

RELATÓRIO
DO PROCEDIMENTO
DE AUDIÊNCIA PRÉVIA AOS INTERESSADOS
E DO PROCEDIMENTO GERAL DE CONSULTA
DO
SENTIDO PROVÁVEL DE DECISÃO
sobre
Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital
dos CTT – Correios de Portugal, S.A. aplicável aos
exercícios de 2018 e seguintes

- Versão Pública -

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Índice

1. Enquadramento.....	3
2. Contributos recebidos.....	5
3. Apreciação na generalidade	5
4. Apreciação na especialidade	12
4.1. Metodologia de cálculo dos parâmetros – custo do capital próprio	12
4.1.1. Taxa de juro sem risco	12
4.1.2. Beta (β)	15
4.1.3. Prémio de risco	25
4.2. Metodologia de cálculo dos Parâmetros – custos do capital alheio	27
4.2.1. <i>Gearing</i>	27
4.2.2. Prémio da dívida	30
4.2.3. Taxa de imposto	30
4.3. Base de remuneração do custo de capital	32
5. Conclusão.....	32

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

1. Enquadramento

No âmbito da legislação aplicável, os CTT – Correios de Portugal, S. A. (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 dos custos líquidos decorrentes da prestação 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.

A este respeito, os CTT têm vindo a remeter à ANACOM um SCA que visa cumprir com as obrigações decorrentes, quer da legislação em vigor, quer dos seus princípios orientadores³ e das determinações e recomendações (ambos emanados por esta Autoridade), o qual tem como base uma metodologia *fully distributed costs* ao incluir a totalidade dos gastos suportados por este operador, acrescidos de uma margem razoável de remuneração, esta última traduzida pelo custo de capital.

A Diretiva 2008/6/CE, de 20 de fevereiro, que altera a Diretiva Postal (Diretiva 97/67/CE, de 15 de dezembro), estabelece⁴ que o cálculo do CLSU deverá ter em conta o direito do PSU a receber um lucro razoável e incentivos à rentabilidade. Este entendimento é

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 do Decreto-Lei n.º 448/99, de 4 de novembro na sua redação em vigor.

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.

⁴ Parágrafo 3 da parte B do Anexo 1

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

reforçado pela Lei Postal⁵, que considera que o CLSU deve ter em consideração a obtenção de 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.

No contexto da regulação, em geral, e da regulação dos serviços postais, em particular, procura-se com a determinação da taxa de custo de capital:

- (i) representar a taxa de retorno apropriada para compensar o PSU quanto ao custo de oportunidade do investimento realizado na prestação do SU, assegurando os corretos incentivos ao investimento;
- (ii) garantir a não existência de distorções nos mercados, através de práticas discriminatórias e anti competitivas;
- (iii) eliminar possíveis barreiras à entrada de novos concorrentes; e,
- (iv) proteger os consumidores de preços excessivos.

A este respeito, a ANACOM considerou ser relevante a definição de uma metodologia que permitisse apurar, adequadamente, a taxa de custo de capital a utilizar pelas empresas postais reguladas no âmbito da prestação do SU, clarificando as metodologias e fontes de informação a considerar no cálculo dos parâmetros utilizados no seu apuramento, no sentido de: (i) promover a sua transparência; (ii) permitir uma maior estabilidade regulatória; (iii) permitir a definição de um mecanismo que assegure a regular atualização dos vários parâmetros; e, (iv) promover a consistência com as restantes deliberações regulatórias desta Autoridade sobre o custo de capital, em particular quanto aos parâmetros exógenos, que não dependem do desempenho da empresa, mas tão-somente da economia portuguesa.

Neste contexto, e com vista à definição da referida metodologia, a ANACOM deliberou submeter o sentido provável de decisão (SPD) sobre a definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes, ao procedimento de audiência prévia dos interessados, nos termos dos artigos 121.º e 122.º

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.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

do Código do Procedimento Administrativo (CPA) e ao procedimento de consulta pública ao abrigo do artigo 9.º da Lei Postal.

2. Contributos recebidos

No âmbito dos referidos procedimentos foram recebidos, dentro do prazo estabelecido, comentários de duas entidades:

- DACHSER Portugal Sociedade Unipessoal, Lda. (**DACHSER**); e,
- CTT – Correios de Portugal, S.A. (**CTT**).

A ANACOM disponibiliza no seu sítio na Internet as respostas recebidas, salvaguardando qualquer informação de natureza confidencial que tenha sido identificada como tal.

Neste relatório é apresentada uma síntese das respostas recebidas no âmbito dos procedimentos referidos, bem como a apreciação efetuada por esta Autoridade, não dispensando a leitura, quer do documento de consulta pública, quer dos contributos recebidos.

O presente relatório constitui parte integrante da decisão final relativa à metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

3. Apreciação na generalidade

A **DACHSER** refere que a medida colocada a consulta tem impacto no mercado, entendendo apenas ser possível a sua avaliação através da apresentação de cálculos concretos que ofereçam uma projeção segura da taxa de custo de capital e, possibilite a comparação com períodos anteriores, assentes em dados que façam parte do histórico do operador em causa.

Os **CTT** partilham do entendimento da ANACOM de que a taxa de custo de capital deve continuar a ter como base a metodologia do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), na sua fórmula *pre-tax*, assente no modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para a determinação da taxa de custo dos capitais próprios, salientando ser o método adotado

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

pela maioria dos reguladores europeus e que, comparativamente a outros modelos, se caracteriza por uma simplicidade que permite, não só a avaliação mais adequada dos seus parâmetros, como a mitigação de assimetrias de informação.

Não obstante considerarem tratar-se do método mais comumente usado para calcular o custo do capital próprio, entendem não estar isento de algumas deficiências empíricas na sua aplicação ao sector postal, dando como exemplo problemas de endogeneidade na depreciação da estimativa do fator Beta (β), por utilização de um cabaz de empresas comparáveis reguladas, não entendendo porque o β dos **CTT**, enquanto empresa cotada, não é objetivamente mais válido.

Os **CTT** consideram crucial o cálculo do custo de capital próprio, ao expressar o retorno exigido pelos acionistas como compensação do risco associado ao seu investimento, salientando a importância do CMPC/WACC (*Weighted average cost of capital*) regulatório refletir o verdadeiro custo de capital, como garantia da viabilidade e da sustentabilidade da prestação do SU, num contexto de queda contínua do tráfego de correio (que representa cerca de 70% da sua atividade), afirmando que a metodologia proposta parece negligenciar características relevantes dos **CTT**, com influência na sustentabilidade da prestação do SU, na eventual não obtenção dos fundos necessários aos seus investimentos críticos, através dos seus investidores, sendo prejudicial para a empresa, investidores e consumidores.

Adicionalmente, apresentaram ainda comentários genéricos quanto:

i) metodologia excessivamente inspirada no sector das telecomunicações (MEO)

Os **CTT** consideram crucial que a estimativa do CMPC/CAPM reflita a sua estrutura financeira, o seu risco sistemático ao mercado e forneça os incentivos adequados a esse investimento, salientando que o SPD em questão aplica a metodologia utilizada na determinação da taxa de custo de capital da MEO – Serviços de comunicações e Multimédia, S.A. (MEO), em particular quanto aos parâmetros intrínsecos à atividade e estrutura dos **CTT** (no caso do *gearing* e do fator β), a qual não tem em conta as diferenças existentes entre os dois sectores de atividade, nomeadamente, os elevados investimentos em capital fixo (telecomunicações) e o investimento quase exclusivo em capital humano

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

(sector postal), bem como a existência de operadores com atividade em vários países (telecomunicações), contrariamente ao sector postal, onde a maioria da concorrência é doméstica.

Manifestaram assim profundas reservas quanto à abordagem proposta pela ANACOM, considerando que nos parâmetros intrínsecos à sua atividade e estrutura não foi tida em consideração a situação específica dos **CTT**.

ii) alteração do cálculo de ex-post para ex-ante.

Os **CTT** referem não entender os benefícios que possam resultar da alteração da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital de *ex-post* para *ex-ante*, atendendo a que uma abordagem *ex-post* se baseia em dados reais e a abordagem *ex-ante* assenta em expectativas sobre os valores futuros de parâmetros (e.g. taxa de juro sem risco, risco de mercado e *gearing* de empresas comparáveis).

Consideram assim que a abordagem proposta (*ex-ante*) está mais dependente das decisões arbitrárias na preparação das estimativas, aumentando a incerteza sobre a remuneração do custo de capital, decorrente da sua eventual sub e/ou sobre valorização, podendo afetar negativamente as decisões de investimento e aumentar o risco de investimentos de qualidade inferior, sendo da opinião que tal não aconteceria na determinação *ex-post* da taxa de custo de capital baseada em dados reais verificados.

Adicionalmente, os **CTT** salientam que a metodologia proposta é omissa quanto ao modo como eventuais ajustes *ex-post* serão efetuados, ajustamentos que considera serem cruciais para garantir um retorno estável dos investimentos, implicando um aumento do seu custo de capital porque os investidores não assumiriam este risco gratuitamente.

Por último, salientam que o SPD não é claro sobre quando e quem será responsável pelo cálculo do CPMC após a alteração da metodologia, mencionando apenas alguns procedimentos para a existência de limitações das bases de dados a utilizar no apuramento dos parâmetros, pelo que não existindo nada em contrário no SPD, presumem que

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

continuarão a ser responsáveis pelo cálculo da taxa de custo de capital aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Entendimento da ANACOM

A ANACOM entende ser essencial a definição de uma metodologia que permita estimar uma taxa de retorno adequada para compensar o custo de oportunidade do PSU quanto ao investimento realizado no âmbito da prestação do SU postal, e que de uma forma detalhada e transparente, defina a sua fórmula de cálculo, a metodologia de apuramento dos diversos parâmetros utilizados e as diferentes fontes de informação consideradas, harmonizando-a com as decisões regulatórias desta Autoridade, em particular quanto aos seus parâmetros exógenos (e.g., taxa de juro sem risco, prémio de risco de mercado, e, taxa de imposto), os quais não dependem da atividade e/ou estrutura da empresa regulada, mas sim de aspectos macroeconómicos associados à economia portuguesa.

Não obstante a metodologia colocada a consulta não permitir obter uma taxa de custo de capital a ser considerada pelos **CTT** no seu SCA (exercícios de 2018 e seguintes), atendendo a que à presente data não se encontra disponível a totalidade da informação necessária ao seu apuramento (em particular os dados relativos a 2017), entende ainda assim a ANACOM que tal não obsta à definição da referida metodologia tendo em vista a sua aplicação futura.

A este respeito importa salientar que a metodologia colocada a consulta não visa, em primeira instância, aprovar o valor da taxa de custo de capital a considerar como lucro razoável a que o operador postal designado para a prestação do SU terá direito, mas sim a definição detalhada da sua fórmula de cálculo, harmonizada com as decisões regulatórias desta Autoridade sobre custo de capital, estabelecendo, em particular, a metodologia de apuramento dos vários parâmetros utilizados e das fontes de informação consideradas, e que uma vez estabelecida, será posteriormente utilizada no cálculo do valor do custo de capital a considerar nos exercícios de 2018 e seguintes.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

A respeito dos comentários avançados pelos **CTT**, importa referir que a metodologia proposta visa somente definir uma retribuição razoável dos investimentos efetuados para a prestação do SU, não tendo como objetivo primeiro a sustentabilidade do SU, que deverá não só ter em consideração a taxa de custo de capital, como também as restantes medidas regulatórias a este associadas, destacando-se em particular a política de preços. A este respeito importa salientar que o peso do SU nos últimos anos tem vindo a representar cerca de 70% da atividade dos **CTT**, sendo que o custo de capital referente ao SU não chega a representar cerca de **[Início de Informação Confidencial]** **[Fim de Informação Confidencial]** do total de custos do SU.

Não obstante as determinações emitidas pela ANACOM quanto ao apuramento das taxa de custos de capital a considerar no SCA dos CTT, as quais não detalham em particular o apuramento dos vários parâmetros (exceção feita para a determinação quanto aos valores a considerar em 2011 para a taxa de juro sem risco, o prémio de risco e a taxa de imposto), tem sido observável a existência de várias alterações relativas ao apuramento de diversos parâmetros (e.g. taxa de juro sem risco e β), não só quanto à sua metodologia, como também quanto aos *benchmark* utilizados, que apenas são comunicadas a esta Autoridade aquando do envio dos resultados do SCA.

Neste sentido, e por forma a aumentar não só a previsibilidade regulatória, bem como a transparência inerente ao apuramento da taxa de custo de capital a considerar, entende a ANACOM que deve ser imposta *ex-ante* uma metodologia detalhada de cálculo, não só da taxa de custo de capital, mas também dos seus parâmetros e das fontes de informação a utilizar, prevendo a mesma a existência de mecanismos de alteração em eventuais situações em que a metodologia definida não possa ser aplicável em virtude da falta de informação ou por falta de qualidade da mesma.

No que respeita às considerações gerais incluídas na resposta remetida pelos **CTT**, e sem prejuízo dos comentários efetuados na apreciação da metodologia na sua especialidade, entende a ANACOM tecer as seguintes observações:

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

i) metodologia excessivamente inspirada no sector das telecomunicações (MEO)

A metodologia apresentada pretende efetivamente efetuar uma harmonização com a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital no âmbito das decisões regulatórias desta Autoridade, em particular quanto ao apuramento dos diversos parâmetros exógenos utilizados (taxa de juro sem risco, prémio de risco de mercado e taxa de imposto), bem como, e sempre que aplicável, das fontes de informação a utilizar no seu apuramento.

Atendendo à exogeneidade associada a estes parâmetros, os quais não dependem da atividade e/ou estrutura da empresa regulada, mas sim de aspectos macroeconómicos relacionados com a economia portuguesa, a ANACOM não antevê qualquer justificação que explique a existência de valores diferenciados, para o mesmo período, apenas e só porque as decisões digam respeito ao sector das comunicações eletrónicas ou ao sector postal, atendendo a que estes, como se referiu, são exógenos às empresas reguladas.

Adicionalmente, a ANACOM não concorda com a afirmação dos **CTT** de que a metodologia apresentada não atendeu às diferenças existentes entre os dois sectores de atividade, em particular, quanto aos parâmetros intrínsecos à sua atividade e estrutura (*gearing* e factor β), na medida em que, e sem prejuízo da sua análise específica (ver capítulo 4 – Apreciação na especialidade), a consideração de um *benchmark* de empresas comparáveis composto exclusivamente por operadores postais que operam na europa, sem inclusão de quaisquer empresas de comunicações eletrónicas, nem de outros sectores regulados (e.g. energia, transportes) visou declaradamente ir ao encontro das referidas especificidades do sector postal.

ii) a alteração do cálculo de ex-post para ex-ante

A ANACOM concorda que a alteração da abordagem de *ex-post* para *ex-ante* na determinação da taxa de custo de capital, leva a que o seu apuramento deixe de assentar em dados observáveis, para se basear em expectativas sobre os valores futuros de parâmetros como a taxa de juro sem risco, o risco de mercado e o *gearing* de empresas.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

No entanto, esta Autoridade não pode concordar com os **CTT** quando afirmam que a abordagem *ex-ante*, comparativamente à abordagem *ex-post*, afetará negativamente as decisões de investimento ao trazer maior incerteza para o investidor quanto ao valor do retorno do seu investimento, na medida em que, aquando da decisão de investimento, essa só pode ser sustentada nas suas expectativas futuras baseadas na melhor informação disponível (i.e. o retorno do investimento é estimado *ex-ante* e nunca *ex-post*).

A ANACOM concede que a determinação da taxa de custo de capital tendo por base uma metodologia *ex-ante* poderá resultar na eventual sub e/ou sobre valorização do retorno dos investimentos, comparativamente ao seu apuramento *ex-post* assente em valores observáveis, sendo, no entanto, sua convicção que, em média, os erros de estimativa se compensem. Importa ainda salientar que a presente metodologia não visa em primeira instância garantir um retorno estável dos investimentos dos **CTT**, situação essa que também não se verifica na atual abordagem *ex-post*, mas sim definir uma metodologia estável com vista ao seu apuramento.

Adicionalmente, e como salientado anteriormente, a metodologia proposta não difere significativamente da tomada de decisão do investidor, a qual também assenta em expectativas futuras, razão pela qual, e à semelhança de anteriores decisões desta Autoridade relativas a custo de capital, e sem prejuízo da apreciação na especialidade da metodologia proposta, em virtude dos argumentos apresentados, é entendimento desta Autoridade que deverá ser imposta a definição *ex-ante* da taxa de custo de capital a considerar no SCA dos **CTT** para efeitos regulatórios não considerando ser necessária a introdução de qualquer mecanismo de compensação face a eventuais desvios que possam resultar das estimativas *ex-ante* efetuadas, sendo que todos os anos um novo valor será calculado.

Acresce que é convicção desta Autoridade que a determinação da taxa de custo de capital *ex-ante* resulta num aumento da previsibilidade regulatória e da transparência

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

deste processo, que beneficia não só os CTT como as restantes entidades que operam no sector.

Por último, a ANACOM reconhece que a metodologia apresentada é omissa sobre quando e quem será responsável pelo cálculo do CPMC a considerar no SCA dos **CTT**, embora estando a metodologia de cálculo definida, qualquer entidade interessada poderá proceder ao seu apuramento. Em qualquer caso, clarifica-se que, uma vez definida a metodologia, será da competência da ANACOM a sua determinação até ao final do primeiro semestre do ano em questão, atendendo à disponibilidade dos elementos necessários ao seu cálculo, sendo que sempre que se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, inviabilizando a aplicação da metodologia definida, justifica-se a sua alteração/substituição (nos termos nesta definidos), podendo esta 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, o que a não se verificar, apenas resultará numa atualização do cálculo.

4. Apreciação na especialidade

4.1. Metodologia de cálculo dos parâmetros – custo do capital próprio

4.1.1. Taxa de juro sem risco

Os **CTT** referem que um dos elementos do CAPM é a taxa de juro sem risco, que reflete as remunerações obtidas por um investidor ao investir num ativo sem risco, salientando que numa abordagem *ex-ante* a sua remuneração será adiada quando existam choques nos mercados de taxas de juros, implicando assim que o aumento da taxa de custo de capital não terá um aumento correspondente na taxa calculada *ex-ante*.

A este respeito, salientam o facto da atual taxa de juro sem risco estar artificialmente baixa devido ao efeito da flexibilização quantitativa de anos anteriores seguida pelo Banco Central Europeu (BCE), implementada devido à forte instabilidade nos mercados

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

financeiros, nomeadamente, ao nível da dívida soberana, traduzindo-se no comportamento atípico das referidas taxas de juro. Afirmam ainda que as orientações da Comissão Europeia (CE) consideram ser razoável que as ARN ajustem para cima as taxas de juro observadas para estimar a taxa de juro sem risco.

Adicionalmente, consideram muito provável o aumento das taxas de juro nos próximos anos, e consequentemente da taxa de custo de capital para este operador, o que a acontecer não é compensado imediatamente através da sua determinação *ex-ante*, traduzindo-se num desajustamento entre a taxa de custo do capital real e a definida a nível regulatório, que só posteriormente poderá ser ajustado (tardamente no seu entendimento), uma vez que as decisões de investimento já foram tomadas.

Por conseguinte, entendem que deve ser aumentada a robustez da taxa de juro sem risco para evitar que eventuais choques periódicos alterem significativamente o custo de capital. Neste contexto, sugerem que o seu apuramento deve resultar de dados históricos dos últimos 5 anos, à semelhança do proposto para determinar o fator β e o *gearing*, incluindo o ano em causa, das taxas implícitas das obrigações de dívida pública (ODP) portuguesas, com maturidade a 10 anos, o que, na sua opinião aumentaria a estabilidade do seu valor e diminuiria a volatilidade do custo de capital, contrariamente à utilização de médias de períodos inferiores a três anos, que acarretará o risco de uma maior volatilidade por aderência a ciclos económicos.

Entendimento da ANACOM

A ANACOM concede que a determinação *ex-ante* da taxa de juro sem risco poderá resultar em desvios comparativamente ao valor apurado através da abordagem *ex-post*, e que eventuais choques nos mercados de taxas de juro só mais tarde serão refletidos no seu apuramento. No entanto, esta situação verificar-se-á não só em momentos de subida de taxa de juro, como também em momentos de descida, sendo convicção da ANACOM de que, em média, estas situações se compensem entre si.

No entanto, e como anteriormente referido, esta Autoridade não concorda que o cálculo *ex-ante* da taxa de juro sem risco afete negativamente a realização de investimentos, na

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

medida em que o investidor aquando da sua decisão sustenta a sua opção nas suas expectativas futuras assentes na informação mais atual então disponível, à semelhança da metodologia apresentada.

Adicionalmente, os CTT salientam o facto de que a atual taxa de juro sem risco está artificialmente baixa devido ao efeito da flexibilização quantitativa seguida pelo BCE, o que segundo as orientações da CE justificaria como razoável um ajustamento para cima das taxas observadas.

A este respeito, e não obstante a ANACOM não rejeitar que, em resultado da atuação do BCE, as taxas de juro das ODP portuguesas (utilizadas como *proxy* na metodologia apresentada) possam encontrar-se artificialmente baixas, face a um cenário de não intervenção por parte do BCE, ainda assim o valor obtido é superior ao que resultaria da utilização de referências mais sólidas para estimar uma taxa de juro sem risco, como por exemplo a taxa de juro implícita na dívida soberana da Zona Euro com notação de AAA (e.g.: Alemanha, Holanda e Luxemburgo), cujas taxas de juro são muito próximas de zero, chegando por vezes a ser negativas.

Neste contexto, atendendo a que as ODP portuguesas são utilizadas como aproximação ao conceito de taxa de juro sem risco a ANACOM não considera necessário efetuar qualquer ajustamento ao valor apurado tendo por base a metodologia proposta.

Importa ainda salientar que a metodologia colocada a consulta pela ANACOM para estimar a taxa de juro sem risco coincide com a proposta dos **CTT** ao prever a utilização do histórico das taxas implícitas das ODP portuguesas com maturidade a 10 anos, entendendo a este respeito tecer os seguintes comentários quanto à dimensão da série a considerar:

- i) a utilização de um histórico de dois anos de observações mensais representa a manutenção da metodologia atualmente utilizada pelos **CTT**, não podendo esta Autoridade deixar de estranhar a proposta deste operador, na medida em que, no cálculo da taxa de custo de capital aplicável ao exercício de 2016, este operador alterou a metodologia então utilizada para calcular a taxa de juro sem risco, voltando

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

- a utilizar as ODP portuguesas em vez de um *benchmark* de ODP de vários países europeus, tendo nesse momento considerado um histórico de apenas dois anos;
- ii) a eventual existência de choques nos mercados de taxas de juro, a existirem e a entender-se que deles possa resultar um efeito significativo e injustificado no valor da taxa de custo de capital resultante da metodologia agora definida, poderá ser corrigida através da possibilidade prevista para que ambas as partes disponham, até ao dia 31 de maio, do ano em causa, da opção de espoletarem a revisão da metodologia se entenderem que tal se justifica; e,
- iii) a utilização de um histórico de 5 anos, que segundo os **CTT** tornaria mais estável a taxa de juro sem risco, traduzir-se-ia num período mais longo para ajustar eventuais variações significativas que viessem a ocorrer nos mercados de taxas de juro, salientando-se que a estabilidade da taxa de juro sem risco não é o objetivo primário da metodologia proposta, mas sim a sua maior aderência à realidade, o que não significa necessariamente uma maior estabilidade.

Atendendo aos argumentos acima expostos a ANACOM decidiu manter o seu entendimento inicial, pelo que a taxa de juro sem risco deverá corresponder à média das taxas implícitas das ODP portuguesas, com maturidade a 10 anos, resultantes das observações mensais dos dois anos anteriores ao exercício em causa (e.g. 2016 e 2017 para o exercício de 2018), tendo como fonte os dados do Banco Central Europeu.

4.1.2. Beta (β)

Os **CTT** referem que não é norma na literatura académica a utilização de empresas comparáveis na estimativa da taxa de custo de capital de empresas cotadas em bolsa e com um histórico de três anos, mas sim a utilização de duas a três empresas comparáveis quando a empresa em causa não está cotada, o que no seu entendimento não se aplica aos **CTT**, em virtude de se encontrarem cotados em bolsa, desde o final de 2013, com um volume de transações relevante (liquidez) devido ao elevado capital disperso.

Adicionalmente, consideram ainda que seria aceitável a utilização de um cabaz de empresas comparáveis, por um breve período, em situações após a entrada em bolsa da

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

empresa em causa devido à inexistência de um histórico mínimo de três anos, não sendo no seu entendimento admissível não considerar os dados da empresa cotada após este período, desde que possua a liquidez necessária para que a volatilidade da sua ação reflita o sentimento e expectativas dos investidores.

A respeito da estimativa do β com base em empresas comparáveis apresentam ainda algumas considerações:

i. o cabaz de empresas não reflete o modelo de negócios dos CTT

Quanto ao cabaz de empresas comparáveis apresentado na metodologia proposta (os CTT e outras sete empresas cotadas em bolsa), entendem que as empresas escolhidas apresentam modelos de negócio muito diferentes, salientando que todas, com exceção da *Malta Post*, têm uma dimensão três vezes superior e apresentam diversos níveis de risco, o que influenciará a estimativa do β , e conseqüentemente do prémio de risco.

Em particular, e quanto às empresas incluídas no cabaz tecem os seguintes comentários:

- a. *Deutsche Post DHL e Post Italiane* – apresentam características muito diferentes das restantes empresas e modelos de negócio muito diferentes dos CTT, pelo que a sua inclusão introduzirá desvios significativos na estimativa do β , uma vez que os seus β são impulsionadas por outras atividades para além da postal (a *Post Italiane* com um modelo de negócio onde os serviços bancários e seguros apresentam um peso significativo (87%), e a *Deutsche Post DHL* por não ser comparável ao consolidar um dos maiores integradores mundiais de encomendas em quase todos os países);
- b. *Bpost* – recebe um apoio do Estado para a prestação de alguns serviços, o que reduz o risco de mercado às quedas no negócio de correio e se reflete no β ; e,
- c. *Österreichische Post* – em que o Estado ao ser um acionista maioritário, como no caso da *Bpost*, beneficia de um enquadramento regulatório muito favorável quando comparado com outros mercados, como o caso do mercado português.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

ii. as sete empresas comparáveis adicionam ruído na estimativa do β

Os **CTT** referem ser normal um analista financeiro calcular o custo de capital com os dados da empresa em questão se esta estiver cotada em bolsa, utilizando apenas empresas comparáveis para estimar o seu β quando não se encontra cotada.

Neste sentido salientam que, sendo o β uma medida de volatilidade do retorno do investimento em relação ao retorno do mercado como um todo que na fórmula do CAPM mede o grau ao qual a ação dos **CTT** está exposta às flutuações do mercado, captando a exposição aos riscos sistemáticos, é seu entendimento que a utilização de empresas comparáveis para a sua estimativa não reflete os riscos sistemáticos deste operador (componente chave na avaliação do custo de capital), e que a não utilização do seu β específico, com um histórico em bolsa já superior a 3 anos, é contrária ao modelo CAPM.

iii. a abordagem seguida no SPD para a estimativa do β é mais complexa que a abordagem atual

Segundo os **CTT**, uma das implicações da metodologia proposta é o facto de obrigar a um maior número de iterações e de cálculos, adicionando ruído aos resultados, em virtude da necessidade de converter os cálculos baseados em empresas comparáveis em números que lhe sejam aplicáveis, nomeadamente:

- a. Recolha de dados para as empresas comparáveis;
- b. Estimativa do β alavancado para cada empresa comparável;
- c. Estimativa do β desalavancado para cada empresa comparável;
- d. Alavancagem do β de cada empresa pelo *gearing* definido para os **CTT**;
- e. Ponderação do β de cada empresa, tendo em conta o número de anos em que está cotada em bolsa, salientando que o SPD não é claro quanto ao número de anos a considerar para atribuição da referida ponderação, uma vez que refere cinco e dois anos.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

iv. *o uso de empresas comparáveis aumenta o risco de endogeneidade*

Os **CTT** referem que o CAPM não é um método perfeito, devendo ser aplicado com cautela em setores regulamentados, uma vez que o β de empresas reguladas tende a ser subvalorizado em virtude dos seus retornos se encontrarem limitados pela regulação, sendo ainda considerados sectores de baixo risco e consequentemente reduzida volatilidade. Saliendam ainda que a metodologia proposta ao incluir um elevado número de empresas reguladas no cabaz de empresas comparáveis aumenta o risco de problemas de endogeneidade na estimativa do β resultando numa subavaliação do seu valor.

v. *Os CTT devem ter um maior peso no cabaz no caso de abordagem de empresas comparáveis ser aplicada*

Os **CTT** referem que a metodologia proposta altera significativamente o peso do β específico dos **CTT** que deixa de ser de 50% (valor atualmente utilizado), para passar a representar um valor atual inferior à ponderação atribuída a outros operadores. Adicionalmente, entendem que não existe nenhuma razão para basear a estimativa do β tendo por base a estimativa de empresas comparáveis, devendo ser considerado o seu β específico, com uma ponderação de 100%, atendendo a estarem cotados em bolsa há cerca de quatro anos.

Relativamente à preocupação da ANACOM sobre o facto do β da ação dos **CTT** não refletir apenas a atividade do serviço universal, mas sim todas as atividades do Grupo, consideram que a abordagem proposta aumenta ainda mais as distorções ao incluir coeficientes β das empresas “comparáveis” com diferentes modelos de negócio e distintos contextos de regulação comparativamente aos **CTT** (e.g. *Poste Italiane*), resultando num aumento do risco associado a outros negócios e não na sua redução, tornando este argumento pouco coerente.

Por conseguinte, se a ANACOM considera ser ainda cedo para utilizar o β específico dos **CTT**, entendem que a alternativa natural para a abordagem atual seria considerar uma ponderação do seu β maior que 50% (p.e. 75%), que passaria a 100% quando a sua ação tivesse 5 anos de histórico de cotações, ou, em alternativa, que a sua ponderação

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

começasse nos 50% e aumentasse 10 pontos percentuais, por ano, até atingir 100%, alternativa que consideram ser melhor que a apresentada no SPD.

Por último, entendem que se em qualquer caso a ANACOM decidir usar um cabaz de empresas na estimativa do β , sejam eliminadas a *Malta Post* e a *Poste Italiane*, por serem muito diferentes, a primeira devido à sua reduzida dimensão e por operar num mercado que não serve de *benchmark*, e a segunda por ser fundamentalmente um prestador de serviços financeiros que também tem uma operação postal, bem como a *Bpost*, a *Deutsche Post DHL* e a *Österreichische Post*, pelas diferenças de risco anteriormente mencionadas, ou então que a sua ponderação seja inferior.

vi. Capital próprio: uso de valores de mercado e não de valores contabilísticos

Não obstante os **CTT** concordarem com o argumento de que a utilização do valor contabilístico se traduz numa menor volatilidade face ao valor de mercado, salientam, no entanto, que a sua utilização é essencialmente para fins contabilísticos e não de avaliação dos custos de oportunidade de capital, a qual tem em conta os custos de oportunidade de capital tendo por base atividades baseadas no mercado.

A este respeito referem a possibilidade de as empresas poderem operar com capitais próprios reduzidos, salientando que neste período de maior investimento têm distribuído dividendos superiores aos seus resultados líquidos, resultando na diminuição dos seus capitais próprios por utilização de reservas distribuíveis, tendo recentemente sido realizada uma redução e aumento de capital para libertar reservas distribuíveis, aprovada pelo concedente, que a ANACOM considerou não impactar na prestação do SU.

Assim, e sendo o objetivo de uma estimativa do CMPC/WACC o de calcular o custo de capital que o mercado exige como uma compensação de risco, consideram contraintuitivo, e não suportado por argumentos bem definidos na literatura académica, a definição do retorno total das empresas com recurso ao uso de valores contabilísticos alternativamente aos valores de mercado, que correspondem à sua avaliação economicamente correta.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Adicionalmente, salientam que a CE apoia esta argumentação ao recomendar às ARN da indústria de telecomunicações europeia para medir o *gearing* por referência ao valor de mercado do capital próprio em vez do valor contabilístico, ou seja, com base na capitalização de mercado de uma empresa traduzida pelo preço da ação multiplicado pelo número de ações, o que entendem que também será aplicável nesta situação.

A este respeito consideram fundamental que este ponto seja reconhecido pela ANACOM, uma vez que o foco dos investidores de empresas cotadas está no mercado de valores e no seu retorno, e que servirá de base à obtenção das suas necessidades futuras de financiamento, salientando que a utilização de valores contabilísticos poderá promover a evolução da sua cotação para valores semelhantes ao capital contabilístico, passando a ANACOM a ter uma influência decisiva, de forma indireta, no valor de mercado dos **CTT**.

vii. Posição do European Regulator Group for Postal Services (ERGP)

Os **CTT** referem que o grupo de reguladores dos serviços postais (ERGP) na sua posição comum sobre a alocação de custos, a qual aborda os princípios subjacentes à estimativa do CPMC/WACC, refere a possibilidade de estimar o β com recurso aos dados da própria empresa, ou com base num grupo de pares atendendo à natureza pública dos operadores postais que impossibilita a utilização de dados do mercado financeiro, salientando, no entanto, o uso limitado que os grupos de pares devem ter.

A este respeito, e embora o ERGP não detalhe o que considera “limitado”, os **CTT** consideram que segue a literatura de finanças corporativas, a qual define que a seleção de empresas comparáveis deve considerar os critérios analisados anteriormente que, corretamente aplicados, resultará num número muito limitado de empresas comparáveis no sector postal, contrariamente ao sector das telecomunicações, tendo por base uma razão estrutural, ao só existir um operador postal por país, o que reduz as possibilidades para a conceção de um grupo de pares apropriado, não só em Portugal, mas no sector postal em geral.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Assim, entendem que a declaração do ERGP implica que para operadores postais em que exista informação financeira suficiente, será mais apropriado usar “valores reais das empresas regulamentadas”, o que consideram ser natural, devido à menor precisão do *benchmark* face aos dados reais do mercado financeiro da empresa relevante.

Entendimento da ANACOM

A ANACOM entende que o β a considerar deverá refletir o risco associado à atividade postal regulada, motivo pelo qual entende que deverá ser estimado tendo como base numa *proxy* assente num *benchmark* de empresas comparáveis, alternativamente ao β específico dos **CTT**, uma vez que este deriva da cotação bolsista da sua ação, a qual não corresponde exclusivamente à atividade postal, mas sim à globalidade do Grupo **CTT**, onde se inclui um conjunto variado de outras atividades a que estão associados diferentes níveis de risco, como por exemplo a atividade bancária.

Esta Autoridade concede que um analista financeiro calcule o custo de capital, de uma empresa cotada em bolsa, tendo por base os dados da referida empresa, e que no caso dos **CTT** utilize a sua ação, na medida em que tende a considerar o retorno associado ao investimento neste ativo, como um todo, justificando assim a utilização dos dados do Grupo **CTT** cotado em bolsa e a sua respetiva cotação bolsista.

No entanto, a metodologia apresentada procura apenas identificar uma *proxy* para estimar o β do sector postal regulado, que como se sabe, não se encontra cotado isoladamente. Saliencia-se adicionalmente que a representatividade do sector postal regulado no β da ação (Grupo **CTT**), tenderá a diminuir ao longo do tempo, em função da natural diversificação das suas áreas de negócios (enquanto Grupo) como resultado da contínua diminuição de tráfego postal, o que se traduzirá num aumento da relevância das atividades não postais, como seja a atividade bancária.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Atendendo a que a ação dos **CTT** traduz o conjunto de atividades desenvolvidas pelo Grupo **CTT**, e não apenas a sua atividade postal regulada, entende a ANACOM que o apuramento do β deverá assim resultar da média de um *benchmark* de empresas comparáveis no sentido de obter uma *proxy* mais ajustada relativamente ao risco de um operador postal, mitigando eventuais efeitos resultantes de um evento relevante que ocorra nos sectores não postais em que os **CTT** estejam presentes.

Na metodologia apresentada, entendeu a ANACOM que o *benchmark* a utilizar deveria ser constituído exclusivamente por operadores postais cotados em bolsa, caracterizados por atuarem em países europeus, em detrimento de outras áreas geográficas (e.g. América e Ásia) por entender existir uma maior similitude entre estes mercados e o mercado nacional.

A este respeito, a ANACOM não concorda com a afirmação dos **CTT** de que as empresas do *benchmark* não são comparáveis por operarem em outros mercados que não o nacional, na medida em que atuam em mercados regulados e estão sujeitos aos mesmos efeitos transversais do sector postal, como seja a diminuição do tráfego postal (correspondências) e o aumento do tráfego de encomendas associado ao crescimento do *e-commerce*.

Adicionalmente, salienta-se que o *benchmark* recentemente utilizado para determinar o β no cálculo da taxa de custo de capital a utilizar nos exercícios de 2014 a 2016, teve não só em consideração operadores postais de outros mercados europeus, à falta de empresas nacionais comparáveis, com também incluía a maioria das empresas consideradas no *benchmark* apresentado na metodologia proposta (*Deutsche Post*, *Österreichische Post*, *Royal Mail* e *Bpost*), e que os **CTT** vêm agora considerar como não comparáveis.

No entanto, e em virtude dos comentários recebidos dos **CTT**, a ANACOM concede que as empresas *Deutsche Post DHL* e *Post Italiane*, possam ser retiradas do *benchmark*

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

por apresentarem modelos de negócio significativamente diferentes, sendo, no entanto, da opinião de que devem de ser mantidas as restantes, uma vez que a sua atividade postal representa mais de 70% do seu modelo de negócios, o que não difere significativamente da relevância atual desta atividade no modelo de negócios dos **CTT**.

Adicionalmente, e quanto à eventualidade de se obter uma estimativa subavaliada do β , em resultado da utilização de *benchmark* constituído à base de empresas reguladas, na medida em que tratando-se de empresas onde os seus retornos se encontram limitados pela regulação e, conseqüentemente onde o β tende a ser subvalorizado, importa lembrar que também os **CTT** são uma empresa regulada, razão pela qual não se antevê que desse facto possa resultar uma subvalorização significativa do valor estimado para o seu β , até porque o que se pretende nesta sede é a determinação da taxa de custo de capital para a atividade regulada dos CTT.

Neste contexto, a ANACOM entende que o cálculo do β deverá basear-se no *benchmark* de empresas comparáveis considerado na metodologia proposta, devendo, no entanto, ser excluídas as empresas *Deutsche Post DHL* e *Post Italiane*, por apresentarem modelos de negócios significativamente diferenciados do modelo de negócios dos **CTT**. O referido *benchmark* deverá ser revisto sempre que tal justifique, seja por se entender que alguma das empresas consideradas, por algum motivo, deixou de ser comparável, seja para permitir a inclusão de novas empresas que, entretanto, venham a reunir as características que permitam serem consideradas comparáveis.

Quanto à alegada complexidade da metodologia proposta, salienta-se que esta é similar à metodologia adotada por esta Autoridade em anteriores decisões relativas a custo de capital, a qual não obstante o seu nível de detalhe, não tem revelado dificuldades significativas quanto à sua aplicação e apuramento do valor do β .

Em particular, quanto às ponderações a atribuir às empresas do *benchmark* em função do seu histórico de cotação, a ANACOM aceita que, deste aspecto em concreto, poderá resultar alguma complexidade, pelo que entendeu alterar a ponderação inicialmente

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

proposta de cada empresa no *benchmark*, atribuindo a cada uma das empresas comparáveis uma ponderação equivalente, incluindo os **CTT**, devendo apenas constar do *benchmark* empresas que apresentem um historial mínimo de dois anos de cotação em bolsa, que permita assim diluir eventuais variações especulativas do valor da sua ação nos primeiros meses da sua entrada em bolsa.

Por último, e quanto à utilização do valor de mercado (capitalização bolsista) para o *unleverage* e *re-leverage* do β , os **CTT** referem que as empresas podem operar com capitais próprios reduzidos, salientando que neste período de maior investimento têm distribuído dividendos superiores aos seus resultados líquidos, tendo recentemente sido realizada uma redução e aumento de capital para libertar reservas distribuíveis, aprovada pelo concedente e a que a ANACOM considerou não impactar na prestação do SU.

A este respeito salienta-se que a distribuição de dividendos é um ato de gestão sobre o qual esta Autoridade não se pronuncia, residindo exclusivamente na esfera privada dos CTT. Não obstante, a ANACOM não pode conceber que a distribuição de dividendos (particularmente se superiores aos resultados líquidos) possa ser pretexto, ainda que parcial, para a determinação de uma taxa de custo de capital superior à adequada para remunerar os investimentos efetuados no âmbito da atividade postal regulada.

Acresce ainda que o SCA dos **CTT** não se encontra valorizado a custos correntes, mas sim a custos históricos, razão pela qual entende a ANACOM que deverá ser considerado o seu valor contabilístico.

A este respeito importa salientar que, a ANACOM não concorda com a afirmação de que a utilização dos valores contabilísticos possa influenciar decisivamente o valor de mercado dos **CTT** no sentido de tender para o seu valor contabilístico, uma vez que, e como já referido anteriormente, a sua cotação bolsista representa a globalidade da atividade do Grupo **CTT**, e não apenas a sua atividade postal regulada, sobre a qual

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

recai esta decisão, e que no futuro tenderá a ser menos representativa face à atividade global do Grupo.

4.1.3. Prémio de risco

Os **CTT** consideram que a metodologia proposta pela ANACOM, ao adicionar os estudos de *Pablo Fernandez* (IESE) e os dados da série *Dimson, Marsh e Staunton* (DMS) – Credit Suisse às estimativas de *Damodaran*, aumenta o risco de subvalorização do valor deste parâmetro, em virtude das duas novas medidas incorporadas (*Pablo Fernandez* e DMS), apresentarem valores para o prémio de risco significativamente inferiores (cerca de quatro pontos percentuais), podendo indiciar diferenças estruturais e falta de robustez das referidas estimativas, uma vez que as semelhanças habitualmente existentes com os valores de *Damodaran* para a generalidade dos países, não se verificam no caso português.

A este respeito, e devido ao seu impacto no CAPM, entendem ser extremamente importante que este parâmetro reflita o prémio de risco real observado no mercado, traduzindo assim o retorno esperado pelos acionistas tendo em conta o ambiente macroeconómico em Portugal, considerando que a medida de *Damodaran* é a mais amplamente utilizada por académicos e outros analistas e sugerida no relatório de consultadoria sobre o cálculo de custo de capital da Portugal Telecom em 2012, sendo da opinião de que é a mais testada e a mais credível.

Os **CTT** consideram assim que a metodologia proposta subestima o cálculo deste parâmetro, pelo que entendem que apenas as estimativas de *Damodaran* deverão ser utilizadas no seu apuramento.

Entendimento da ANACOM

À semelhança da taxa de juro sem risco, também o prémio de risco é um parâmetro exógeno à empresa regulada, não estando diretamente relacionado com a sua

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

performance e o seu risco intrínseco, mas sim com o retorno exigido associado a um investimento efetuado num determinado país.

Neste sentido, e tratando-se de um parâmetro exógeno à empresa regulada, entende a ANACOM que a determinação deste parâmetro deverá ter como base a mesma metodologia em todas as decisões desta Autoridade relacionadas com o custo de capital, resultando assim no mesmo valor para o mesmo período.

Relativamente aos comentários dos **CTT** quanto às fontes de informação adicionadas na metodologia proposta (*Pablo Fernandez* e *DMS*) face às estimativas de *Damodaran*, importa não só salientar que todas elas são consideradas na atual metodologia utilizada no cálculo da taxa de custo de capital da MEO, definida em 2016, como também são referidas no relatório da CE a que os **CTT** aludem, o qual chega mesmo a afirmar que as estimativas da *DMS* são das mais comumente utilizadas.

Adicionalmente, importa referir que a estimativa da taxa de custo de capital a considerar no SCA dos **CTT** será efetuada anualmente e que, à semelhança do que acontece com a globalidade dos seus parâmetros, quando se identifique que a metodologia utilizada na sua determinação esteja limitada por algum motivo, a sua revisão e/ou alteração poderá ser espoletada por qualquer uma das partes nos termos definidos no ponto 3.1 da metodologia proposta.

Neste sentido, entende a ANACOM que a sua determinação deverá assentar numa metodologia comum a todas as suas decisões relacionadas com custo de capital de operadores regulados, pertencentes ao sector postal e/ou ao sector das comunicações eletrónicas, resultando assim num valor igual para o mesmo período, pelo que entende esta Autoridade que deverá ser mantida a metodologia proposta, não obstante esta poder ser futuramente revista, quando por algum motivo se identifique alguma limitação que impossibilite a obtenção de uma *proxy* que seja considerada adequada.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

4.2. Metodologia de cálculo dos Parâmetros – custos do capital alheio

4.2.1. Gearing

Os **CTT** referem não entender o sentido da proposta da ANACOM em calcular um *gearing* ótimo com base num *benchmark* de empresas comparáveis, por entenderem que o seu nível de alavancagem está ajustado ao seu risco específico, referindo que uma empresa em que 70% dos rendimentos dependem de um sector em declínio estrutural tenderá a ter uma alavancagem inferior a uma empresa exposta a mercados em crescimento, como por exemplo o sector das encomendas.

No seu entendimento, a abordagem proposta não é suportada pela literatura académica, na medida em que os analistas financeiros geralmente avaliam o custo de capital de uma sociedade cotada através do *gearing* da referida empresa e não do referente a um cabaz de empresas. A não utilização do seu *gearing* específico conduzirá, na sua opinião, a uma discrepância entre o custo de capital estimado e o custo real de capital, o que no longo prazo poderá resultar numa incapacidade em compensar os investidores pelo risco inerente ao seu investimento e numa eventual carência de fundos, ou alternativamente, obrigar este operador a evoluir para o *gearing* médio de mercado, não por uma decisão de gestão associada ao seu risco específico, mas para garantia de um retorno adequado na componente regulada, ainda representativa da maioria do seu negócio.

Neste contexto, não consideram apropriada a estimativa de um *gearing* ótimo com recurso a um cabaz de empresas, o qual está dependente de muitos fatores intrínsecos às empresas e aos países a que respeitam (e.g. os sistemas fiscais, a regulação económica, o ambiente económico global e especialmente os fluxos de caixa), salientando que os valores de dívida e de alavancagem ótimos estão explicitamente ligados ao risco da empresa, impostos, custos de falência, taxas de juro sem risco, taxas de pagamento (*pay-out rates*) e obrigações.

Entendem assim que a estrutura de capital dos **CTT** é específica para a sua estrutura, mercado, etc., não podendo basear-se num conjunto de empresas “comparáveis” com estruturas, negócios e realidades completamente diferentes, salientando em particular a

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Poste Italiane que tem os seus rendimentos e lucros sustentados no sector financeiro, e consequentemente uma alavancagem estrutural substancialmente diferente.

Adicionalmente, e quanto à observação da ANACOM de que o seu *gearing* real não será o mais adequado por se afastar significativamente do *gearing* de um operador postal sem o efeito de alavancagem do elevado “*cash-in-flow*” resultante da prestação de serviços financeiros, os **CTT** referem que, embora tenham influxos de caixa de terceiros derivados de produtos financeiros, estes existem por um curto período, não permitindo a sua utilização nos seus investimentos, e que o argumento da ANACOM não é suportado pela literatura académica, que indica que a estrutura de capital ótima para empresas com grandes *free cash flows* caracteriza-se por um *gearing* elevado, o que não sucedendo indicia assim um modelo de negócio com modestos *cash flows*.

Neste sentido, manifestam sérias reservas quanto à utilização de um cabaz de empresas comparáveis na estimativa do *gearing*, por entenderem que o mesmo não refletirá a sua estrutura financeira, nem o seu custo real de capital, adicionando apenas ruído ao cálculo da taxa de custo de capital e resultando num desincentivo ao investimento otimizado.

Entendimento da ANACOM

A comparação com o *gearing* de vários operadores postais europeus considerados no *benchmark* da metodologia apresentada permitiu constatar que o *gearing* dos **CTT** é significativamente inferior, (quase zero), afastando-se assim claramente do valor deste parâmetro observável em empresas consideradas comparáveis, levando a que seja questionável sobre até que ponto este parâmetro poderá ser representativo de um *gearing* de referência do sector postal, ou poderá, por outro lado, estar influenciado por efeitos particulares da sua atividade não postal.

Neste sentido, entende a ANACOM que, por forma a considerar no cálculo da taxa de custo de capital aplicável à atividade regulada dos CTT, uma *proxy* representativa do sector postal, deverá ser utilizado um *gearing* obtido com recurso a um *benchmark* de operadores comparáveis que permita mitigar eventuais particularidades que possam

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

admir da prestação de outras atividades não reguladas e passíveis de serem geradoras de elevados cash-flows.

Relativamente ao *benchmark* considerado e ao facto das empresas comparáveis operarem em mercados diferentes do mercado nacional, importa salientar que operam também num mercado regulado, que a sua atividade assenta em processos e tecnologias similares e sujeita a efeitos transversais, como sejam a diminuição do tráfego das correspondências e o aumento do tráfego das encomendas resultante do desenvolvimento do *e-commerce*, tendendo assim a apresentarem modelos de negócio semelhantes, ainda que adaptados às suas especificidades particulares.

Em princípio seria expectável que a diminuição estrutural que o sector postal tem vindo a sofrer não invalidasse a necessidade de desenvolvimento e investimento dos operadores postais, nomeadamente em tecnologias que permitam aumentar a sua eficiência, o que eventualmente levaria a maiores necessidades de investimento e consequentemente a um *gearing* mais elevado decorrente da sua necessidade de financiamento.

Apesar de os **CTT** afirmarem que um *gearing* baixo indicia um negócio de reduzidos *cash-flows*, a concretização de investimentos sem a realização de aumentos de capital, nem tão-pouco de financiamentos externos, aliada à distribuição de dividendos significativos, indicia pelo contrário um elevado volume de *cash-flows* que permita o seu financiamento, o que pode ser observado ao longo de vários anos consecutivos nas suas demonstrações financeiras que evidenciam a existência de elevados valores de caixa e seus equivalentes.

Neste contexto, e uma vez que o *gearing* específico dos **CTT** diverge significativamente de outros operadores considerados comparáveis, em virtude dos seus elevados valores de *cash-flows* (caixa e seus equivalentes) presumivelmente alavancados pela prestação de serviços financeiros (que não se verifica de igual forma nas empresas comparáveis), e atendendo a que se pretende estimar o *gearing* a utilizar na remuneração da sua atividade postal regulada, entende a ANACOM que deverá ser utilizado um *gearing*

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

representativo do sector, o qual deverá ser obtido com recurso ao uso de um *benchmark* de empresas comparáveis.

4.2.2. Prémio da dívida

Relativamente ao prémio da dívida e à *proxy* apresentada pela ANACOM na metodologia proposta, que tem como base a média do valor do *spread* obtido através da base de dados da *Bloomberg* (*BFV EUR Industrial BBB-, daily observations*), entendem os **CTT** que, não sendo a que melhor reflete o sector postal, não se opõem à *proxy* sugerida, atendendo a não existir na *Bloomberg* uma que melhor reflita o sector postal.

Entendimento da ANACOM

Atendendo à não oposição dos **CTT** quanto à *proxy* proposta para estimar o prémio da dívida na metodologia colocada a consulta pela ANACOM para o cálculo da taxa de custo de capital, entende esta Autoridade manter a metodologia apresentada.

4.2.3. Taxa de imposto

Os **CTT** referem que considerando uma determinação *ex-post* da taxa de custo de capital devem ser utilizados os dados mais recentes, ou seja, os dados relativos ao ano para o qual se está a calcular a taxa de custo de capital.

Alternativamente, e no caso de uma determinação *ex-ante* da taxa de imposto por se desconhecer o seu valor real, os **CTT** consideram que deverá ser utilizado o valor nominal da derrama estadual de 7,00%, tomando como exemplo o ano de 2016.

Entendimento da ANACOM

No que respeita à definição de uma taxa de imposto a aplicar numa metodologia *ex-ante* a utilizar no cálculo da taxa de custo de capital, os **CTT** referem que, e tomando como

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

exemplo o ano de 2016, deverá ser considerado o valor nominal da derrama estadual de 7%.

No entanto, e não obstante nos últimos anos os seus lucros terem ascendido a valores relativamente aos quais é aplicável a taxa marginal máxima correspondente a 7%, importa salientar que a sua aplicação não incidiu sobre a totalidade dos seus lucros tributáveis, mas apenas sobre o valor que excedeu o limite mínimo do quantitativo mais elevado, ou seja, 35 milhões de euros, em virtude da sua aplicação incremental aos lucros tributáveis das empresas.

Assim, entre 2013 e 2015, e apesar de em todos os anos do triénio ter sido aplicável a taxa marginal de derrama estadual de 7%, a taxa efetiva da derrama estadual não atingiu os 6% em qualquer um dos referidos exercícios.

Neste contexto, entende a ANACOM que a taxa de derrama estadual de 7% não é representativa, apenas e só, pelo simples facto de os lucros tributáveis se terem vindo a situar num limiar em que a mesma é aplicável, em virtude da aplicação incremental deste imposto.

Não obstante, e tendo em consideração os comentários remetidos pelos CTT, e no sentido de que a estimativa da taxa de imposto a considerar no cálculo do custo de capital dos CTT possa ser o mais próxima possível, e considerando também as alterações legislativas ocorridas nos últimos anos, entende a ANACOM que a derrama estadual deverá corresponder à taxa resultante da aplicação da legislação em vigor para o ano em causa à média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao ano de aplicação.

A ANACOM entende que esta alteração na estimativa da taxa de imposto a considerar, em particular no que respeita à determinação da taxa de derrama estadual, face à metodologia colocada a consulta pública, não só representa uma aproximação à taxa efetiva de imposto suportada pelos CTT, como também uma simplificação da metodologia proposta para estimar a taxa de imposto a considerar.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

4.3. Base de remuneração do custo de capital

Os **CTT** consideram adequada a metodologia proposta pela ANACOM quanto à base de remuneração do custo de capital, que deverá corresponder ao ativo não corrente constante das suas demonstrações financeiras, nomeadamente as rubricas de ativos tangíveis e intangíveis afetos à sua atividade operacional, excluindo-se os ativos detidos para venda, sendo que outro ativo que os **CTT** classifiquem como investimento e que entendam dever ser remunerado deverá ser remetido à ANACOM, devidamente justificado, com vista à validação da bondade da sua inclusão na base de remuneração.

Entendimento da ANACOM

Atendendo a que os **CTT** concordam com a metodologia apresentada pela ANACOM relativamente à base de remuneração do custo de capital, entende a ANACOM que deverá ser mantida a metodologia apresentada.

5. Conclusão

Analisados os comentários recebidos no âmbito do procedimento de audiência prévia aos interessados e de consulta pública referente à metodologia apresentada para o cálculo da taxa de custo de capital dos **CTT** aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes, a ANACOM entende:

- 1) manter o estabelecimento de uma metodologia de determinação *ex-ante* da taxa de custo de capital dos **CTT**;
- 2) clarificar que no âmbito da metodologia estabelecida é competência da ANACOM determinar, para cada exercício, qual a taxa de custo de capital que resulta da metodologia definida, a considerar pelos **CTT** no seu SCA;
- 3) manter o seu entendimento inicial quanto à metodologia de apuramento dos parâmetros de taxa de juro sem risco, prémio de risco, *gearing*, prémio da dívida, taxa de imposto e determinação da base de remuneração do custo de capital;

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

- 4) retirar as empresas *Deutsche Post* e *Post Italiane* do *benchmark* de empresas comparáveis, definindo que as empresas neste consideradas têm de ter um histórico mínimo de cotação em bolsa de dois anos, sendo atribuída ponderações iguais a todas as empresas do *benchmark*; e,
- 5) alterar a metodologia de apuramento da taxa de imposto a considerar, em particular o cálculo da derrama estadual, tornando este parâmetro expectavelmente mais próximo do valor que será suportado pelos **CTT** no ano em questão.

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Anexo I

Lista de acrónimos e abreviaturas

ARN	Autoridade reguladora nacional
β	(fator) beta
CAPM	<i>capital asset pricing model</i>
CLSU	custos líquidos decorrentes da prestação do serviço universal
CMPC	custo médio ponderado de capital
CPA	Código do procedimento administrativo
EM	Estado Membro
ODP	obrigações de dívida pública
PSU	prestador do serviço universal
SCA	sistema de contabilidade analítica
SPD	sentido provável de decisão
SU	serviço universal
WACC	<i>weighted average cost of capital</i>

Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e do procedimento geral de consulta do sentido provável de decisão sobre a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável aos exercícios de 2018 e seguintes.

Anexo II

Lista de operadores

CTT	CTT – Correios de Portugal, S. A.
DACHSER	DACHSER Portugal Sociedade Unipessoal, Lda
MEO	MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (MEO)

Anexo III

Lista de outras entidades/organizações

ANACOM	Autoridade Nacional de Comunicações
CE	Comissão Europeia
BCE	Banco Central Europeu
BEREC	<i>Body of European Regulators for Eletronic Communications</i>
ERGP	<i>European Regulator Group for Postal Services</i>
IESE	<i>IESE Business School University of Navarra</i>
UE	União Europeia