

Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações (PTC) aplicável ao triénio 2009-2011

Resultados da audiência prévia e consulta pública

(Fevereiro de 2010)

I. INTRODUÇÃO

Por deliberação de 17 de Novembro de 2009, o Conselho de Administração do ICP-ANACOM aprovou o sentido provável de decisão (SPD) sobre a definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, S.A. (PTC) aplicável ao triénio 2009-2011¹.

Com o objectivo de identificar as opiniões e as preocupações das entidades interessadas relativamente à matéria em causa, o documento acima referido foi submetido a audiência prévia dos interessados, nos termos do Código do Procedimento Administrativo, e ao procedimento geral de consulta (doravante consulta) previsto no artigo 8.º da Lei n.º 5/2004 de 10 de Fevereiro, tendo-se disponibilizando simultaneamente a versão pública do relatório de consultoria elaborado pela *PricewaterhouseCoopers* (PwC) ao custo de capital da PTC.

Na mesma sede foi também notificada a Comissão Europeia e as ARNs dos restantes Estados-Membros, nos termos do n.º 1 do artigo 57.º da Lei n.º 5/2004, de 10 de Fevereiro.

II. CONTRIBUTOS RECEBIDOS

Na sequência do lançamento da consulta, foram recebidos os contributos das seguintes entidades:

- AR TELECOM – Acessos e Redes de Telecomunicações, S.A. (**AR Telecom**)
- Comissão Europeia (**CE**);
- OniTelecom - Infocomunicações, S.A. (**Oni**);
- Grupo PT: Portugal Telecom, SGPS, S.A., PT Comunicações, S.A., PT Prime – Soluções Empresariais de Telecomunicações e Sistemas, S.A. e TMN – Telecomunicações Móveis (**PT**);
- Sonaecom – Serviços de Comunicações, S.A. (**Sonaecom**);
- Zon TV Cabo Portugal, SA (**Zon**)
- Easytalk Comunicaciones, S.L. (**Easytalk**)

¹ <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=994429>

A grande maioria dos respondentes apoia, de forma geral, a metodologia proposta no SPD, tendo a **AR Telecom** referido que, genericamente, o trabalho parece bem feito e sustentado existindo, no entanto, em pontos específicos, reservas e discordâncias da parte de vários operadores que se referirão ao longo do presente relatório. Por outro lado, o contributo da **PT** é, face aos demais, claramente mais crítico em termos gerais sobre o projecto de Decisão. Já a **Comissão Europeia** referiu não ter observações a apresentar e a **Easytalk** mencionou que o custo de capital não tem qualquer impacto ao nível do seu negócio.

Apresenta-se seguidamente uma síntese integradora das respostas recebidas, sem prejuízo da consulta individual de cada contributo, disponíveis na página de Internet do ICP-ANACOM.

III. CONSIDERAÇÕES GERAIS

A. CUSTO DE CAPITAL

A **Sonaecom**, atendendo a que a definição do custo de capital da PTC para efeitos regulatórios deverá seguir princípios económico-financeiros claros e rigorosos no sentido de evitar distorções de concorrência no mercado, considera adequado reavaliar a metodologia de cálculo da taxa do custo de capital da PTC, incluindo a determinação das suas várias componentes.

Já a **Oni**, apreciando o esforço de demonstração teórica da metodologia seguida no apuramento do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) da PTC, considera que subsistem algumas dúvidas sobre a independência do modelo face aos desígnios da PTC, quer em termos dos valores determinados para as variáveis do modelo, quer em termos da data de entrada em vigor do CMPC agora estimado.

Por sua vez, a **PT** entende que a primeira justificação para a oportunidade da presente Decisão, incluída no SPD - que "a determinação da taxa de custo de capital não foi objecto de revisão desde a sua implementação, podendo estar desadequada face à realidade actual"- não corresponde inteiramente à realidade.

Essa entidade continua a sua argumentação elencando uma série de acontecimentos que em sua opinião refutam o sentido do SPD (que em abono da

brevidade não se reproduzem nesta secção, encontrando-se resumidos e comentados mais adiante), concluindo que a metodologia de cálculo de custo de capital tem sido ao longo do tempo sistematicamente revista e auditada, não tendo as alterações introduzidas ou propostas a ver com aspectos metodológicos, mas apenas com a sua aplicação concreta ao modelo, pelo que a seu ver da presente Decisão não nasce qualquer alteração à metodologia que tem sido utilizada no cálculo do custo de capital.

Prossegue a **PT** considerando que a segunda justificação (para a oportunidade da presente Decisão) enunciada pelo ICP-ANACOM - "o apuramento de alguns parâmetros não é independente das decisões de gestão da empresa" - é pouco clara e omite o enquadramento que permite entender a realidade. Na sua opinião a questão de fundo coloca-se num patamar superior, que tem a ver com a natureza dos modelos de custeio a ser utilizados (baseados em custos históricos ou em custos correntes). Segundo a **PT**, esta visão integrada estava subjacente à consulta pública sobre modelos de custeio (Julho de 2005) onde o ICP-ANACOM propôs-se dar um salto qualitativo importante no desenvolvimento da metodologia de custeio, **passando do designado modelo de "custos históricos" para o de "custos correntes"**, prossequindo com uma série de considerações sobre as diferenças entre as duas filosofias de custeio.

A **PT** considera também que a decisão que o ICP-ANACOM se propõe tomar impõe a aplicação de uma taxa de custo de capital modelizada por *benchmark*, "adulterando o modelo de custos históricos e violando a base contabilística que é relevante para a construção de parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente o *gearing*², a taxa de imposto e a remuneração do capital alheio".

Ainda sobre a segunda justificação, a **PT** refere que a eventual alusão (do ICP-ANACOM) ao aproveitamento de efeitos e decisões de gestão para efeitos de cálculo excessivo de custo de capital, também não tem fundamentos, dado que existem exemplos, quer no passado remoto (taxa de imposto de 2003) quer no recente (taxa de imposto de 2008, compra da PT Prime e PT.com) em que a **PT** ajustou os resultados e os balanços de forma a expurgá-los de efeitos dessa natureza.

² *Gearing* - quociente obtido na divisão do valor médio dos capitais alheios (média do somatório dos financiamentos de médio e longo prazo) pelo valor médio dos capitais investidos (média dos capitais próprios + média dos capitais alheios).

No seguimento do que foi referido, apresentam-se os seguintes esclarecimentos às questões elencadas nos pontos anteriores.

Relativamente às dúvidas quanto à independência do modelo proposto face aos desígnios da PTC levantadas pela **Onitelecom**, o ICP-ANACOM salienta que no momento da publicação de qualquer SPD, o documento publicado e posto à consulta representa o entendimento do ICP-ANACOM sobre qual a abordagem (no caso concreto ao custo de capital da PTC) que melhor assegura os objectivos da regulação, procurando sempre soluções que transmitam os incentivos correctos ao mercado, maximizem os potenciais benefícios e minimizem possíveis constrangimentos de implementação. Não obstante este esforço permanente, o ICP-ANACOM está ciente de que, em algumas situações, as suas propostas poderão ser susceptíveis de melhoria, razão pela qual se concede às partes interessadas a oportunidade de se pronunciarem em sede de audiência prévia à decisão final.

Em relação à **primeira justificação do ICP-ANACOM sobre a oportunidade da presente consulta**, importa salientar que o SPD posto à consulta não refere que "a determinação da taxa de custo de capital não foi objecto de revisão desde a sua implementação". O que o SPD refere é que "a metodologia de cálculo do custo de capital não foi objecto de revisão desde a sua implementação", o que é substancialmente diferente.

Conforme referido, a **PT** enumera alguns acontecimentos, resultantes das auditorias ao SCA da PTC, com o objectivo de demonstrar que não se referem a alterações metodológicas, os quais importa analisar e esclarecer:

- a **PT** refere que o ICP-ANACOM determinou a utilização do *gearing* real, ao invés do *gearing* teórico, a partir de 2002. Esclarece-se que a revisão mencionada pela **PT** resultou da auditoria aos resultados do SCA da PTC, referente ao exercício de 1999, ou seja, não resultou de qualquer estudo específico sobre a matéria que evidenciasse uma profunda revisão metodológica, como é agora o caso.
- a **PT** recorda que, no 1º semestre de 2005, alterou a forma de apuramento do custo de capital, tendo incorporado as sugestões avançadas pela KPMG SROC, S.A. (KPMG) aquando de uma auditoria restrita aos quatro serviços obrigatórios: telex, telegráfico, teledifusão e móvel marítimo, referente ao

exercício de 2003, envolvendo uma significativa alteração na determinação da base de capitais por via do passivo remunerado, com impacto no *gearing*, na taxa de custo de capital e no custo de capital.

Importa salientar que, decorrente das alterações que a **PT** realizou à forma de cálculo e imputação do custo de capital – e dado que o ICP-ANACOM não as havia determinado, nem recomendado – esta Autoridade solicitou a reformulação dos resultados de 2005 de acordo com a metodologia de custo de capital até então usada. Em reunião de 02 de Julho de 2007, o ICP-ANACOM informou a PTC de que estas alterações se encontravam em discussão interna, pelo que a PTC deveria manter a forma de cálculo e de imputação do custo de capital aceite pelo ICP-ANACOM (ou seja, “a metodologia de 2004”), enquanto não fosse elaborada uma recomendação formal sobre a matéria.

Neste sentido, prosseguindo com uma análise interna ao custo de capital, conforme previsto no plano de actividades de 2008-2010 do ICP-ANACOM, concluiu-se que a metodologia de cálculo do custo de capital devia efectivamente ser revista, tendo em consideração que: (i) uma análise de âmbito limitado (confinada aos quatro serviços obrigatórios) não pode servir de orientação para o modelo global; e (ii) as sugestões da KPMG não constituíam uma análise à metodologia de custo de capital, apenas se referiam a uma duplicação dos custos financeiros e à necessidade de ajustar a base de capitais, que acabaria por ter consequências ao nível do apuramento do *gearing*, da taxa de custo de capital e do custo de capital.

Face ao exposto, o Conselho de Administração do ICP-ANACOM aprovou por deliberação D00017, de 21/01/09, a adjudicação da consultoria ao custo de capital da PTC à empresa PwC, de que resulta a presente Decisão.

- a **PT** menciona ainda que “na consulta pública sobre modelos de custeio desencadeada pelo ICP-ANACOM, em Julho de 2005, o ICP-ANACOM encetou um processo de revisão à metodologia de cálculo do custo de capital **consubstanciado nas questões 15 a 18.**”

O ICP-ANACOM desencadeou um processo de consulta, e não de revisão, sobre modelos de custeio com o objectivo de compreender qual a posição dos intervenientes do mercado sobre as diversas matérias englobadas nesse

âmbito. Contudo, isso não quer dizer que as posições defendidas pelos operadores nas respostas vinculem o ICP-ANACOM. A **PT** afirma ainda que “**dada a inexistência de qualquer desenvolvimento nesta matéria por parte do ICP-ANACOM pôde concluir-se que a metodologia em uso (...) mantinha a sua conformidade**”. Recorde-se, tal como explicitado na deliberação, de 28/10/09, relativa à consulta sobre modelos de custeio, do conhecimento da **PT** e disponível no *site*³ do ICP-ANACOM, que foram adjudicadas a duas empresas de consultoria dois estudos específicos relativos à metodologia de cálculo do custo de capital e aos custos de *curtailment* da PTC, o que demonstra claramente a ocorrência de desenvolvimentos relativamente a alguns dos temas abordados na consulta de Julho de 2005.

Adicionalmente, decorrente da consulta supra mencionada e da necessidade de uma avaliação aprofundada do modelo de custeio da PTC, prevê-se o lançamento de um outro estudo de consultoria com vista a uma avaliação global do actual SCA da PTC e à sua eventual reformulação, a ser desenvolvida durante o ano de 2010, entendimento igualmente transmitido à PTC no quadro da Decisão sobre a auditoria ao SCA da PTC referente aos exercícios de 2004 e 2005, adoptada em 16/12/09 e previsto no plano de actividades de 2009-2011 do ICP-ANACOM.

- por último, a **PT** afirma que, desde o exercício de 1996, os auditores concluíram pela correcção e conformidade da metodologia e dos parâmetros utilizados no cálculo do custo de capital, tendo a Inspeção-Geral de Finanças (IGF) chegado a igual entendimento. Esta constatação apresenta alguma contradição com os próprios argumentos apresentados pela **PT** nos pontos anteriores, nomeadamente quando se refere à alteração do *gearing* a partir de 2002 e às conclusões resultantes da auditoria realizada pela KPMG, no âmbito dos quatro serviços obrigatórios. Por outro lado, o ICP-ANACOM desconhece a realização de auditorias ao SCA da PTC por parte do IGF, pelo que se abstém de efectuar qualquer comentário sobre essa matéria.

Acresce que é importante clarificar que o processo de auditoria é corrente e anual, enquanto que um processo de consultoria, visando a (re)definição metodológica, é específico e corresponde a um estudo aprofundado sob determinada matéria particular.

³ <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=988696>

Relativamente à **segunda justificação do ICP-ANACOM sobre a oportunidade da presente consulta**, respeitante à necessidade de construir uma metodologia dissociada das decisões de gestão, considera-se pertinente esclarecer que esta afirmação pretendeu evidenciar que o cálculo de custo de capital não pode estar sujeito a eventuais volatilidades geradas por decisões de gestão.

Quer isto dizer que as políticas de empréstimos ou políticas de contabilização de custos não devem influenciar, seja de que forma for, o apuramento da taxa de custo de capital. Por exemplo, em 2007, foi registado um empréstimo contraído com o *Deutsche Bank*, em empréstimos de curto prazo. Posteriormente, em 2008, esse mesmo empréstimo foi amortizado, através de um suprimento obtido da PT SGPS de igual valor, tendo o mesmo sido classificado como passivo de médio e longo prazo com efeitos imediatos ao nível do *gearing*, da taxa do custo de capital e da base de apuramento do custo de capital.

Quanto à referência, novamente pela **PT**, à consulta pública sobre modelos de custeio (Julho de 2005), é importante notar que o que se encontra em análise na presente deliberação é apenas a metodologia de cálculo do custo de capital e não o modelo de custeio global.

Não obstante, o ICP-ANACOM não pode deixar de salientar em relação à consulta de Julho de 2005, que em momento algum esta Autoridade afirmou que iria dar um **salto qualitativo do modelo de “custos históricos” para um de “custos correntes”**. O **objectivo patente na referida consulta era claro: “o presente documento visa, assim, apresentar, discutir e recolher contributos que permitam posteriormente definir as regras, princípios e metodologias de custeio a adoptar pelos operadores notificados (...)”**. Neste sentido, **é claramente visível o objectivo da consulta e da mesma não resultou nenhuma deliberação para a adopção de um modelo de “custos correntes” por parte da PT**.

Sendo certo que a consulta sobre modelos de custeio abrangeu uma panóplia de questões associadas ao custeio regulatório, tal não quer dizer que as mesmas não possam ser analisadas de uma forma isolada. Aliás, a implementação de uma metodologia que defina *a priori* a taxa de custo de capital, é prática comum em vários países, tais como, a Irlanda⁴, a França⁵ e a Bélgica⁶.

⁴ http://www.comreg.ie/publications/consultation_review_of_eircom_s_cost_of_capital.506.102839.p.html

Compreende-se que a **PT** tenha um interesse claro e, conforme já deu a entender, inequívoco em alterar a base do modelo para custos correntes. Contudo, recorda-se que esta questão, como já referido, irá ser analisada no âmbito de uma consultoria autónoma e específica a ser lançada em 2010, com vista a uma avaliação global do actual SCA da PTC e à sua eventual reformulação, sendo importante esclarecer que a referida reformulação do SCA da PTC não se resume à dicotomia entre custos históricos e custos correntes, abarcando outros aspectos fundamentais. Não obstante a necessidade de efectuar o estudo supra referido, o ICP-ANACOM recorda que o modelo de custeio da PTC aplicável para efeitos regulatórios foi no passado, é no presente e continuará a ser - até que uma nova metodologia seja aprovada - um modelo baseado em custos históricos.

No que diz respeito às críticas **à utilização de uma metodologia de benchmark**, no seio de um modelo de custos históricos, o ICP-ANACOM recorda a forma como alguns parâmetros foram calculados pela PTC no passado, tanto mais que, nomeadamente, para os exemplos apresentados pela **PT** (*gearing*, taxa de imposto e a remuneração de capitais alheios), o ICP-ANACOM constata que:

- até 2001 o *gearing* utilizado pela PTC no apuramento do custo de capital era um valor teórico (30%/37,5%) completamente dissociado da estrutura efectiva de capital da PTC;
- a remuneração de capitais alheios tem incluído no passado prémios de dívida implícitos extremamente voláteis e, nalguns exercícios, de difícil compreensão, como nos exercícios de 2000 a 2004 em que o prémio de dívida implícito foi negativo;
- o prémio de risco, apurado pela *Bloomberg*, baseia-se única e exclusivamente num método *forward looking* e não é específico para Portugal, pois é idêntico para todos os países da União Europeia;
- o Beta da PTC apurado através do Beta da PT SGPS, não reflecte minimamente

⁵ http://www.arcep.fr/uploads/tx_gsavis/10-0001.pdf

⁶ http://www.ibpt.be/fr/622/ShowDoc/3216/Comptabilisation_des_coûts/Consultation_relative_au_coût_du_capital_pour_les_.aspx

o risco sistemático da PTC. Este facto é agravado na medida em que a PTC nem sequer procedia à alavancagem e desalavancagem do Beta por forma a ajustar a estrutura de capital; e,

- a taxa de imposto sugerida no SPD não resulta de qualquer *benchmark*.

Por conseguinte, não se compreende a referência à suposta adulteração do modelo de custos históricos e violação da base contabilística relevante para a construção de alguns parâmetros da taxa de custo de capital, especialmente considerando a abordagem que tem vindo a ser seguida.

Assim, considerou-se premente a revisão da metodologia de cálculo dos parâmetros para apuramento da taxa de custo de capital, com o objectivo de tornar o cálculo mais transparente e robusto.

Por fim, sobre a alegada alusão (do ICP-ANACOM) **ao aproveitamento de efeitos e decisões de gestão para efeitos de cálculo excessivo do custo de capital**, esta Autoridade recusa ter sugerido que a PTC faz, ou fez no passado, um tal aproveitamento com o intuito deliberado de empolar o custo de capital. O que se disse no SPD foi que a determinação de alguns parâmetros não é independente das decisões de gestão da empresa – situação que se pretende evitar no futuro.

A propósito dos exemplos referidos pela **PT** (a taxa de imposto e a compra da PT Prime e da PT Com), no âmbito da segunda justificação, esclarece-se que a taxa de imposto de 2008 foi revista no seguimento desta consulta, conforme referido pela própria PTC no ponto 3. do documento de suporte aos resultados do SCA de 2008: "Importa finalmente referir que, na sequência das reuniões efectuadas com a ANACOM relativamente à temática da determinação do custo de capital, a taxa de imposto considerada não foi a efectiva. Para o efeito, utilizou-se como base a taxa nominal que foi ajustada apenas pelas diferenças permanentes e ajustamentos à colecta, tendo-se **apurado uma taxa final de 27,22%.**"

Neste contexto, considera-se fulcral a determinação de uma metodologia que permita avaliar, sem quaisquer constrangimentos contabilísticos e analíticos, de uma forma razoável a taxa de custo de capital adequada para remunerar os investimentos da PTC. Sendo certo que o ICP-ANACOM tem em sua posse todos os elementos que estão na base de construção do modelo anual, estes apenas estão

disponíveis no ano seguinte, praticamente no segundo semestre, sendo a sua auditoria conduzida em momento posterior, tornando-se difícil garantir a previsibilidade regulatória e tornar todo o processo transparente.

B. Âmbito

Relativamente ao âmbito da consulta e da presente Decisão, a **PT** refere que “a presente decisão extravasa do seu objecto (definição da taxa de custo de capital), por envolver também a base de capitais a remunerar”. Prossegue a **PT** mencionando que “não é efectuado qualquer desenvolvimento sobre a metodologia de cálculo do custo de capital, dado que ela se mantém na íntegra igual à que foi apresentada (...)”. A **PT** considera também que “a consulta não providencia uma clara definição dos critérios adoptados na escolha das fontes e dos valores para a **determinação dos parâmetros**”, referindo em particular as questões relacionadas com a selecção de operadores para consideração no *benchmark* e a utilização da média aritmética.

O objecto do documento em consulta não se resume ao respectivo título. O ponto sobre a base de capitais a remunerar é parte integrante da decisão sobre o custo de capital, tendo em consideração que embora a definição da taxa de custo de capital constitua uma etapa importante, não é mais do que um mero instrumento no apuramento do valor a imputar no SCA. Neste contexto, considerou-se pertinente e necessário definir a base de capitais a remunerar sob pena da presente Decisão não abarcar todos os aspectos associados a este tema.

No que diz respeito à metodologia, para além dos aspectos referidos no capítulo anterior, é importante referir que a metodologia de cálculo do custo de capital não se resume ao CMPC e ao *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Tal como referido no documento da consulta, “o ICP-ANACOM considera adequado e premente reavaliar a metodologia que tem vindo a ser utilizada pela PTC, no que diz respeito à determinação dos diversos parâmetros utilizados no cálculo da taxa de custo de capital, designadamente, a taxa de juro sem risco, o factor Beta, o prémio de risco, o *gearing*, a taxa de imposto e a taxa de custo dos capitais alheios.” Acresce que, para além da análise dos parâmetros, existem alguns desenvolvimentos metodológicos que importa referir, (i) a definição de uma taxa de custo de capital fixa, *a priori*, para o triénio 2009-2011; e (ii) a clarificação da base de capitais a

remunerar.

Relativamente às fontes e aos valores, o documento da consulta apresentou um documento em anexo⁷, que constitui o resultado do trabalho produzido pela PwC, no âmbito do custo de capital, documento este que é parte integrante do documento posto à consulta e explica minuciosamente todos os aspectos relacionados com o apuramento dos parâmetros, as respectivas fontes, assim como os critérios associados à escolha das empresas comparáveis e precedentes regulatórios para realização do *benchmark*.

C. Prazo de vigência

A **Sonaecom** entende que o ICP-ANACOM deverá considerar a revisão anual do valor do custo de capital a incorporar na fixação dos preços grossistas pela PTC. Refere ainda a **Sonaecom** que caso o ICP-ANACOM decida fixar a taxa no triénio 2009-2011, “**deverá, no mínimo, quantificar desde já a dimensão dos impactos no custo de capital resultantes de alterações à situação actual que determinarão a revisão desse custo de capital durante o período de vigência da taxa**”. Salaria a **Sonaecom** que o ICP-ANACOM não concretiza o que entende neste contexto por impacto significativo, sendo de opinião que o ICP-ANACOM deveria recalcular anualmente o custo de capital da PTC e dar conhecimento ao mercado dos resultados, atendendo à possibilidade de ocorrerem variações significativas nesse valor como resultado de alteração nos parâmetros subjacentes ao seu cálculo.

De acordo com a **PT** “**quanto maior é o diferimento temporal entre os dados utilizados no cálculo dos parâmetros e os valores observados em cada exercício, maior é o grau de risco de erro**”. Por outro lado, “**a fixação prévia de um valor relativo a um único factor de custo com a justificação de que se reduz a imprevisibilidade da evolução do custo dos produtos, é um argumento débil quando todos os outros factores de custo, que detêm um peso muito superior na formação do custo final, se mantêm variáveis**”.

Neste contexto, argumenta a **PT**, que “**o mecanismo proposto pelo ICP-ANACOM só é justo e transparente se estiverem acautelados os seguintes pontos: (i) a aferição dos desvios entre os valores dos parâmetros observados em cada exercício e os**

⁷ <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=994429>

valores utilizados na construção da taxa efectuada pelo ICP-ANACOM; (ii) a definição, em termos de percentagem de taxa e valor absoluto do custo de capital, **do que o regulador considera um "desvio significativo que determine uma imediata revisão da taxa em vigor";** e (iii) **"a criação de mecanismos de compensação de custo de capital derivado das diferenças ocorridas entre taxas projectadas e taxas observadas, explicitando a forma como devem ser introduzidas no modelo de custeio".** Caso contrário, refere a **PT**, **"a falta de transparência neste processo, remete para o arbítrio do regulador qualquer alteração posterior"**, insistindo na necessidade de se estabelecer mecanismos expeditos de acompanhamento e compensação de desvios.

Tal como referido no documento de consulta, o estabelecimento **ex-ante** de regras transparentes no que respeita à determinação do custo de capital contribui para um ambiente previsível ao qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expectativas. Adicionalmente, ao fixar regras **ex-ante** reduz-se a necessidade de investigações posteriores, normalmente complexas, morosas e potencialmente objecto de disputa, a eventuais abusos do poder de mercado, através da fixação de custos de capital excessivos.

Neste contexto, é importante referir que o custo de capital é uma componente importante dos custos dos produtos e serviços, pelo que se existe a possibilidade de fixar este parâmetro e contribuir para a sua definição **a priori**, este facto deve ser tomado em consideração. A definição de uma taxa de retorno apropriada visa, (i) compensar o custo de oportunidade do investimento em causa, de forma a assegurar os incentivos ao investimento, (ii) garantir que não existem 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. É precisamente nesse sentido que se pretende definir a taxa de custo de capital a vigorar no triénio de 2009-2011.

Acresce que o documento de consulta é claro quando se refere que **"na eventualidade de no período considerado ocorrer alguma situação extraordinária e com impacto significativo na validade dos pressupostos considerados, os parâmetros agora definidos poderão ser objecto de revisão. Esta revisão, desde que devidamente justificada, pode ser despoletada por iniciativa do ICP-ANACOM ou da PTC."** Neste sentido, não é correcta a afirmação da **PT** quando refere que se **"remete para o arbítrio do regulador qualquer alteração posterior"**, sendo que em

qualquer caso essa alteração teria sempre de ser objecto de consulta aos interessados.

No que diz respeito aos pontos mencionados pela **PT** e pela **Sonaecom**, no âmbito da "definição do desvio" e pela **PT**, da "aferição dos desvios" e da "criação de mecanismos de compensação", o ICP-ANACOM entende que:

- a partir do momento em que se emite esta Decisão sobre a determinação da taxa de custo de capital, para o triénio de 2009-2011, a metodologia que a PTC deve utilizar fica definida.
- é realmente importante definir alguns critérios que justifiquem o processo de revisão. Neste contexto, o ICP-ANACOM procedeu à avaliação dos parâmetros, dividindo-os em dois blocos distintos: (i) os parâmetros, que dependem das condicionantes macroeconómicas do país, e portanto, externas à empresa, nomeadamente, a taxa de juro sem risco, a taxa de imposto e o prémio de risco; e (ii) os parâmetros relacionados com a própria empresa, nomeadamente, o Beta, o ***gearing*** e o prémio de dívida.

Os parâmetros integrados no 2º grupo não são, à partida candidatos a revisão no decurso do triénio 2009-2011, uma vez que o ***benchmark*** utilizado para o apuramento dos mesmos é suficientemente amplo para acautelar eventuais variações e para acomodar alguma volatilidade, sendo que serão certamente revistos na definição da taxa para o triénio seguinte. No que diz respeito aos primeiros, a situação já é distinta e merece atenção acrescida no sentido em que a sua variação é imediata e directa, pois depende de políticas fiscais e do contexto macroeconómico em que o país se insere, sendo completamente alheios à empresa, pelo que poderão ser objecto de revisão.

Face ao exposto, e na sequência dos comentários recebidos na audiência prévia, entende-se que deve ser definido um mecanismo de revisão, a ser despoletado até ao final do primeiro trimestre do exercício subsequente ao ano em questão, devendo os efeitos de quaisquer ajustamentos apurados ser repercutidos no exercício respectivo, antes da apresentação dos resultados anuais do SCA.

O ICP-ANACOM considera significativo, à partida, um desvio superior a 0.5 pontos percentuais na taxa de custo de capital da PTC, definida no âmbito da presente

Decisão, sendo que qualquer modificação do valor da taxa de custo de capital a aplicar no triénio 2009-2011, será objecto de deliberação desta Autoridade e será previamente sujeita a um processo de audiência das partes interessadas.

D. Simplicidade

A **PT** considera que a construção da taxa de custo de capital efectuada pelo ICP-ANACOM: (i) integra uma **base de operadores “alargada e diversificada”, que “varia de parâmetro a parâmetro sem que haja qualquer critério que defina os diversos universos que vão sendo considerados”;** e (ii) **“torna complexo o que deveria ser simples”.**

A **PT** refere ainda que **“o regulador deve dar resposta clara, pois para monitorizar este processo é necessário definir a quem compete a recolha e tratamento da informação e respectiva divulgação.”**

De acordo com a **PT**, os **benchmarks devem ter em consideração “apenas empresas que apresentem uma estrutura de negócios semelhante à da PTC, pelo que deverão ser consideradas apenas empresas de telecomunicações cujo negócio de rede fixa no mercado doméstico seja dominante”, assim como, “a utilização de benchmarkings de precedentes regulatórios deve também ser efectuada com as devidas precauções (...)”.**

Em relação à base de empresas comparáveis para o apuramento de alguns parâmetros através do **benchmark**, esclarece-se que a base, quando foi utilizada, não foi alvo de alterações, conforme é referido no SPD. Por outro lado, o apuramento dos parâmetros não é uma tarefa simples e nem deve ser encarado de uma forma menos ponderada, uma vez que se pretende atingir um resultado fiável. O grau de complexidade inerente a esta tarefa não deverá ser um factor de entropia no processo, até porque as linhas orientadoras encontram-se definidas e a próxima revisão não deverá sofrer grandes alterações, salvo se algum critério não for cumprido por uma ou mais das empresas consideradas comparáveis, ou, se no caso dos precedentes regulatórios, for possível ajustar a base.

Neste sentido, e conforme já foi referido, o mecanismo de revisão pode ser despoletado por qualquer uma das partes, desde que devidamente justificado, pelo

que a recolha de informação compete aos interessados.

No que diz respeito aos critérios de *benchmark*, o critério de escolha é claro e razoável: (i) escolha de empresas comparáveis que se aproximam da melhor forma possível da PT SGPS, uma vez que esta por si só não constitui uma boa referência; e (ii) os precedentes regulatórios com decisões recentes sobre o tema do custo de capital. No seu relatório, a PwC apresenta com maior detalhe os critérios seguidos na escolha das empresas e dos precedentes regulatórios, com os quais o ICP-ANACOM concorda.

De referir que as metodologias apresentadas pela PwC não apresentam nenhuma inovação significativa face às metodologias que são seguidas por outros reguladores europeus, conforme é visível no seu relatório, aquando da realização do *benchmark*.

IV. METODOLOGIA DE CÁLCULO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

A. Custo médio ponderado de capital e *Capital Asset Pricing Model*

A **Sonaecom** concorda com a utilização da metodologia CMPC para apuramento da taxa de custo de capital e da metodologia CAPM para cálculo da taxa de custo do capital próprio da PTC. No entanto, este prestador refere ter algumas dúvidas quanto à efectiva adequação da utilização da metodologia CMPC na sua variante antes de impostos (*pre-tax*). Acrescenta a **Sonaecom** que os profissionais da área financeira que se dedicam a analisar o desempenho e a avaliar empresas com recurso à metodologia CMPC utilizam, sem excepção, a variante *post-tax*. Segundo essa empresa, a utilização da variante *post-tax*, conduziria a um valor da taxa de custo de capital substancialmente inferior (sugerindo um valor em torno dos 8,3% correspondente à média do valor considerado por vários *brokers*) ao apurado pelo ICP-ANACOM no SPD, pelo que manifesta reservas a este aspecto da metodologia.

A **PT** concorda com a utilização das metodologias referidas, o CMPC e o CAPM, para cálculo da taxa de custo de capital e da taxa de custo do capital próprio, respectivamente.

Conforme referido no SPD, “a principal vantagem da metodologia *pre-tax*, face à metodologia *post-tax*, consiste no facto de a primeira incorporar o custo do imposto sobre o rendimento, levando a que esse mesmo custo seja alocado aos produtos e serviços por via do custo de capital. Por contraponto, a utilização de uma metodologia *post-tax*, tende a imputar o imposto sobre o rendimento via custos comuns.” Neste contexto, enquanto esta última aumenta os custos comuns, a metodologia *pre-tax*, no âmbito da contabilidade regulatória permite uma imputação mais directa.

É importante esclarecer que ambas as metodologias de cálculo do custo de capital traduzem custos equivalentes, no que diz respeito à sua imputação no custeio da PTC, ou seja, os custos globais considerados são iguais, uma vez que a única diferença reside na forma como o imposto é, ou não, incorporado no apuramento da taxa CMPC, razão pela qual a taxa apurada de acordo com a metodologia *post-tax* resulta numa taxa inferior.

Acresce que, de acordo com o relatório da PwC, a experiência internacional corrobora a utilização da metodologia *pre-tax*, sendo partilhada por diversos operadores e recomendada pelos reguladores.

Face ao exposto, o ICP-ANACOM entende que a taxa referida pela **Sonaecom**, apurada de acordo com a metodologia *post-tax*, não é comparável com a taxa calculada por esta Autoridade, apurada através da metodologia *pre-tax*, sendo expectável, conforme referido, que a taxa *pre-tax* seja superior à taxa *post-tax*.

B. Taxa de juro sem risco

A **PT** concorda com a utilização de obrigações de tesouro (OT) do Estado Português com uma maturidade de 10 anos e com uma série histórica com observações mensais na determinação da taxa de juro sem risco, discordando apenas na utilização das observações dos dois últimos anos, mencionando que o período a considerar deve ser idêntico ao respeitante aos dados do modelo de custeio, ou seja, 1 ano.

De acordo com a **AR Telecom**, “reconhecer que a *rf* (taxa de juro sem risco) é de 4.47%, com base nos critérios aplicados, é correcto do ponto de vista teórico mas pouco aderente à realidade actual, nomeadamente para o período 2009/2011 onde claramente a *yield* das curvas a 2 anos é consideravelmente menor e onde, por exemplo, a taxa de juro sem risco em 2009 andou em torno de 1%.” Também refere que “esta diferença na *rf* é suficiente para explicar o porquê da taxa de custo de capital *pre-wacc* ser 10.28% - significativamente superior à referência utilizada pela generalidade dos analistas de *research*, onde esta ronda os 8.5% a 9%”, considerando ainda que nestas condições o valor de 10.28% seria correcto se utilizado em 10 anos.

Por sua vez a **ZON** considera que para apuramento da taxa de juro sem risco “deveriam ser considerados dados mais actuais, nomeadamente os dados de 2009, em substituição de Janeiro de 2007 a Dezembro de 2008” e consideram preferível a utilização de *Bund* Alemãs, já que um investidor poderá sempre diversificar o risco.

No que diz respeito à utilização de uma série de dois anos, o ICP-ANACOM reitera a sua utilização, tendo em consideração eventuais instabilidades dos mercados financeiros, de modo a poderem ser diluídos os efeitos causados pelas recentes observações, que podem traduzir situações atípicas e anómalas e que, de outra forma, poderão influenciar e distorcer significativamente o valor final. Não estando em causa a alteração da metodologia de apuramento deste parâmetro, sempre se refere que a utilização: (i) de observações mensais apenas de 2009 conduziria a um valor 4.21%; e (ii) de observações mensais de Janeiro de 2008 a Dezembro de 2009, resultaria num valor 4.37%, ambos similares ao proposto.

Ainda sobre este tema, reitera-se o entendimento expresso no SPD quanto à maturidade das OTs a considerar. De facto, o ICP-ANACOM mantém que, face à vida útil dos activos adquiridos pela PTC, a maturidade de 10 anos é a opção mais adequada. Por outro lado, conforme é referido no SPD, tendo como base um estudo elaborado pelo IRG⁸, a preferência da grande maioria das entidades reguladoras relativamente à maturidade das obrigações corresponde às obrigações a 10 anos (cerca de 72%).

Acresce que não é possível analisar e comparar as taxas de custo de capital

⁸ Este estudo refere-se a dados recolhidos pelo IRG relativamente ao CMPC em 26 países que fazem parte do IRG e encontra-se contemplado no relatório “*Regulatory Accounting in Practice 2008*”

referidas pela **Ar Telecom**, apuradas pelos analistas de *research*, uma vez que não se conhece, nem a metodologia, nem os valores e fontes dos parâmetros utilizados no seu cálculo.

Quanto à utilização das *Bund* Alemãs, conforme referido no SPD, essa alternativa foi colocada no relatório da PwC, concluindo-se pela utilização das obrigações de tesouro portuguesas, uma vez que: (i) comparando ambas, as obrigações de tesouro portuguesas apresentam um padrão mais estável; (ii) a PTC opera exclusivamente em Portugal, sendo que as OT portuguesas traduzem de melhor forma o risco específico do país; e (iii) de acordo com as emissões das obrigações de tesouro, nos últimos 9 anos, verifica-se que existe um mercado suficientemente líquido que viabiliza a sua utilização enquanto aproximação à taxa de juro sem risco.

Neste contexto, não existe justificação para não se utilizarem as obrigações portuguesas. Acresce que de acordo com o relatório da PwC, é visível que a preferência dos reguladores recai sobre a utilização de obrigações correspondentes ao mercado doméstico.

C. Beta

A **Zon** considera que deveria ser utilizada como referência a média dos *benchmarks* das empresas comparáveis, à semelhança da **Onitelecom** que não entende a razão pela qual foi apurado um Beta de 0.77 resultante das empresas comparáveis e foi considerado o Beta de 0.85.

A **PT**, embora reconheça que o Beta da PT SGPS não representa o reflexo real do risco associado ao retorno da PTC, uma vez que os riscos associados a estas duas empresas são distintos, tendo em consideração as geografias em que estão presentes, e os serviços que oferecem, apresenta um conjunto de questões relativamente ao cálculo do Beta considerado no SPD: (i) a utilização de empresas para o *benchmark* mais comparáveis com a PT SGPS do que com a PTC; (ii) utilização da fórmula *Harris and Pringle* em detrimento da fórmula de *Hamada*; (iii) utilização de precedentes regulatórios baseados em reguladores com diferentes metodologias de valorização de custos, cujas consequências não são avaliadas no SPD e no Relatório; e (iv) discrepância assinalável e não explicada entre o valor dos

precedentes regulatórios num determinado país e o respectivo valor incorporado no *benchmarking* de empresas comparáveis, que põe em causa a seu ver o recurso a uma média aritmética entre os resultados das duas metodologias, que considera de carácter totalmente arbitrário.

Tendo em consideração os comentários relativamente ao Beta, optou-se por um esclarecimento ponto a ponto dos vários temas abordados. Face ao exposto, importa referir os seguintes aspectos:

- não compete ao ICP-ANACOM procurar abordagens que resultem na minimização do valor da taxa de WACC, mas sim procurar soluções transparentes e equitativas.

Neste sentido, para se apurar uma estimativa consistente, e aceitando que ambas as alternativas de *benchmark* (empresas comparáveis e precedentes regulatórios) apresentam vantagens e limitações distintas, optou-se por uma solução intermédia que permita conferir razoabilidade à estimativa apurada, não sendo por isso aceitável comparar o valor determinado pelo ICP-ANACOM (0,85) com uma das metodologias apenas (0,77), uma vez que não é evidente qual delas é preferível.

Acresce que a própria PwC considera de igual modo as duas alternativas, estabelecendo uma comparação entre os valores resultantes de ambas as fontes. Logo, é razoável assumir que o seu ponto intermédio, ainda que resultante de uma simples média aritmética, esteja correctamente enquadrado.

- no que diz respeito ao *benchmark* de empresas comparáveis, na impossibilidade de seleccionar empresas totalmente comparáveis com a PTC, e dado esta não estar cotada em bolsa, a única alternativa passaria pela utilização dos dados da PT SGPS. Contudo, pelas razões enunciadas no SPD, a PTC não partilha os mesmos riscos que a PT SGPS, pelo que de forma a enriquecer a base de cálculo e tornar o valor mais robusto, optou-se pela selecção de empresas comparáveis à PT SGPS. Esta metodologia é recomendada pela PwC no seu relatório e insere-se nas metodologias

consideradas pelo IRG no desenvolvimento dos *Principles of implementation and best practices* (PIBs) sobre a metodologia de apuramento do Beta (PIB 8)⁹. No seu relatório, a PwC¹⁰ apresenta com maior detalhe os critérios seguidos na escolha das empresas, com os quais o ICP-ANACOM concorda.

- conforme referido no relatório da PwC¹¹, a utilização da fórmula *Harris and Pringle* face à fórmula *Hamada* é considerada mais adequada porque tem maior aderência à realidade e evita a inclusão de efeitos fiscais que podem apresentar variações muito significativas entre os países, não sendo por isso efectivamente comparáveis.
- o cálculo do Beta das empresas apurado pelos reguladores não tem qualquer relação com a metodologia de custeio implementada pelos operadores, não existindo qualquer relação de causa-efeito. Neste sentido, foram seleccionados os reguladores¹² com decisões recentes sobre o Beta para o negócio fixo.
- por último, no que diz respeito à diferença de valores mencionada pela **PT**, é importante esclarecer que os valores apurados nos precedentes regulatórios dizem respeito a decisões divulgadas pelos reguladores, no âmbito desta matéria, pelo que os valores não coincidem com os valores apurados no *benchmark* de empresas comparáveis, cujos dados foram directamente retirados da *Bloomberg*.

D. Gearing

A **Zon** considera que deveria ser utilizada unicamente como referência a média dos *benchmarks* das empresas comparáveis.

De acordo com a **PT**, o apuramento do *gearing* deverá tomar em consideração os seguintes aspectos: (i) "sendo os recursos do SCA da PTC valorizados a custos históricos, seguindo a metodologia de FDC (...), o apuramento do *gearing* (...) deverá ser efectuado com base nesses mesmos valores históricos; e (ii) "devido ao

⁹ PIB 8 – O IRG considera que existem diversas formas de apurar o beta: através de dados históricos, de *benchmark* ou da definição de um valor "*target*", avaliando sempre: (i) as limitações que podem existir na obtenção da informação; e (ii) a qualidade da informação disponível.

¹⁰ Vide Relatório da PwC – págs. 23 a 29.

¹¹ Vide Relatório da PwC – pág. 60 e 61

¹² Vide Relatório da PwC – pág. 28

facto de este parâmetro ser directamente influenciado pelos ciclos de vida do investimento (...), qualquer *benchmarking* efectuado deverá ser ajustado de modo a que reflecta essa realidade.

Adicionalmente, refere a **PT**, “procedeu-se à recolha de informação sobre os *gearings* das empresas incluídas no *benchmarking* apresentado pelo ICP-ANACOM, tendo verificado a existência de divergências significativas face aos valores **expressos no SPD**”, apresentando a informação por si recolhida com vista a uma averiguação da questão. Embora declarando-se não totalmente alheia ao objectivo de tentar eliminar variações resultantes unicamente de estratégias de gestão financeira considera, no entanto, que a utilização de um *gearing* óptimo só é defensável num enquadramento de custeio a custos correntes e reitera críticas anteriores sobre a utilização de *benchmarking* e o recurso a simples médias aritméticas.

Dado que os comentários apresentados referem-se à metodologia seguida para apuramento do *gearing*, o ICP-ANACOM clarifica que:

- o modelo de custeio, não deve apresentar qualquer ligação com o apuramento do *gearing* a utilizar na taxa de custo de capital, uma vez que esse *gearing* deverá reflectir uma estrutura de capital eficiente, em qualquer circunstância.

Neste contexto, salienta-se que se tem verificado na estrutura de capital da PTC uma volatilidade significativa, conforme referido anteriormente, por exemplo, no caso dos empréstimos contraídos em 2007 e 2008, com o *Deutsche Bank* e com a PT SGPS, respectivamente.

- refere igualmente a **PT** que “a utilização de um *gearing* óptimo apenas é defensável num enquadramento em que temos implementado um sistema de custeio a preços correntes (...)”. Esta afirmação não está justificada e contraria a prática utilizada pela própria PTC, que utilizou um *gearing* teórico (por sinal não muito diferente do valor proposto pelo ICP-ANACOM) desde o exercício 1997 até ao exercício de 2001, integrado num sistema de custeio baseado em custos históricos. Neste sentido, apenas se reitera que a metodologia de custeio é exógena ao apuramento do custo de capital.
- no que diz respeito à metodologia de *benchmark*, assim como ao apuramento

final do valor do *gearing* através de uma média aritmética entre as duas fontes de *benchmark*, procedimento coerente e idêntico ao seguido no apuramento de outros parâmetros, destaca-se que os respectivos esclarecimentos já foram devidamente prestados no âmbito do Beta, reiterando-se o mesmo entendimento.

- adicionalmente, foi averiguada a divergência de valores apurada pela **PT** em relação ao *benchmarking*, concluindo-se que as duas informações não são comparáveis. Enquanto a PwC retirou directamente o valor da *Bloomberg* (apurado através do rácio entre o valor da dívida de médio e longo prazo e os capitais próprios, ambos contabilísticos), a **PT** calculou o *gearing* através do rácio entre os capitais alheios, que foram calculados através da dívida líquida, apurada em termos contabilísticos, e os capitais próprios apurados ao valor de mercado.

O ICP-ANACOM considera que a fonte utilizada pela PwC é a adequada, tendo sido utilizada na presente Decisão, tendo em consideração que existem inconsistências nos pressupostos utilizados pela **PT**, uma vez que: (i) não é coerente calcular o *gearing* com o numerador apurado em termos contabilísticos e o denominador apurado ao valor de mercado; e (ii) o conceito da dívida líquida pode distorcer fortemente os resultados, nomeadamente, por poder resultar em valores negativos.

E. Prémio de Risco

De acordo com a **PT**, o prémio de risco de mercado “*é, por si só, um conceito ex-ante, uma vez que traduz o risco prospectivo*”, entendendo que “*para apuramento do prémio de risco, apenas deverá ter-se em consideração as análises ex-ante*”, mencionando ainda que a consideração de análises recentes em nada contribui para a estabilidade do modelo, sendo que as análises *ex-ante*, a seu ver, já deverão incorporar riscos acrescidos.

Conforme referido no documento de consulta, tanto em termos metodológicos, como em termos conceptuais, a determinação do prémio de risco esperado do mercado accionista não é uma tarefa consensual. Contudo, a análise do comportamento do prémio de risco é complicada uma vez que nem este, nem os

seus determinantes, são directamente observáveis. Para além disso, o prémio de risco varia ao longo do tempo de acordo com a percepção dos investidores do risco do activo em causa e também consoante a sua atitude face ao risco.

Neste contexto, o ICP-ANACOM considera que a não utilização de fontes *ex-post* para o cálculo do prémio de risco, limita a sua estimativa, uma vez que: (i) são utilizados dados históricos para todos os outros parâmetros; e (ii) os dados *ex-post* são utilizados pela maioria das congéneres europeias, conforme referido no relatório da PwC.

Salienta-se igualmente que utilizar apenas dados *ex-ante* para o cálculo deste indicador reflecte unicamente as previsões futuras, com um nível de subjectividade elevado, sem ligação com os dados observados empiricamente. Por outro lado, a base de dados *ex-ante* tradicionalmente utilizada pela PTC, a *Bloomberg*, não permite estimar correctamente o prémio de risco específico para Portugal, pois o valor apurado corresponde a um único prémio de risco para a União Europeia e, conseqüentemente, para todos os países da União Europeia.

Quanto às revisões recentes e aos precedentes regulatórios, o recurso a estes últimos permite enquadrar o valor para esta variável nas decisões das autoridades congéneres do ICP-ANACOM, enquanto as revisões recentes permitem incluir no apuramento do prémio de risco uma previsão específica que incorpora os efeitos da crise financeira observada a partir do último trimestre de 2008.

Neste sentido, considera-se a proposta referida no relatório da PwC, de serem utilizadas as quatro fontes de informação mencionadas para apuramento do prémio de risco (dados *ex-post*, dados *ex-ante*, revisões recentes e precedentes regulatórios), como adequada e ajustada ao parâmetro que se pretende determinar, atribuindo-lhe um significativo grau de consistência e robustez.

F. Taxa de custo de capitais alheios

A **Onitecom** não entende o motivo pelo qual foi considerado um *Credit Default Swap* (CDS) de 1.23%, apenas menos 0.01% do que o CDS da PT SGPS que é de 1,24%, devendo tal diferença ser maior porque a área regulada é menos exposta ao risco.

A **PT** considera que a metodologia a considerar no apuramento da taxa de capitais alheios deve corresponder ao valor implícito nas peças contabilísticas da empresa e refere mais uma vez que o *benchmark* não é correctamente efectuado, por envolver empresas com estimativas bastante distintas da PTC. Uma vez mais manifesta o seu desacordo com a consideração de um período de 2 anos para o apuramento do prémio de dívida.

A taxa de custo dos capitais alheios reflecte a taxa de juro para financiamento das dívidas de médio e longo prazo. De referir que o prémio de dívida implícito na taxa média de capitais alheios praticada pela PTC, de 2004 a 2007, apresenta um valor claramente inferior à média dos valores adoptados pelos reguladores europeus referidos pela PwC¹³, de 1.3%. Acresce que em alguns anos (de 2000 a 2004) a PTC reporta mesmo *spreads* negativos (*vide* gráfico I), demonstrando claramente que a abordagem que tem vindo a ser seguida não é razoável.

Gráfico I



Fonte: Resultados SCA da PTC 1997-2008

Neste contexto, em virtude da ausência de um valor que possibilite aferir directamente o prémio de dívida da PTC, e tendo presente que a metodologia utilizada para apuramento de outros parâmetros, tais como, o *gearing* e o Beta, foi baseada num *benchmark* integrando as mesmas empresas comparáveis¹⁴, considera-se adequada a utilização dessa metodologia.

Por outro lado, **conforme referido no SPD**, "de forma a reflectir um resultado mais consistente, e uma vez que no passado a PTC tem-se financiado por via do seu

¹³ Irlanda, Itália, Espanha e Reino Unido, *vide* relatório PwC 2009 – pág. 37

¹⁴ *Vide* Relatório PwC 2009 – pág. 40 – Tendo em consideração a maturidade de 10 anos, foram excluídas a Belgacom, Magyar Telecom e a Elisa OYJ.

accionista único (PT SGPS), foi igualmente considerado o prémio de dívida que resulta da base de dados da *Bloomberg*¹⁵ (outra fonte de informação recomendada pela PwC) e que reflecte as empresas de telecomunicações com um *rating* BBB (idêntico ao actual *rating* da PT SGPS)". Face ao exposto, esclarece-se que o valor final apurado pelo ICP-ANACOM (1,23%) apenas por coincidência é próximo do valor da PT SGPS.

No que diz respeito à maturidade e ao período da série, foram definidos em conformidade com a taxa de juro sem risco, ou seja, a maturidade de 10 anos e um período de série de 2 anos, pelos motivos já referidos anteriormente aquando da explicação da escolha da maturidade e do período da série, no âmbito da taxa de juro sem risco.

G. Taxa de imposto

De acordo com a **PT**, "sendo o imposto efectivo, traduzido pela taxa efectiva de imposto, o valor real pela qual uma empresa é tributada, deverá ser esse o valor a ter em consideração numa análise aos seus custos." Contudo, admite a **PT** que existem "alguns ajustamentos a realizar à taxa efectiva de imposto, resultantes de estratégias financeiras ou de negócio da empresa", o que a seu ver foi efectuado no ano de 2008, eliminando da "base de apuramento da taxa de imposto todos os factores que contribuem para a sua volatilidade (mais e menos-valias, ganhos e perdas financeiros), mantendo apenas os ajustamentos de carácter permanente, que traduzem custos efectivos de exploração corrente contabilisticamente reconhecidos, como algumas amortizações e determinadas naturezas de custo (p.e., despesas confidenciais), que o fisco não aceita e que contribuem para que a taxa normal seja superior à taxa nominal".

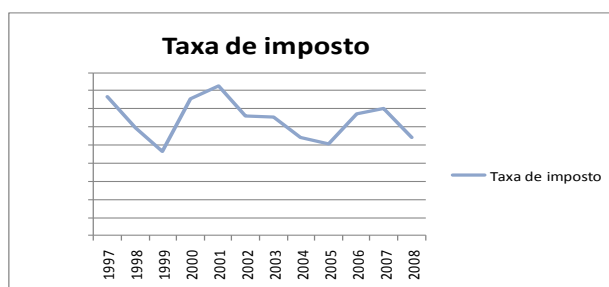
Neste contexto, refere que "a taxa normal é sempre superior à taxa nominal" e salienta que o IRG apresenta no seu documento "*Regulatory Accounting – Principles of Implementation and Best Practice for WACC Calculation*" uma análise sobre a taxa efectiva de imposto, no sentido da taxa de imposto incorporar eventuais diferenças permanentes, no sentido de evitar flutuações significativas.

¹⁵ Vide Relatório PwC 2009 – pág. 41

Importa referir os seguintes pontos no sentido de melhor esclarecer a escolha da taxa nominal para apuramento da taxa de custo de capital:

- a taxa de imposto efectiva pode apresentar uma volatilidade significativa de ano para ano, uma vez que se encontra dependente dos ajustamentos que são efectuados em cada exercício à taxa de imposto nominal, em sede de diferenças permanentes e/ou temporárias (e.g. mais-valias, trespases, equivalência patrimonial), o que contribui para a diminuição da previsibilidade regulatória no que diz respeito à taxa de custo de capital e a torna demasiado exposta a estratégias financeiras ou ao negócio da empresa, resultando na eliminação da previsibilidade que se pretende atingir com a presente Decisão.
- no longo prazo, a taxa de imposto efectiva deve tender para a taxa de imposto nominal, uma vez que os ajustamentos tendem a compensar-se, sendo que considerar que uma é sempre superior à outra não nos parece correcto, aliás conforme é visível pelo comportamento da taxa efectiva da própria PTC (*vide* gráfico II).

Gráfico II



Fonte: Resultados do SCA 1997-2008

- por outro lado, é importante referir que a implementação das Normas Contabilísticas de Relato Financeiro, em vigor a partir do exercício de 2010, introduzem alterações significativas nos ajustamentos a considerar para efeitos de impostos diferidos, nomeadamente, a não aceitação da amortização do *goodwill*, implicando que este ajustamento deixe de ter relevância.
- nesse sentido, se considerarmos o cálculo da taxa efectiva de imposto disponibilizado pela PTC, no âmbito dos resultados do SCA do exercício de 2008, do qual resulta uma taxa de 27.22%, e se retiramos o efeito do *goodwill* apuramos uma taxa de 26.6%, valor muito próximo da taxa nominal de 26.5%.

Por outro lado, e tal como o IRG sugere, a taxa de imposto contemplando as diferenças permanentes não deverá sofrer alterações significativas no longo prazo, pelo que, face ao cálculo apresentado, considera-se a taxa nominal de imposto como uma boa referência.

Face ao exposto, a taxa de imposto a considerar para efeitos de determinação do custo de capital, deve ser a taxa nominal, uma vez que é esta que afecta os custos de financiamento e permite evitar oscilações frequentes resultantes da taxa efectiva de imposto, decorrentes fundamentalmente de correcções anuais para efeitos de determinação da matéria colectável, bem como de variações ocorridas nos impostos diferidos.

V. BASE DE REMUNERAÇÃO DO CUSTO DE CAPITAL

A **Zon** concorda com a consideração de activos não correntes para a base de remuneração, contudo refere que deve ser “expurgado o efeito de qualquer reavaliação efectuada, designadamente, as reavaliações de activos imobiliários (€153 mn) e da infra-estrutura de condutas (€663 mn) realizadas nos 2T08 e 3T08, respectivamente.

A **PT** considera que num modelo global de custeio o que se remunera é o capital investido (próprio e alheio) que suporta a operação dos negócios da empresa, dado que os investidores financiam globalmente a empresa e não bens ou componentes específicas do seu activo.

Acresce ainda segundo a **PT** que os capitais permanentes postos à disposição da empresa cobrem as seguintes necessidades de investimento: (i) o investimento no seu aparelho produtivo e em outros bens/equipamentos afectos à sua actividade; (ii) os investimentos financeiros; (iii) outros activos de médio e longo prazo (e.g. impostos diferidos); e (iv) necessidades permanentes de fundo de maneio (por exemplo: stocks de matérias-primas e mercadorias ou insuficiência de cobertura pelo passivo de curto prazo dos restantes activos da mesma natureza).

Refere ainda a **PT** que de forma a manter a transparência da metodologia, não se deve confundir a determinação do montante do custo de capital com a imputação do custo de capital.

Neste sentido, a **PT** considera que o ICP-ANACOM não pode inferir que o capital investido (capital próprio + passivo de médio e longo prazo) se mede pelo somatório do imobilizado corpóreo, imobilizado incorpóreo e investimento financeiro, o que a seu ver contraria a definição dos manuais de gestão financeira e a própria Recomendação 98/322/CE da Comissão Europeia.

De acordo com a **PT** a própria Recomendação impõe o cálculo do custo de capital total para a operação global da Empresa, qualquer que seja a natureza do negócio envolvido (regulado ou não regulado), concluindo que a solução ora proposta por esta Autoridade contraria um pressuposto metodológico do modelo de custos históricos que, desde 1996, foi unanimemente aceite pelo próprio ICP-ANACOM, pelo Estado (IGF) e por todos os auditores, e não encontra suporte no relatório da PwC, como resulta de uma análise atenta do curto texto em que aborda esta matéria (ponto 9.2 – *Cost of Capital Allocation*).

Por último, a **PT** refere que o ICP-ANACOM deve uma resposta formal à PTC desde 27 de Novembro de 1998, no que diz respeito aos resultados do SCA produzidos de acordo com o “capital contabilístico” e com o “capital de privatização”, referindo que “a remuneração admitida para uma acção ser substancialmente inferior à dos títulos sem risco, consagrando uma realidade oposta ao objectivo institucionalmente assumido pelo Estado de promover o desenvolvimento do mercado de capitais.”

A **PT** entende assim ser fundamental que o ICP-ANACOM clarifique a relação entre a taxa de custo de capital construída com parâmetros baseados em valores de mercado e o valor dos capitais próprios da empresa de forma a que o accionista percepcione qual a taxa efectiva de remuneração que esta Autoridade considera como razoável para os investidores.

O ICP-ANACOM mantém-se convicto que a base contabilística deve estar imune a reclassificações contabilísticas e a estratégias de gestão e financeira da empresa. Na realidade, os exercícios de 2007 e 2008 foram exemplo desta situação, em que a classificação de um empréstimo como uma dívida de curto prazo e posteriormente em longo prazo alterou significativamente o valor dos capitais investidos, do *gearing*, e consequentemente do custo de capital.

Por outro lado, os capitais investidos devem estar reflectidos de uma forma clara nos investimentos operacionais da empresa, isto é, no activo da empresa. E, no caso da PTC, que opera num mercado de capital intensivo, é razoável considerar que o investimento a remunerar deve estar claramente reflectido nos activos não correntes da empresa. Acresce que a PwC no seu relatório, no ponto 9.2 referido, recomenda que a base de remuneração do custo de capital deve corresponder aos activos directamente associados à actividade regulada da empresa.

Contudo, é importante esclarecer, face às questões elencadas pela **PT** sobre os capitais investidos, que o ICP-ANACOM também é claro no SPD quando refere que “qualquer outro activo que a PTC classifique como investimento e que na sua óptica deva ser remunerado, terá de ser remetido ao ICP-ANACOM e devidamente justificado com vista à validação da bondade da sua inclusão na base de remuneração”.

Adicionalmente, foram levantados outros pontos, que merecem as seguintes considerações:

- a transparência da metodologia não é posta em causa por ser definida, *a priori*, a base de imputação do custo de capital, pelo contrário, a sua não definição poderia tornar incompleto o tratamento desta temática, uma vez que com esta Decisão se pretende abarcar todos os aspectos importantes associados ao custo de capital. No que diz respeito às reavaliações do activo, e concretamente as que foram mencionadas pela **Zon**, estas encontram-se em análise no âmbito de matéria específica, de modo a serem devidamente acautelados todos os aspectos relacionados com elas.
- a **PT** refere que desde 1996 a metodologia de apuramento dos capitais investidos tem sido unanimemente aceite, quer pelo ICP-ANACOM, quer pelo IGF. Importa salientar que aceitar os resultados, não significa que o ICP-ANACOM abdique da possibilidade de reavaliar a metodologia utilizada para o cálculo do custo de capital, em especial quando se assiste a um diferencial muito significativo entre os custos de capital apresentados pela PTC e a percepção da realidade. Acresce que o ICP-ANACOM desconhece por completo qualquer processo de auditoria ao SCA da PTC que tenha sido conduzido pelo IGF.

- no que diz respeito à questão colocada sobre o “capital contabilístico” vs “capital de privatização”, o ICP-ANACOM foi claro em ofício¹⁶, 22/03/2000, remetido à PTC, decorrente da auditoria aos resultados do SCA, referente ao exercício de 1997, quando determinou que deveria ser utilizado o capital constante da contabilidade geral;
- por último, o cálculo apresentado pela **PT** sobre a rentabilidade obtida não se revela consistente, uma vez que não é possível avaliar concretamente os critérios seguidos na avaliação da empresa, assim como não é razoável comparar taxas de rentabilidade brutas (como é o caso da OT) com taxas líquidas (como é o caso da remuneração do capital próprio). Neste contexto, não se entende como este cálculo pode demonstrar qualquer oposição ao desenvolvimento do mercado de capitais.

VI. GLIDE PATH

De acordo com a **AR Telecom**, “o *glide path* não deveria existir, ou deveria ser mais curto, de forma a que a convergência se efectue de maneira rápida.”

A **Sonaecom** apresenta diversas razões para que fosse efectuado o ajustamento imediato do custo de capital: (i) “não está em causa a alteração do modelo base que tem vindo a ser utilizado pela PTC para apuramento do custo de capital”; (ii) “o custo de capital é susceptível de variar de forma significativa”, contribuindo “para a inadequação da fixação de um *glide path* para ajustamento desta variável”; (iii) “por hipótese, se vier a apurar que o custo de capital adequado para 2012 é afinal 8%, fixar-se-á, então, um novo *glide path*”; (iv) “o valor do custo de capital que a PTC tem vindo a considerar - 13.3% - é claramente superior ao que agora foi apurado 10.3%”; (v) o custo de capital que tem vindo a ser considerado pela PTC é “claramente superior ao considerado pelos operadores incumbentes de outros países da Europa, bem como ao considerado pelos analistas financeiros”, o que reforça a convicção “de que o custo de capital que tem vindo a ser considerado pela PTC tem constituído um benefício adicional para esta entidade em detrimento dos restantes intervenientes do mercado”; (vi) “a consideração de um eventual *glide path*, a acontecer, deverá ter lugar no âmbito da fixação dos preços regulados e não ao nível da fixação das várias componentes que determinam estes preços, “sob

¹⁶ Ofício ICP-S03058/2000, de 29/03

risco de existirem “*glide paths* sobre *glide paths*”, desvirtuando a aplicação do princípio de orientação para os custos”.

Por sua vez, para a **Onitelecom**, “é absolutamente inexplicável que os valores agora apurados (embora elevados) não sejam utilizados já no apuramento dos custos de 2009. O decremento anual linear para favorecer a PTC constitui um custo adicional e injustificado (...). A Onitelecom considera ainda que a “determinação do CMPC fosse actualizado anualmente com os valores actuais do mercado e não estabelecer um suave *Glide Path* (...) e refere que “caso se opte por esta metodologia de determinar em 2009 o CMPC até 2011, não se irá atingir o objectivo de previsibilidade regulatória, pelo menos de forma justa e transparente para todas as partes envolvidas”.

A **PT** considera que qualquer alteração deve ser introduzida de forma não disruptiva e julga como “positiva a inclusão de um *glide path* que permita, durante um período de tempo, ao mercado ajustar-se a esta nova realidade.”

Este tema levantou algumas questões, no sentido em que a maioria dos respondentes considera que não existe enquadramento para se implementar um *glide path*. Contudo, é importante ter em conta os seguintes aspectos:

- a determinação da taxa de custo de capital ocorre no final de 2009, pelo que se considerou razoável a adopção de um período de transição;
- o decremento anual não representa nenhuma conotação de favorecimento à PTC, pois o objectivo foi adoptar um período de transição que permita à PTC ajustar a sua operação à taxa de custo de capital resultante desta alteração metodológica. Neste sentido, definiu-se um *glide path*, com efeitos já a partir de 2009, atingindo em 2011 a taxa apurada;
- a fixação da taxa de custo de capital para os próximos três anos corresponde a um mecanismo que permite atenuar a volatilidade que se tem vindo a observar na taxa de custo de capital praticada pela PTC, contribuindo, ao contrário do que refere a **Onitelecom**, para aumentar a previsibilidade regulatória e a transparência nos mercados; e

- aquando da definição dos preços dos produtos regulados, serão tidos em consideração os critérios razoáveis a adoptar, de forma a cumprir da melhor forma a orientação dos preços aos custos, como é prática do ICP-ANACOM.

VII. CONCLUSÃO

Tendo em consideração o conteúdo das respostas recebidas, o ICP-ANACOM decidiu rever a Decisão final, incluindo esclarecimentos, nos moldes anteriormente descritos, associados:

- à avaliação dos parâmetros relevantes para a revisão da taxa do custo de capital, no triénio 2009-2011;
- à clarificação dos mecanismos de revisão, no que diz respeito à definição da materialidade do desvio e do período de revisão; e,
- ao procedimento formal a que deve ser sujeita essa revisão.