa de juro sem risco, aplicável ao exercício de 2018, dever ter como base um histórico de cinco anos das taxas de juro das ODP portuguesas, em vez da média de dois anos, preconizada na metodologia aprovada para a determinação da taxa de custo de capital dos CTT, importa salientar que o período sugerido pelos CTT decorreria entre 2013 e 2017, durante parte do qual a economia portuguesa se encontrava sob um programa internacional de auxílio financeiro, e consequentemente a taxa de juro das obrigações portuguesas não seria, em princípio, uma boa aproximação para estimar uma taxa de juro sem risco.

Neste sentido, e não obstante a ANACOM poder futuramente analisar a eventual alteração do horizonte temporal considerado na determinação da taxa de juro sem risco, tal análise terá não só em consideração a necessidade do horizonte temporal poder ser considerado adequado à estimativa de uma taxa de juro sem risco, bem como deverá

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

garantir a necessária coerência das decisões da ANACOM no sector das comunicações, atendendo a que a taxa de juro sem risco está relacionada com a economia portuguesa e não com o operador em causa (postal e/ou de comunicações) tratando-se de um fator exógeno a este.

Por conseguinte, a ANACOM mantém o seu entendimento inicial, pelo que o valor a utilizar relativamente à **taxa de juro sem risco**, para o exercício de 2018, deverá ser de **3,11%**.

3.2.1.2. Beta (β)

Os **CTT** referem que os modelos de negócio das empresas comparáveis e sua respetiva participação na receita total diferem muito de empresa para empresa, o que no seu entender influencia a estimativa do beta (β) e consequentemente o prémio de risco de mercado apresentado pela ANACOM.

Neste sentido, os **CTT** consideram importante ter em conta que o coeficiente β é uma medida de volatilidade do retorno de um investimento em relação ao retorno do mercado como um todo, e que na fórmula *capital asset pricing money* (CAPM) mede o grau ao qual a ação dos CTT está exposta aos riscos sistemáticos, pelo que é seu entendimento que adicionar diversas empresas comparáveis para a estimativa do β não reflete inteiramente os riscos sistemáticos dos CTT, componente chave na avaliação do custo de capital.

Adicionalmente, os **CTT** referem que a aplicação do CAPM em sectores regulados deve ter em consideração que os β de empresas reguladas estão subvalorizados atendendo a que o β real baseia-se em retornos, os quais se encontram limitados pela regulação e a que acresce um problema de endogeneidade. A este respeito os **CTT** mencionam que a inclusão apenas de empresas reguladas traduz-se na subvalorização da taxa de retorno que, por um lado, define o retorno permitido para o próximo período regulatório e, por outro lado também será aplicado para as futuras estimativas do fator β e da taxa de retorno, existindo, no seu entendimento, o risco significativo de que a metodologia constante do

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

SPD, ao incluir apenas empresas reguladas no cabaz de empresas comparáveis, aumente o problema de endogeneidade.

Por forma a reduzir possíveis distorções resultantes da metodologia utilizada, os **CTT** sugerem a aplicação de um peso relativo de 50% para o β dos CTT e um peso relativo de 50% para o β do grupo constituído pelas restantes empresas consideradas comparáveis, referindo que esta alteração, e considerando também o ajuste efetuado no *gearing* ótimo (ver capítulo 3.2.3. – *Gearing*), resultaria num valor de β de 7,96%.

Entendimento da ANACOM

A respeito do comentário dos CTT relativamente às empresas comparáveis utilizadas na estimativa do β diferirem muito de empresa para empresa, importa salientar que aquando da definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, em novembro de 2017, a ANACOM relativamente ao grupo de oito empresas comparáveis inicialmente proposto, e na sequência dos comentários então recebidos dos CTT, decidiu retirar duas empresas (*Deutsche Post DHL* e *Post Italiane*) por conceder que os seus modelos de negócios seriam significativamente diferenciados face ao modelo de negócios dos CTT.

Neste sentido, e não se tendo identificado alterações significativas no *benchmark* aprovado ao nível do cumprimento dos critérios que originaram a sua seleção (entidades que operam no sector postal em mercados com maturidade equiparável ao mercado nacional, entidades com títulos (ações) negociados em bolsas de valores organizadas e entidades com produtos e/ou serviços semelhantes aos prestados pelos CTT), a ANACOM continua a considerar adequado o *benchmark* utilizado para estimar o β dos CTT.

Adicionalmente e quanto ao problema de endogeneidade alegado pelos CTT, resultante de eventuais β subvalorizados pela utilização exclusiva de empresas reguladas no *benchmark* de empresas comparáveis, importa referir que o objetivo do referido *benchmark* é precisamente o de estimar o β a considerar no cálculo da taxa de custo de capital com vista a remunerar os ativos investidos na atividade regulada dos CTT, pelo

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

que se entende que a sua estimativa deve ter como base realidades comparáveis. Neste sentido a ANACOM não considera que um *benchmark* apenas de empresas reguladas venha a resultar numa eventual subvalorização do β estimado.

Adicionalmente, e quanto à sugestão dos CTT de alteração da ponderação das empresas do *benchmark*, atribuindo uma ponderação de 50% ao β dos CTT e uma ponderação de 50% ao β do grupo das restantes empresas do *benchmark*, a ANACOM não antevê que tal alteração possa resultar na mitigação do eventual problema de endogeneidade referido pelos CTT, decorrente da utilização exclusiva de empresas reguladas, atendendo a que os próprios CTT são também eles uma empresa regulada.

Por conseguinte, e face ao acima exposto, a ANACOM mantém o seu entendimento inicial quanto ao apuramento do β estimado a utilizar pelos CTT no cálculo da taxa de custo de capital, pelo que considera que o valor a utilizar relativamente ao β , para o exercício de 2018, deverá ser de **0,726**.

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

Os **CTT** consideram que na abordagem seguida pela ANACOM existe uma grande probabilidade de o prémio de risco do mercado (português) estar subestimado, nomeadamente devido a uma das novas medidas incorporadas no cálculo (*Dimson, Marsh e Staunton – DMS*), que apresenta estimativas muito inferiores (cerca de 4 p.p.) às apresentadas pelas bases de dados de *Damodaran* e os estudos de *Pablo Fernandez*.

Adicionalmente, os **CTT** referem que a medida de prémio de risco de mercado de *Damodaran* é mais credível que as outras duas medidas consideradas pela ANACOM, alegando para tal o facto de ser a referência mais amplamente usada na estimativa do prémio de risco de mercado, referindo a este respeito que a sua utilização será cerca de duas vezes superior às de *Fernandez* e *DMS* juntas, tanto por académicos como por analistas. Acresce ainda, segundo os **CTT**, que o facto de os valores relativos à base de dados *DMS* não serem públicos condiciona a utilização deste indicador.

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

Neste sentido, os **CTT** reiteram que este parâmetro fica subestimado com a aplicação da metodologia proposta, pelo que consideram que o prémio de risco deve ser calculado apenas com base na estimativa de prémio de risco de *Damodaran*, em detrimento do *Credit Suisse/DMS* e *Pablo Fernandez*, por entenderem que é a mais testada e a mais credível, resultando num prémio de risco de 7,96% para 2018.

Entendimento da ANACOM

Relativamente à sugestão dos CTT de apenas usar o prémio de risco de mercado estimado por *Aswath Damodaran*, entendendo tratar-se da referência mais credível e mais amplamente utilizada, a ANACOM salienta que nesta área não existe consenso, entre académicos, ou mesmo entre os diversos reguladores europeus, pelo que considera que a utilização de diferentes fontes de informação (*Aswath Damodaran*, *Pablo Fernandez* e *Dimson, Marsh & Staunton - DMS*) permite, através da sua média, estabilizar/atenuar eventuais diferenças mais vincadas que possam estar presentes numa abordagem particular. Acresce que as séries longas da DMS, atualizadas periodicamente, conferem estabilidade e robustez à metodologia utilizada, contrapondo dados históricos a abordagens mais teóricas (*Aswath Damodaran*) e a abordagens mais práticas (*Pablo Fernandez*).

Adicionalmente, e tratando-se o prémio de risco de um parâmetro exógeno à empresa regulada, entende a ANACOM que o seu apuramento deverá ter como base a mesma metodologia nas diferentes decisões desta Autoridade relacionadas com o custo de capital, resultando em igual valor para o mesmo período, quer seja no sector postal, quer seja nas comunicações eletrónicas.

Neste sentido, a ANACOM mantém o seu entendimento inicial quanto ao apuramento deste parâmetro, pelo que considera que o valor a utilizar relativamente ao **prémio de risco**, para o exercício de 2018, deverá ser de **6,22%**.

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

3.2.2. Custo do capital alheio (K_d)

3.2.2.1. Prémio de dívida

Os **CTT** entendem que a metodologia definida pela ANACOM, a qual considera os dados da *Bloomberg (BFV EUR Industrial BBB-, daily observations)* referente aos dois anos anteriores ao exercício a que respeita a decisão, não suscita comentários, concordando assim com o valor apurado de 1,522%.

Entendimento da ANACOM

Atendendo aos comentários remetidos pelos CTT, concordando com a metodologia e o valor apurado para a determinação deste parâmetro, a ANACOM mantém o seu entendimento inicial quanto ao **prémio de dívida** a utilizar no exercício de 2018, o qual deverá assim ser de **1,522%**.

3.2.2.2. Taxa de imposto

Os **CTT** referem que a informação relativa ao apuramento da taxa de derrama estadual apresentada no SPD não permite reproduzir a sua fórmula de cálculo, considerando importante que o Quadro 6 da página 16 do SPD reflita de forma clara e detalhada o cálculo desta componente da taxa de imposto.

Adicionalmente, e por a metodologia se basear num cálculo *ex-ante* da taxa de imposto, os **CTT** reiteram que, por se desconhecer o valor real, e estando o maior valor do lucro tributável no último escalão, deveria ser utilizado o valor nominal da taxa de derrama estadual máxima de 9,0%.

Entendimento da ANACOM

A respeito do comentário dos CTT de que a informação constante do SPD não permitia reproduzir a fórmula de cálculo da derrama estadual a ANACOM acrescentou na decisão

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

final, e no capítulo referente à taxa de imposto (taxa de derrama estadual) um quadro adicional que permite detalhar o apuramento da taxa de derrama estadual de 6,81%, tendo por base um lucro tributável médio de 72.810 mil euros, correspondente à média do lucro tributável entre 2015 e 2017.

Adicionalmente, e quanto ao comentário dos CTT que, desconhecendo-se o valor do lucro tributável, e atendendo a que o valor do lucro tributável considerado no apuramento da taxa de derrama estadual (72.810 mil euros) se encontra no último escalão, deveria ser utilizado o valor nominal da taxa de derrama estadual máxima de 9,0%, importa salientar que o apuramento desta componente da taxa de imposto é efetuada de forma progressiva, tendo por base vários escalões a que correspondem taxas de imposto diferente, aumentando à medida que aumenta o correspondente escalão.

Por conseguinte, pelo facto de o lucro tributável se situar num determinado escalão não implica que o imposto apurado relativamente à derrama estadual resulte da aplicação da taxa que corresponde a esse mesmo escalão, tendo em conta a natureza progressiva desta componente da taxa de imposto, como acima referido.

Facilmente se constata que, e para um lucro tributável médio de 72.810 mil euros, significativamente superior ao último escalão, e face à progressividade acima mencionada, a taxa de derrama estadual implícita é de 6,81%, ou seja, inferior em 2,19 p.p. à taxa de derrama estadual máxima (9,00%), pelo que a utilização do valor máximo da taxa de derrama estadual, conforme sugerido pelos CTT, resultaria numa evidente sobrevalorização da taxa de custo de capital a considerar no exercício.

Por último, e não obstante esta Autoridade reconhecer que eventuais subavaliações da taxa de imposto possam ocorrer num determinado exercício, em virtude de aquando da sua determinação não ser ainda o lucro tributável referente ao exercício em causa, estas podem ser compensadas por eventuais sobreavaliações em exercícios seguintes, admitindo a ANACOM a este respeito que as subvalorizações e/ou sobrevalorizações tendem a compensar-se no longo prazo.

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

Neste sentido, a ANACOM entende manter o seu entendimento inicial relativamente ao cálculo da taxa de imposto, em particular no que respeita ao apuramento da taxa de derrama estadual, pelo que entende 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%**, conforme o cálculo efetuado pela Mazars.

3.2.3. Gearing

Os **CTT** referem que, sem prejuízo de se considerar o cabaz de empresas comparáveis, no caso específico da PostNL não deveriam ser utilizados os valores relativos a 2013, 2014 e 2015, os quais, segundo os CTT, foram considerados indesejáveis pela própria PostNL, sendo que a existência destes valores de *gearing* extremos e indesejáveis é sugerida pela intenção da PostNL de redução da sua dívida (efetuada em 2016 e 2017), e conforme indicado nas suas apresentações ao mercado.

Adicionalmente, os **CTT** referem que, através da análise interquartil para determinação do número de *outliers*⁵, os valores de 50,88%, 51,27% e 41,54% apresentados pela PostNL para os anos de 2013, 2014 e 2015, respetivamente, são classificados como extremos por serem superiores a três intervalos interquartil (IIR).

Neste sentido, os **CTT** entendem que é inapropriado incorporar valores de dívida (e conseqüente *gearing*) considerados como indesejáveis pela própria PostNL, no apuramento de um valor de *gearing* ótimo.

Assim, os **CTT**, seguindo a metodologia da ANACOM, e removendo os referidos valores de 2013, 2014 e 2015, classificados como *outliers* extremos, apuram um valor ótimo de *gearing* de 7,86%.

⁵ Método proposto por *Hoaglin, Iglewicz and Tukey* (1986)

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

Entendimento da ANACOM

Relativamente ao comentário dos CTT sobre a não utilização dos valores de *gearing* da PostNL relativos a 2013, 2014 e 2015, por considerar que se tratam de *outliers*, importa salientar que a identificação de empresas comparáveis é efetuada tendo por base: (i) entidades que operam no sector postal em mercados com maturidade equiparável ao mercado nacional; (ii) entidades com títulos (ações) negociados em bolsas de valores organizadas; e, (iii) entidades com produtos e/ou serviços semelhantes aos prestados pelos CTT, não tendo sido identificada a respeito de qualquer uma das empresas utilizadas qualquer situação que levasse à sua exclusão como comparável.

A metodologia utilizada tem como objetivo incorporar um conjunto de entidade que partilhem um conjunto de características “*core*” do sector postal, sendo o intuito o de considerar todas as realidades comparáveis com os CTT, à luz dos critérios definidos, sem qualquer exclusão, devendo a identificação de eventuais *outliers* subscrever-se à fase de seleção de comparáveis.

Acresce ainda que, e não obstante os valores da PostNL mencionados pelos CTT como *outliers*, decorrentes de um maior volume de dívida, este operador continuou nesse mesmo período a possuir um rating em torno do nível BBB, posicionando-o num nível de investimento, pelo que a desconsideração dos referidos *outliers* resultaria numa situação de exceção, pouco compreensível face à sua classificação em termos de *rating* e dos critérios que a colocam no leque de empresas comparáveis e contradizendo uma metodologia que procura ser factual e não depender de considerações sobre eventuais opções de gestão dos operadores.

Por conseguinte a ANACOM mantém o seu entendimento inicial, pelo que considera que deverá ser utilizado um ***gearing* de 9,82%**.

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

3.3. Base de remuneração do custo de capital

Relativamente à base de remuneração do custo de capital os CTT entendem como adequada a metodologia definida, que estabelece que a base de remuneração 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.

Entendimento da ANACOM

Em virtude dos comentários recebidos dos CTT, que concordam com a metodologia utilizada na base de remuneração do custo de capital, a ANACOM mantém o seu entendimento inicial, pelo que considera que esta 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.

4. Conclusão

Atendendo aos contributos recebidos, e com base nos entendimentos acima expostos em sede de audiência prévia, a ANACOM decidiu não efetuar quaisquer alterações relativamente ao seu sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018), tendo apenas clarificado a forma de apuramento da taxa de derrama estadual no que respeita à taxa de imposto a considerar.

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

Anexo I: Lista de acrónimos e abreviaturas

ARN	Autoridade reguladora nacional
CAPM	<i>Capital asset pricing money</i>
CLSU	Custo líquido do serviço universal
CPA	Código do procedimento administrativo
DMS	<i>Dimson, Marsh e Staunton</i>
FDC	<i>Fully distributed costs</i>
IIR	Intervalo interquartil
ODP	Obrigações de dívida pública
PSU	Prestador do serviço universal postal
SCA	Sistema de contabilidade analítica
SPD	Sentido provável de decisão
SU	Serviço universal

Relatório do procedimento geral de consulta e do procedimento de audiência prévia dos interessados do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (exercício de 2018)

Anexo II: Lista de operadores

CTT CTT – Correios de Portugal, S. A.

Anexo III: Lista de outras entidades/organizações

ANACOM Autoridade Nacional de Comunicações