

SENTIDO PROVÁVEL DE DECISÃO

**Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital
dos CTT – Correios de Portugal, S.A.,
aplicável ao exercício de 2018 e seguintes**

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Índice

1. Sumário executivo	3
2. Enquadramento	5
3. Taxa de custo de capital	7
3.1. Metodologia	8
3.1.1. Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) <i>pre-tax</i>	11
3.1.2. <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM).....	12
3.2. Metodologia de cálculo dos parâmetros.....	14
3.2.1. Custo do Capital Próprio (K_e)	14
3.2.1.1. Taxa de juro sem risco (R_f)	14
3.2.1.2. Beta (β).....	17
3.2.1.3. Prémio de risco ($R_m - R_f$)	23
3.2.2. Custo do Capital Alheio (K_d).....	27
3.2.2.1. <i>Gearing</i>	27
3.2.2.2. Prémio de dívida	31
3.2.2.3. Taxa de imposto	33
3.3. Base de remuneração do custo de capital	37
3.4. Definição da taxa de custo de capital.....	39

1. Sumário executivo

A taxa de custo de capital tem como objetivo representar a taxa de retorno apropriada para compensar o custo de oportunidade do investimento.

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

Entende-se assim ser essencial a definição de uma metodologia que permita apurar, sem quaisquer constrangimentos contabilísticos e analíticos, de uma forma adequada, a taxa de custo de capital com vista a remunerar os investimentos realizados pelas empresas postais reguladas no âmbito da prestação do Serviço Universal (SU).

A este respeito, importa salientar que os princípios orientadores do Sistema de Contabilidade Analítica (SCA) dos CTT – Correios de Portugal, S.A. (CTT) estabelecem o conceito de lucro razoável, conceito este que é acompanhado pela Diretiva 2008/6/CE, que altera a Diretiva Postal (Diretiva 97/67/CE, de 15 de dezembro), ao considerar que o cálculo do custo líquido do serviço universal (CLSU) deverá ter em conta, entre outros elementos, o direito do prestador do serviço postal designado para prestar o SU a receber um lucro razoável (Considerando § 29 e parágrafo 3 da Parte B do Anexo 1).

Também a Lei Postal¹ vem reforçar este entendimento ao considerar 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).

¹ 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.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

O SCA dos CTT que vem sendo reportado à Autoridade Nacional de Comunicações (ANACOM) tem como base a metodologia *Fully Distributed Costs* (FDC), incluindo assim a totalidade dos gastos suportados por este operador, acrescidos de uma margem razoável de remuneração, a qual corresponde ao custo de capital.

Atendendo a que, nos últimos anos a metodologia de cálculo do custo de capital utilizado no SCA dos CTT não sofreu qualquer alteração e, tendo em consideração as alterações significativas entretanto ocorridas no sector postal, em particular quanto à privatização e entrada em bolsa de diversos operadores postais que operam no mercado europeu, incluindo os próprios CTT, entende-se que a metodologia de custo de capital atualmente utilizada poderá, por isso mesmo, se encontrar desatualizada quanto aos comparáveis utilizados na determinação de alguns parâmetros (e.g. Beta e *gearing*).

Adicionalmente, e considerando que alguns parâmetros utilizados no cálculo do custo de capital são exógenos, ou seja, não dependentes do desempenho da empresa regulada (e.g. taxa de juro sem risco, prémio de risco, taxa de imposto), mas sim do contexto macroeconómico (país) onde esta se insere, a ANACOM entende que existe também a necessidade de rever a determinação quanto à metodologia de cálculo desses mesmos parâmetros por forma a manter a coerência regulatória, sempre que aplicável, com a metodologia definida por esta Autoridade no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas relativamente ao cálculo do custo de capital.

A presente decisão visa minimizar a imprevisibilidade associada ao cálculo do custo de capital dos CTT, e simultaneamente garantir uma maior certeza regulatória, aumentando a transparência para todas as partes, na medida em que, contrariamente ao que vinha a ser efetuado, o custo de capital deixa de ser determinado *à posteriori*, passando a ser calculado em momento anterior à preparação dos resultados do SCA do exercício a que respeita.

O estabelecimento *ex-ante* de regras transparentes na determinação da taxa de custo de capital contribui para um ambiente previsível no qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expetativas. Acresce ainda que ao

serem fixadas regras *ex-ante* reduz-se a necessidade de investigações posteriores, normalmente complexas, morosas e potencialmente objeto de disputa.

Neste contexto, pretende-se com esta metodologia determinar um custo de capital que traduza de forma adequada a obtenção de um lucro razoável, tendo em consideração o risco incorrido nos investimentos realizados na prestação do SU.

2. Enquadramento

No âmbito da legislação aplicável, os CTT enquanto prestador do serviço universal (PSU) postal, encontram-se obrigados a dispor de um sistema de contabilidade analítica (SCA) que permita a separação de contas entre cada um dos serviços e produtos que integram o Serviço Universal (SU) e os que não o integram, de forma a possibilitar, nomeadamente, o cálculo do custo líquido do serviço universal (CLSU), bem como permitir a separação entre os custos associados às diversas operações básicas integrantes dos serviços postais (aceitação, tratamento, transporte e distribuição)², tendo como base os princípios da contabilidade analítica, coerentemente aplicados e objetivamente justificáveis.

A ANACOM, enquanto Autoridade Reguladora Nacional (ARN) tem como competências³: (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.

Os CTT têm vindo a remeter à ANACOM um SCA que visa cumprir com as obrigações decorrentes: (i) da legislação em vigor; (ii) das determinações e recomendações emanadas pela ANACOM no seguimento das auditorias realizadas anualmente ao SCA; e, (iii) dos princípios orientadores definidos por esta Autoridade (1996)⁴, que estabelecem

² 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.

³ N.º 4 do artigo 16º da Lei n.º 17/2012, de 26 de abril na sua redação em vigor.

⁴ Ofício ICP-192/96, de 02 de fevereiro.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

que o somatório dos gastos imputados (atual terminologia atribuída pelo Sistema de Normalização Contabilística (SNC) ao conceito de custos), no SCA dos CTT, deverá corresponder à totalidade dos gastos suportados, acrescidos de uma margem razoável de remuneração.

A Diretiva 2008/6/CE, que altera a Diretiva Postal (Diretiva 97/67/CE, de 15 de dezembro), no parágrafo 3 da parte B do Anexo 1 estabelece também que: *“O cálculo⁵ deve ter em conta todos os outros dados pertinentes, designadamente todos os benefícios de mercado que revertam para o prestador de serviços postais designado para prestar o serviço universal, o direito a obter um lucro razoável e os incentivos à rentabilidade”*.

Este entendimento é reforçado pela Lei Postal⁶, 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, artigo 19.º).

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

No 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) assegurar 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.

Para tal considera-se essencial a definição de uma metodologia que permita apurar, sem quaisquer constrangimentos, contabilísticos e analíticos, a taxa de custo de capital

⁵ Do custo líquido do serviço universal.

⁶ 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.

adequada à remuneração dos investimentos das empresas reguladas, bem como de um mecanismo que permita a revisão dos seus parâmetros que se traduza, não só numa maior atualização da taxa de custo de capital face à envolvente macroeconómica em que o PSU opera, como também resulte numa maior transparência e certeza regulatória.

Adicionalmente, a metodologia a definir visa também promover a consistência da atuação da ANACOM nesta área, pelo que deverá ser tida em consideração a metodologia já definida, em anteriores deliberações desta Autoridade, relativas ao cálculo do custo de capital no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas, quer quanto ao mecanismo previsto para a sua determinação, quer quanto aos parâmetros exógenos à empresa, metodologia essa que deverá ser adaptada à realidade dos CTT relativamente aos restantes parâmetros.

3. Taxa de custo de capital

Tendo por base as anteriores determinações da ANACOM, os CTT têm vindo a utilizar o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), baseando-se no modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para a determinação da taxa de custo dos capitais próprios, como método de apuramento da taxa de custo de capital.

Os parâmetros inerentes ao cálculo do custo de capital, assim como a metodologia associada ao seu apuramento, são remetidos pelos CTT à ANACOM conjuntamente com o envio periódico dos resultados do SCA.

No âmbito da regulação postal, o *European Committee for Postal Regulation* (CERP) reforçou o entendimento de que o WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) seria o método mais apropriado na determinação do custo de capital⁷, referindo o facto de ser uma metodologia largamente utilizada noutros sectores, totalmente ou parcialmente liberalizados, mas que ainda assim estão sujeitos a regulação (e.g. comunicações eletrónicas, eletricidade, gás, etc.).

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

Neste sentido, e não obstante a ANACOM já considerar como mais adequada a utilização da metodologia CMPC/CAPM para determinar a taxa de custo de capital, por forma a que as suas decisões regulatórias traduzam, por um lado, o correto custo de oportunidade dos investidores e, por outro lado, permitam a estabilidade regulatória e de preços, quer para as empresas reguladas, quer para os consumidores, a determinação de parâmetros como: (i) a taxa de juro sem risco; (ii) o fator *beta*; (iii) o prémio de risco; (iv) o *gearing*⁸; (v) a taxa de imposto e (vi) o custo dos capitais alheios, pode estar desatualizada tendo em consideração as recentes e significativas alterações a nível económico (taxa de juro sem risco e prémio de risco), a nível do sector postal europeu (*benchmark* de empresas comparáveis para determinação do *beta* e do *gearing*) e a nível legislativo (taxa de imposto).

3.1. Metodologia

A metodologia atualmente utilizada no SCA dos CTT para cálculo do custo de capital assenta na fórmula antes de imposto do CMPC (*pre-tax*), a qual de acordo com anteriores determinações da ANACOM tem por base a taxa nominal de imposto.

A este respeito releva-se o facto de as determinações anteriormente emitidas pela ANACOM não especificarem de forma detalhada a metodologia a utilizar no apuramento dos parâmetros utilizados na fórmula de cálculo do custo de capital, nem as fontes de informação a considerar.

Importa ainda salientar que, no âmbito da auditoria aos resultados de 2014 do SCA dos CTT, os auditores referem a necessidade de ser criada uma metodologia que detalhe minuciosamente a forma de cálculo de cada um dos parâmetros que concorrem para o apuramento do CMPC, definindo assim de forma clara e transparente as regras para o

⁸ *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).

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

seu cálculo, devendo tal metodologia ser revista sempre que tal se venha a verificar necessário.

Adicionalmente, o facto de existirem parâmetros (e.g. beta) para os quais o seu apuramento não podia ser efetuado de forma direta (na medida em que a atividade postal dos CTT não se encontrava cotada em bolsa), bem como devido à dificuldade existente na obtenção de empresas comparáveis, (atendendo ao reduzido número de empresas, de atividade similar, cotadas em bolsa), não só aumenta o grau de complexidade e subjetividade inerente ao cálculo do custo de capital, como também limita a qualidade da informação utilizada.

Considera-se assim ser justificável uma revisão da metodologia de cálculo do custo de capital, no sentido de aumentar a transparência e clarificação no apuramento dos parâmetros utilizados, beneficiando esta revisão do desenvolvimento que o sector postal tem vindo a registar na Europa, em particular resultante da privatização de diversos operadores postais (incluindo os CTT), o que contribuirá para a criação de um *benchmark* de empresas comparáveis, cotadas em bolsa, com realidades mais próximas dos CTT, contrariamente ao que era possível há alguns anos atrás.

A este respeito, e no âmbito da auditoria aos resultados de 2014 do SCA dos CTT, os auditores referem que o leque de empresas comparáveis que deve integrar o *benchmark* a utilizar deve ter em consideração os seguintes critérios:

1. entidades que operam no setor postal em mercados com maturidade;
2. entidades com títulos negociados (ações) em bolsas de valores organizadas; e,
3. entidades com produtos/serviços semelhantes aos prestados pelos CTT.

Em função das recentes privatizações de operadores verificadas no sector postal europeu, entende-se que o *benchmark* de empresas comparáveis cotadas em bolsa, para efeitos de determinação dos parâmetros utilizados na fórmula de cálculo do custo de capital dos CTT, e que cumprem os critérios acima, deve ser composto pelas seguintes empresas:

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Quadro 1 - Benchmark para o sector postal

Benchmark	País
<i>CTT</i>	Portugal
<i>Royal Mail</i>	Reino Unido
<i>Bpost</i>	Bélgica
<i>Österreichische Post (Austrian Post)</i>	Áustria
<i>Malta Post</i>	Malta
<i>Deutsche Post</i>	Alemanha
<i>PostNL</i>	Holanda
<i>Poste Italiane</i>	Itália

Adicionalmente, e perspetivando-se, a nível europeu, a existência de novas privatizações de operadores postais, entende-se que, sempre que tal se justifique, o atual *benchmark* deve ser revisto e atualizado, no sentido de permitir a inclusão de outras empresas comparáveis que entretanto venham a surgir e que cumpram os critérios acima referidos.

Não obstante a definição, à *priori*, da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, aplicável a 2018, e atendendo a que o atual contexto macroeconómico aconselha a que os parâmetros sejam regularmente revistos, entende-se que os referidos parâmetros devem ser revistos anualmente, tendo por base a metodologia em vigor, devendo a sua atualização decorrer até ao fim do primeiro semestre do ano em questão, com base disponibilidade dos elementos necessários à sua determinação.

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

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

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

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

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

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

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

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

sendo que:

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

em que:

K_e – representa a taxa do custo do capital próprio, calculado pelo método *Capital Asset Pricing Model* - CAPM – (ver secção 3.1.2 *Capital Asset Pricing Model* - CAPM);

K_d – representa a taxa de custo do capital alheio;

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

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

3.1.2. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

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

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

em que:

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

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

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

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

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

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

Metodologia aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

A ANACOM considera que o cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, aplicável a 2018, deve continuar a basear-se na utilização da metodologia do Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC), tal como definido acima, tendo como base a sua fórmula *pre-tax* (antes de impostos), e o custo do Capital próprio (K_e) assente na metodologia *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), mantendo-se assim a metodologia atualmente utilizada.

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

3.2. Metodologia de cálculo dos parâmetros

3.2.1. Custo do Capital Próprio (K_e)

3.2.1.1. Taxa de juro sem risco (R_f)

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

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

De um modo geral, as práticas financeiras e regulatórias têm considerado as obrigações de dívida pública (ODP) como um indicador fiável e um bom parâmetro para refletir a ausência de risco. A título de exemplo, e no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas, salienta-se a existência de idêntica posição do IRG, que consta no “*Principle of implementation and best practice*” sobre a taxa de juro sem risco¹⁰.

A este respeito, importa salientar que, e até ao exercício de 2011, a taxa de juro sem risco (R_f) considerada no cálculo do custo de capital utilizado nos resultados do SCA dos CTT, correspondeu à média das observações das obrigações do tesouro (OT), emitidas pelo Estado Português, com uma maturidade de 10 anos, e tendo como referência o ano anterior.

No entanto, a instabilidade resultante da crise financeira, nacional e internacional, originou a subsequente perda de confiança por parte dos investidores, e o estreitamento do financiamento das economias periféricas da Zona Euro, nas quais se inclui a

¹⁰ O IRG considera que as obrigações de dívida pública apresentam-se como um parâmetro fiável e que pode ser utilizado como um boa *proxy* para a taxa de juro sem risco. Salientam igualmente que devem ser tomados em conta alguns critérios de seleção, no que diz respeito à maturidade, ao período da série e o mercado onde a empresa está inserida.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

economia portuguesa, trazendo consequências muito significativas ao nível dos mercados da dívida pública.

O desenrolar da crise financeira internacional, em geral, e da crise financeira nacional, em particular, teve como consequência um comportamento atípico da dívida soberana portuguesa levando a que a taxa de juro das OT nacionais (dívida soberana) fosse de tal forma elevada, face ao aumento do seu risco percebido, que dificilmente as OT nacionais poderiam ser consideradas como um investimento sem risco.

Esta realidade levou inclusivamente a ANACOM a determinar a alteração do referencial utilizado para apuramento da taxa de juro sem risco quanto ao cálculo do custo de capital considerado nos resultados de 2011 do SCA dos CTT. Neste sentido, a ANACOM definiu que a taxa de juro sem risco a considerar deveria ser idêntica à taxa que anteriormente havia sido definida por esta Autoridade no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas para esse mesmo período, por entender que este parâmetro (taxa de juro sem risco) é exógeno, e como tal independente do desempenho da empresa, garantindo assim uma adequada coerência regulatória.

Assim, a taxa de juro sem risco (R_f) incorporada no custo de capital considerado nos resultados de 2011 do SCA dos CTT foi determinada com base na taxa implícita (*yields*) das obrigações de tesouro a 10 anos de um conjunto selecionado de países pertencentes à Zona Euro (Bélgica, Espanha, França, Irlanda, Itália e Portugal).

A metodologia definida para determinar a taxa de juro sem risco, tem vindo a ser atualizada nos últimos anos, em função da evolução dos mercados financeiros, no sentido de garantir que traduz, tanto quanto possível, a taxa de juro que seria exigida por um investidor para financiar um investimento sem risco. Neste sentido, entre 2012 e 2015, a taxa de juro sem risco passou a ser determinada com base na média ponderada pelo Produto Interno Bruto - PIB (fonte: Eurostat) do respetivo país, das taxas implícitas

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

(yields) das obrigações de tesouro, com maturidade a 10 anos, de todos os países da zona euro¹¹.

No entanto, e em virtude da evolução favorável da economia nacional e do seu acesso aos mercados financeiros, esta metodologia foi novamente revista, tendo-se considerado que, em 2016, seria novamente possível retomar a utilização das ODP portuguesas para calcular a taxa de juro sem risco, atendendo essencialmente a que: (i) o risco no mercado de dívida português tem apresentado menor volatilidade; (ii) a intervenção do Banco Central Europeu na compra de títulos soberanos (sobretudo dos países periféricos) veio conferir maior estabilidade; e (iii) os valores das *yields*, que no passado se revelaram anormalmente elevados, já não se verificam.

Atendendo a que a taxa de juro sem risco corresponde ao juro exigido por um investidor para a realização de um investimento (sem risco) em Portugal, este parâmetro tem assim uma natureza exógena, ou seja, não depende do desempenho da empresa em causa, pelo que a ANACOM entende que o seu cálculo deverá ter como base a metodologia já definida por esta Autoridade em anteriores deliberações relativas ao cálculo do custo de capital no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas, ou seja, deverá corresponder à média das taxas implícitas das ODP portuguesas, com maturidade a 10 anos, resultantes das observações mensais de 2016 e 2017.

Neste sentido, e a título exemplificativo, a adoção desta metodologia para a determinação a taxa de juro sem risco a considerar no exercício de 2017, ou seja, com base na média das taxas de juro implícitas (*yields*) das ODP, com maturidade de 10 anos, com base nas observações mensais de 2015 e 2016, resultaria num valor de 2,80%¹² para o parâmetro R_f (ver Quadro 2).

¹¹ Série histórica, com base nas observações mensais dos dois anos anteriores ao da decisão – fonte: Banco Central Europeu.

¹² [Taxa de juro sem risco - Decisão da ANACOM para a taxa de custo de capital da MEO, S.A. a aplicar em 2017.](#)

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Quadro 2 – Cálculo da taxa de juro sem risco

	Média
Taxa sem risco 2015	2,42%
Taxa sem risco 2016	3,17%
Média 2015 e 2016	2,80%

Metodologia aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

A taxa de juro sem risco a utilizar no custo de capital dos CTT deverá assim ter como base a mesma metodologia já definida por esta Autoridade em anteriores deliberações no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas, para igual período, correspondendo assim 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, ou seja, 2016 e 2017, tendo como fonte os dados do Banco Central Europeu.

3.2.1.2. Beta (β)

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

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

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

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

O custo de capital considerado no SCA dos CTT, até ao exercício de 2013, não incluía o β da ação dos CTT, resultante da observação histórica do valor da ação face à variação de mercado, mas sim um β determinado por *benchmark*, tendo como referência um conjunto de empresas cotadas em bolsa que desenvolvem atividades similares e comparáveis às desenvolvidas pelos CTT (atividades postais/encomendas/distribuição e logística), obtidos com base em séries de observações semanais, ao longo de um ano, atendendo a que, apenas em 2013, os CTT passaram a estar cotados em bolsa.

Adicionalmente, importa salientar que, no custo de capital considerado nos resultados de 2014 do SCA dos CTT, o cálculo do parâmetro β passou não só a considerar o valor do β da ação dos CTT, como também foram incluídas alterações no cálculo deste parâmetro, em particular no que respeita às empresas consideradas comparáveis e na metodologia utilizada para determinar o β realavancado.

Quanto às empresas comparáveis, salienta-se o aumento na Europa do número de operadores postais cotados em bolsa há mais de 12 meses, o que conjuntamente com a entrada em bolsa dos CTT, levou a que, em 2014, o *benchmark* utilizado pelos CTT passasse a incluir não só o β dos CTT, como as empresas consideradas comparáveis passaram a ser essencialmente europeias, porventura mais similares ao mercado postal nacional e, conseqüentemente, com estruturas de gastos e modelos de negócio tendencialmente mais comparáveis, substituindo assim as empresas norte americanas e asiáticas anteriormente utilizadas (Fedex Corp.; United Parcel Service (UPS); UTI Worldwide; Singapore Post).

Assim, o β utilizado no custo de capital dos resultados de 2014 do SCA dos CTT resulta da média dos últimos cinco anos do β de operadores postais europeus considerados comparáveis (Deutsch Post World Net - DPW; Austrian Post; Royal Post e BPost), a que

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

corresponde uma ponderação de 50%, e pelo β da própria ação dos CTT (Grupo CTT), a que corresponde os restantes 50%.

Quanto à alteração ocorrida em 2014, importa salientar que não só diminuiu o número de empresas consideradas comparáveis (de seis em 2013 para cinco em 2014, passando os CTT a serem considerados umas das empresas comparáveis em função da sua recente entrada em bolsa), como foi atribuída uma ponderação de 50% às observações do β dos CTT (equivalente ao peso das restantes quatro empresas do *benchmark*), levando a que as observações do β de uma empresa, àquela data recentemente entrada em bolsa (CTT), eventualmente influenciadas por efeitos especulativos associados à sua entrada em bolsa, pudesse vir a influenciar de forma excessiva o valor deste parâmetro, face às restantes empresas do *benchmark*, aumentando a sua volatilidade.

No entanto, e ainda que reconhecendo que da alteração efetuada possa resultar uma melhoria do *benchmark* utilizado para a determinação do parâmetro β , entende-se que existindo atualmente, comparativamente a 2014, um maior número de operadores postais europeus cotados em bolsa - Malta Post (Malta); PostNL (Holanda); e, Post Italiane (Itália) - que o *benchmark* a utilizar deverá corresponder à totalidade dos operadores postais europeus cotados em bolsa, excetuando-se apenas os que eventualmente venham a ser considerados como não comparáveis.

Adicionalmente, a ANACOM entende que a cada uma das empresas a considerar deverá ser atribuída uma ponderação correspondente a $1/n$ (sendo n = número total de empresas utilizadas no *benchmark* considerado), não considerando adequada a atribuição de uma ponderação de 50% ao β da ação CTT, até porque a ação CTT corresponde à cotação em bolsa do Grupo CTT, o qual vai mais além do que a atividade postal deste operador, incluindo por exemplo atividades como sejam serviços financeiros, gestão de pagamentos, distribuição de publicidade, e serviços de impressão e envelopagem.

Ainda quanto às alterações introduzidas há a salientar que a determinação do β realavancado passou a ser determinado com base no valor médio da capitalização bolsista, em vez do valor contabilístico do Capital próprio dos CTT. Não obstante

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

existirem autores que consideram que a utilização do valor de mercado da empresa (capitalização bolsista) poderá melhor traduzir o justo valor de uma empresa, o valor contabilístico do Capital próprio está porventura sujeito a uma menor volatilidade, comparativamente ao seu valor de mercado. Importa também salientar que, sendo o SCA dos CTT um modelo assente na metodologia de gastos históricos, se entende que a opção pelo capital contabilístico é a opção mais consistente.

Assim, a menor volatilidade do valor contabilístico do Capital próprio (comparada com a utilização da sua capitalização bolsista) resulta numa maior previsibilidade regulatória, não só ao nível da remuneração do investidor (através do custo de capital), como também ao nível da regulação das ofertas tarifárias dos CTT, as quais utilizam o SCA (que assenta numa metodologia de gastos históricos) como fonte relevante de informação para determinar o gasto incorrido na prestação de cada um dos serviços.

Adicionalmente, e tendo em vista a adequada definição do *benchmark* a utilizar importa não só definir a sua composição (empresas comparáveis), como também um conjunto de características a este subjacente, nomeadamente:

- a) a definição das empresas comparáveis que devem compor o *benchmark*, através da identificação de empresas postais europeias cotadas em bolsa, e que se caracterizem por serem comparáveis com os CTT, quer quanto à(s) atividade(s) desenvolvida(s), quer quanto às características dos mercados em que operam;
- b) a utilização do modelo *Harris and Pringle*¹³ para apurar os β dos capitais próprios das empresas comparáveis. Esta fórmula permite calcular o β desalavancado do ativo, isto é, o β sem o efeito da estrutura de capital, sendo posteriormente alavancado com a estrutura de capital definida como ótima para os CTT;
- c) a frequência de observações: o β pode ser estimado através de observações diárias, semanais, mensais ou trimestrais. Neste sentido, à semelhança do que foi

¹³ A fórmula de cálculo de *Harris and Pringle* é considerada uma fórmula com maior aderência à realidade (Capital Próprio) $\beta = (\text{Ativo}) \beta (1 + D/E)$ em que: D/E – estrutura de capital.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

considerado para o apuramento da taxa de juro sem risco, entende-se como sendo mais adequada a utilização das observações mensais;

- d) o período de tempo: a utilização de séries curtas pode distorcer os resultados e suprimir informações relevantes, na medida em que as observações mais recentes podem conter eventuais efeitos que não traduzam corretamente as expectativas futuras, recomendando-se assim o uso de séries com um período suficientemente alargado que permita corrigir os efeitos da volatilidade de curto prazo. Neste sentido, entende-se que o período da série deve acomodar as observações relevantes que permitam garantir um resultado robusto e representativo dos riscos inerentes à atual estrutura da empresa, sendo notória a preferência dos reguladores europeus por períodos de tempo longos. Por conseguinte, considera-se adequado utilizar um período de 5 anos, por forma a permitir um adequado nível de robustez e segurança nos resultados obtidos; e,
- e) a obtenção dos dados relativamente aos β através da *Bloomberg* por corresponderem aos valores ajustados através da fórmula de *Bayes*, isto é, o *adjusted* beta¹⁴, o que permite o apuramento de uma estimativa mais robusta e menos volátil às flutuações.

Uma vez definido o *benchmark* de empresas comparáveis a utilizar para determinar o β a considerar no cálculo do custo de capital, ao valor do β apurado para cada uma das empresas deverá ser atribuída uma ponderação de $1/n$ (sendo n = número total de empresas consideradas no *benchmark* considerado), ponderação esta que deverá ser reduzida em 50% ($1/2n$) nas situações em que existam empresas cotadas em bolsa há

¹⁴ O beta de uma empresa pode ser apresentado como *adjusted* beta ou como *raw* beta. O *raw* beta (ou beta histórico) é baseado na comparação do retorno do título com o retorno de mercado. O *adjusted* beta é uma estimativa para o futuro do retorno do título face ao retorno do mercado. Deriva inicialmente de dados históricos, sendo efetuado um ajustamento, assumindo que o beta do título considerado irá sempre tender para o retorno médio proporcionado pelo mercado. A fórmula de cálculo para apuramento do *adjusted* beta é de: *adjusted* beta = $0,67 \times (\text{raw beta}) + 0,33 \times 1$ (beta do mercado).

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

menos de 5 anos, sendo a ponderação remanescente equitativamente distribuída pelas restantes empresas do *benchmark*.

Metodologia aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Atendendo à evolução que se tem registado nos últimos anos no sector postal europeu, como o aumento de operadores postais cotados em bolsa, incluindo os CTT, a ANACOM entende que o parâmetro beta (β) a considerar no cálculo da taxa de custo de capital dos CTT, deve ser determinado com base no valor médio do β apurado de acordo com o *benchmark* de empresas comparáveis acima definido (Quadro 1) e atribuindo a cada uma das empresas do *benchmark* uma ponderação de $1/n$ (sendo n = número total de empresas do benchmark). Nas situações em que o *benchmark* inclua empresas cotadas em bolsa há menos de dois anos, a ponderação atribuída a cada um dos seus β deverá corresponder a 50% da ponderação que lhe seria atribuída, ou seja, equivalente a $1/2n$, sendo a ponderação remanescente equitativamente distribuída pelas restantes empresas do *benchmark*.

O β apurado para cada uma das empresas do *benchmark* (ver Quadro 1) deverá corresponder ao seu *adjusted* beta, proveniente da *Bloomberg* – séries históricas referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão, com base em observações mensais. Os dados extraídos da *Bloomberg* devem ser desalavancados da respetiva estrutura financeira da Empresa a que respeitam, e posteriormente alavancados através da fórmula *Harris & Pringle* (β capital próprio = β ativo \times (1 + D/E¹⁵)), utilizando a estrutura de capital (*gearing*) definida para os CTT para o ano em decisão, a qual deverá ter em consideração o valor contabilístico do seu Capital próprio.

¹⁵ D/E – *Debt/Equity* ou *gearing*, corresponde à estrutura de capital dada pelo rácio entre capitais alheios e capitais próprios.

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

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

Quer em termos metodológicos, quer em termos conceptuais, a determinação do prémio de risco esperado do mercado acionista não é uma tarefa consensual. A análise do seu comportamento é complexa, na medida em que, quer o prémio de risco, quer os seus determinantes, não são diretamente observáveis, variando este ao longo do tempo de acordo com a atitude dos investidores, face ao risco e, à sua perceção quanto ao risco do ativo em causa. Assim, à semelhança de vários reguladores europeus, a ANACOM em anteriores deliberações relativas à metodologia de cálculo do custo de capital no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas, decidiu que a definição do prémio de risco deveria assentar na utilização de um *benchmark*.

Em termos conceptuais, a estimativa do prémio de risco pode basear-se numa metodologia *ex-post*, traduzindo-se em estimativas assentes em dados históricos, ou, por outro lado, numa metodologia *ex-ante*, a qual considera as estimativas em função de expectativas futuras. A este respeito, importa referir que, não obstante ambas as metodologias (*ex-post* e *ex-ante*) sejam amplamente utilizadas para o apuramento do prémio de risco, quer por académicos, quer por analistas financeiros, a utilização de uma metodologia *ex-post* não permite ao operador, aquando da decisão de investimento, ter disponível informação quanto ao seu custo de oportunidade (custo de capital), contrariamente ao que acontece com a sua determinação *ex-ante*, onde o operador ao tomar a decisão de investir já conhece o seu custo de oportunidade, previamente determinado com base nas correntes condições de mercado e em perspetivas futuras, contribuindo assim para uma maior previsibilidade regulatória.

Atendendo a que o prémio de risco traduzirá o risco associado a um investimento efetuado por um investidor num determinado mercado, neste caso Portugal, a ANACOM considera tratar-se de um parâmetro reflexo do mercado em si (Portugal), e como tal

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

exógeno ao operador. Neste sentido, e por forma a privilegiar não só as melhores práticas na sua determinação, bem como a consistência regulatória, a ANACOM entende assim que, o prémio de risco a utilizar no cálculo do custo de capital dos CTT deverá assentar na mesma metodologia já definida por esta Autoridade para as comunicações eletrónicas, resultando no mesmo valor para igual período e não existindo assim um prémio de risco diferenciado para cada um dos operadores regulados, na medida em que as empresas reguladas operam no mercado nacional.

A metodologia anteriormente definida pela ANACOM relativa ao cálculo do custo de capital na regulação das comunicações eletrónicas e, atendendo à volatilidade associada ao prémio de risco, privilegiou as observações baseadas em séries mais longas, tal como defendido por *Damodaran* no estudo que realizou sobre este tema¹⁶, no qual refere que as observações baseadas em séries mais longas (25 a 100 anos) superam a vantagem das observações mais relevantes, associadas aos períodos mais curtos e recentes, ao permitirem um menor erro padrão, tendendo a sua consistência a aumentar com o alargamento da extensão do período considerado.

A volatilidade inerente ao prémio de risco, no entendimento da ANACOM conduz à necessidade de atualizar anualmente este parâmetro, devendo para tal esta atualização ser efetuada de acordo com o definido no ponto 3.1 – Metodologia.

A este respeito importa salientar que a metodologia de cálculo do custo de capital no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas, face à necessidade de atualização anual do prémio de risco e, por forma a garantir a disponibilidade e a acessibilidade das bases de dados utilizadas, a ANACOM definiu que este parâmetro deveria ser calculado com base nas estimativas provenientes da base de dados de *Damodaran*¹⁷ (que tem em conta o risco intrínseco do acesso ao investimento do país em causa) e nos estudos de *Pablo Fernandez* (através da realização de inquéritos a analistas, académicos e empresas portuguesas financeiras e não financeiras), assentes em expectativas futuras

¹⁶ *Damodaran, Aswath, "Equity Risk Premiums", Stern School of Business.*

¹⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

(*ex-ante*), dados estes publicamente disponíveis e, considerados de autores de referência.

Em 2016, a metodologia de cálculo do prémio de risco a utilizar no cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas foi atualizada tendo sido adicionado ao *benchmark* os dados da série *Dimson, Marsh e Staunton* (DMS), disponível para Portugal a partir de 2014, por ser uma fonte académica e profissionalmente reconhecida para o apuramento do prémio de risco, utilizada por vários reguladores europeus, ao apresentar séries longas de informação e fornecer estabilidade à metodologia.

Por conseguinte, atendendo a que o prémio de risco se trata de um parâmetro exógeno, e com vista a manter a consistência regulatória, a ANACOM entende que deverá ser determinado com base na metodologia já definida por esta Autoridade para o cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas, correspondendo assim à média simples entre os dados *ex-ante* (*Damodaran, Pablo Fernandez e Dimson, Marsh e Staunton - DMS*), contemplando as expectativas referentes a Portugal e calculados no ano anterior à decisão.

A título exemplificativo, a adoção desta metodologia para determinar o prémio de risco a considerar no custo de capital dos CTT, referente a 2017, resultaria num prémio de risco de 6,98% (ver Quadro 3).

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Quadro 3 – Cálculo do Prémio de risco para 2016

Prémio de risco para 2017		Valor
<i>Damodaran</i>	<i>Portuguese market risk premium</i>	9,24%
<i>Pablo Fernandez</i>	<i>Market Risk Premium and Risk rate used for 41 countries in 2015 Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin – IESE Business School April 23, 2015.</i>	7,6%
<i>DMS</i>	<i>Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017</i>	4,10%
Prémio de risco para 2016 - Média		6,98%

A este respeito importa salientar que o prémio de risco utilizado no cálculo dos CTT quanto ao custo de capital considerado nos resultados de 2015 do SCA, teve como base a média mensal dos valores indicados pela base de dados *Damodaran* (metodologia já utilizada em 2014), tendo resultado no valor de 5,92%.

Metodologia aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Atendendo a que o prémio de risco ($R_m - R_f$) reflete o mercado em si, correspondendo assim a um parâmetro exógeno aos operadores, a ANACOM considera que deverá ser calculado tendo por base a metodologia anteriormente definida por esta Autoridade para o cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas, para igual período, traduzindo-se assim na média simples entre os dados *ex-ante* (*Damodaran, Pablo Fernandez e Dimson, Marsh e Staunton - DMS*), contemplando as expetativas referentes a Portugal e calculados no ano anterior à decisão.

3.2.2. Custo do Capital Alheio (K_d)

3.2.2.1. *Gearing*

A estrutura financeira da empresa (*gearing*), traduzida pelo peso dos capitais alheios no total dos capitais investidos (metodologia que tem vindo a ser seguida pelos CTT) assume particular importância na determinação do CMPC.

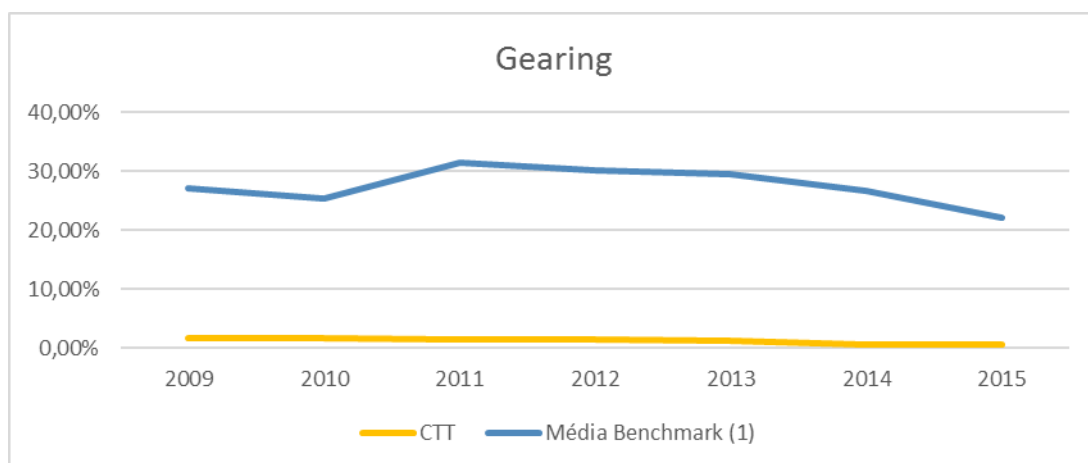
O apuramento do *gearing* pelos CTT, no cálculo do custo de capital, tem vindo a ser apurado com base no quociente entre os capitais alheios médios (dívidas de médio/longo prazo) e os capitais investidos médios (somatório dos valores médios dos Capital alheio e do Capital próprio), ambos obtidos pela média dos seus valores no final do exercício em causa e no exercício anterior, de acordo com os Relatórios e contas dos CTT.

Importa salientar que nos últimos anos (período de 2009 a 2015), quando comparado com os operadores postais considerados no *benchmark* (Quadro 1) o *gearing* dos CTT (média de 1,31%), é significativamente inferior à média do *gearing* estimado¹⁸ para os operadores do *benchmark* (cerca de 27,5%), para igual período, com base na informação constante dos seus Relatórios e Contas (ver Gráfico 1).

¹⁸ Média dos *gearings* estimados com base nos relatórios e contas dos operadores postais do *benchmark*, com base nas contas consolidadas, sempre que as contas individuais não se encontravam disponíveis, e retirando o efeito da existência de um banco postal, sempre que aplicável e disponível informação desagregada.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Gráfico 1 – Gearing dos CTT vs. gearing das empresas do benchmark



Fonte: Relatórios e contas (2009-2015) dos operadores postais considerados no *benchmark*, relativamente aos exercícios 2009 a 2015.

Nota: (1) – *benchmark* de empresas comparáveis sem considerar os CTT (Deutsch Post; Austrian Post; B Post; Royal Mail; Post NL; Malta Post; Post Italiane)

Esta situação pode em parte ser explicada pelo elevado “*cash in-flow*” inerente à alavancagem financeira associada à prestação de serviços financeiros, resultando assim em Capitais alheios significativamente inferiores aos Capitais próprios que representam cerca de 98% dos capitais investidos.

Desta forma, o *gearing* dos CTT dificilmente poderá ser comparável com o de um operador predominantemente postal que não disponha da alavancagem resultante da prestação de serviços financeiros, pelo que a ANACOM entende que o *gearing* atualmente utilizado pelos CTT (*gearing real*), não será o mais adequado, na medida em que se afasta significativamente do *gearing* de um operador postal que não possua o efeito da alavancagem financeira.

Neste sentido, a determinação do custo de capital deve assim ter como base um *gearing* que traduza uma estrutura de capital de referência, sendo possível constatar, a este respeito, no âmbito da regulação das comunicações eletrónicas, que diversos

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

reguladores europeus têm optado pela sua determinação com recurso ao *benchmark*, aumentando a previsibilidade, a certeza regulatória e eliminando a volatilidade do *gearing* face às políticas de financiamento seguidas pelo operador regulado.

Alternativamente, a determinação de um *gearing* ótimo pode ser efetuada com recurso à construção de um modelo financeiro que simule o desempenho da empresa tendo em consideração diferentes níveis de *gearing*, por forma a maximizar o seu valor. No entanto, a utilização deste modelo requer um nível de informação muito elevado, o que nem sempre se encontra disponível (e.g. valor da empresa, rácios de dívida, continuidade das operações, etc.), podendo obrigar à definição de um conjunto de pressupostos de natureza subjetiva (e.g., análises do negócio, valor contabilístico ou valor de mercado da firma; dívida ao justo valor, etc.), e consequentemente aumentando a subjetividade do valor utilizado.

Por conseguinte, esta Autoridade entende que a determinação de um *gearing* adequado ao cálculo do custo de capital deve basear-se num *benchmark* de empresas comparáveis, quer ao nível dos serviços prestados, quer ao nível dos mercados onde operam.

Assim, a ANACOM considera que o *gearing* a utilizar na determinação do custo de capital deverá ser calculado com recurso ao *benchmark* definido no ponto 3.1 – Metodologia (Quadro 1), correspondendo à média do *gearing* das empresas comparáveis que consta nos Relatórios e contas, provenientes da *Bloomberg* – séries históricas referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão.

A título exemplificativo, e tendo como base as estimativas efetuadas por esta Autoridade, com recurso a informação disponível nos Relatórios e contas dos diversos operadores incluídos no *benchmark* (disponibilizados nas respetivas páginas da *internet*), o *gearing* médio a utilizar, em 2015, teria correspondido a cerca de 25,21% (ver Quadro 4), por contrapartida com o *gearing* utilizado pelos CTT, nesse mesmo exercício, que correspondeu a 0,56%.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Quadro 4 - *Gearing* das empresas comparáveis (*benchmark*)

Empresas Comparáveis	País	Gearing Médio de 5 Anos
CTT	Portugal	1,38%
Royal Mail	Reino Unido	33,09%
Bpost	Bélgica	10,88%
Österreichische Post (Austrian Post)	Áustria	4,56%
Malta Post	Malta	21,91%
Deutsche Post	Alemanha	35,74%
PostNL	Holanda	45,46%
Posta Italiane	Itália	48,71%
Média (2010-2014)		25,21%

Fonte: *Gearings* estimados pela ANACOM com base dos relatórios e contas disponibilizados pelos operadores postais nas suas páginas de internet e com base em contas não consolidadas (sempre que disponíveis) e desconsiderando a existência de banco postal, sempre que exista informação desagregada.

Metodologia aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Esta Autoridade considera assim que a metodologia a adotar para a determinação do *gearing*, para efeitos de cálculo da taxa de custo de capital a utilizar no SCA dos CTT, deve corresponder à média do *gearing* das empresas comparáveis utilizadas no *benchmark*, apurada com base no seu *gearing* médio dos 5 anos anteriores ao ano da decisão, tendo em consideração os Relatórios e Contas das referidas empresas retirados da *Bloomberg*.

3.2.2.2. Prémio de dívida

A taxa de custo dos capitais alheios reflete a taxa de juro para financiamento das dívidas de médio e longo prazo.

O custo dos capitais alheios tem vindo a ser calculado com base numa estimativa da gestão dos CTT, a qual se tem traduzido na aplicação à taxa de juro sem risco de um *spread* da dívida financeira de 0,5 pontos percentuais (0,5%).

Neste sentido, considera-se que a definição do prémio da dívida, com base apenas numa estimativa da gestão, poderá não ser a metodologia mais adequada, pois poderá estar sujeita à arbitrariedade da gestão do operador, e não traduzir o que por definição corresponde ao prémio da dívida, ou seja, o retorno adicional requerido pelos credores da empresa (comparativamente a um investimento sem risco), no sentido de refletir a capacidade da empresa financiada dar cumprimento às responsabilidades da dívida, normalmente traduzido pelo seu *rating*.

A este respeito importa ainda salientar que os reduzidos capitais alheios dos CTT (comparativamente à totalidade dos capitais investidos), correspondentes essencialmente a contratos de locação financeira, não traduzem de forma adequada o prémio da dívida que seria exigível por um investidor para financiar a atividade dos CTT, contrariamente a um eventual prémio de dívida que estivesse implícito num empréstimo contraído por este operador visando, em primeira instância, financiar a sua atividade.

A ANACOM entende assim que deve ser revista a atual metodologia de determinação do prémio da dívida utilizado no cálculo do custo dos capitais alheios, por forma a traduzir o custo de financiamento exigível por um investidor para financiar uma empresa representativa do sector.

Neste sentido, e atendendo a que nos últimos anos se tem vindo a verificar uma redução no número de entidades que utilizam CDS associados à emissão de empréstimos obrigacionistas, a ANACOM no âmbito da metodologia de cálculo do custo de capital a

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

considerar na regulação das comunicações eletrónicas, deliberou a substituição das observações mensais da série histórica dos *Credit default swaps* (CDS) pela média do valor do *spread* obtido através da base de dados da *Bloomberg* (EUR EUROPE COMMUNICATIONS BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y), atendendo a que a contínua utilização do uso dos CDS tem vindo a limitar a qualidade do *benchmark* utilizado.

Tendo assim em consideração que a menor utilização de CDS associados à emissão de dívida por parte das empresas tem resultado numa degradação da qualidade desta *proxy* para avaliar o prémio da dívida, a ANACOM entende, à semelhança de anteriores deliberações regulatórias relativas à metodologia de cálculo do custo de capital, que o prémio da dívida deverá corresponder à média do valor do *spread* obtido através da base de dados da *Bloomberg* (*BFV EUR Industrial BBB-, daily observations*), referente aos dois anos anteriores ao exercício a que respeita a decisão, por entender esta como a *proxy* que melhor traduzirá o prémio de dívida exigido por um investidor para financiar uma empresa representativa do sector.

A título exemplificativo a aplicação desta metodologia ao exercício de 2017, ou seja, com base na média das observações referentes a 2015 e 2016, correspondentes a 1,70% e 1,34%, respetivamente, resultaria num prémio da dívida de cerca de 1,52%.

Metodologia aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

A ANACOM entende que o prémio da dívida deverá ter como base o custo de financiamento de uma empresa representativa do sector, devendo ser calculado com base na média do valor do *spread* obtido através da base de dados da *Bloomberg* (*BFV EUR Industrial BBB-, daily observations*), referente aos dois anos anteriores ao exercício a que respeita a decisão, por entender que será esta a *proxy* que melhor traduzirá o acréscimo de rentabilidade exigido por um investidor para financiar uma empresa representativa do sector.

3.2.2.3. Taxa de imposto

O custo de capital incorporado nos resultados do SCA dos CTT, de 2008 em diante, e no seguimento de uma determinação da ANACOM, passou a ser calculado apenas com base na taxa legal de imposto, atendendo a que esta, comparativamente à taxa efetiva, se encontra menos sujeita a flutuações, na medida em que a sua variação decorre apenas de alterações efetuadas ao nível da legislação fiscal e não sendo influenciada por decisões de gestão que afetem de forma significativa a sua volatilidade, o que se traduz numa maior previsibilidade regulatória.

Por conseguinte, a ANACOM considera que o custo de capital deve ser determinado tendo como base a utilização da taxa legal de imposto, atendendo a que esta permite:

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

Assim, e atendendo a que a taxa de imposto é constituída por três componentes diferentes: (i) taxa de IRC; (ii) taxa de derrama estadual; e, (iii) taxa de derrama municipal, o valor da taxa de imposto a considerar no custo de capital dos CTT deverá ser tendencialmente igual ao determinado na metodologia de cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas, para idêntico período, na medida em que, apenas no que respeita à taxa de derrama estadual o valor calculado poderá diferir atendendo a que a sua determinação é incremental em função dos lucros tributáveis da empresa em causa.

Neste sentido entende a ANACOM que a taxa de imposto a considerar no custo de capital dos CTT deverá resultar do somatório dos valores de cada uma das componentes

que a constituem (taxa de imposto IRC, taxa de derrama estadual e taxa de derrama municipal), obtidos através da aplicação da metodologia a seguir descrita:

(i) taxa de imposto IRC

A taxa de imposto IRC deverá corresponder à taxa de IRC em vigor para o ano a que respeita o exercício para o qual se está a determinar o custo de capital.

A título exemplificativo, e para o ano de 2016, a taxa de IRC em vigor correspondia a 21% (artigo 87º do Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas – CIRC).

(ii) taxa de derrama estadual

A taxa de derrama estadual, em virtude das alterações legislativas ocorridas nos últimos anos, passou a ser determinada de forma progressiva em função do lucro tributável da empresa, incidindo sobre o lucro tributável excedente a 1.500.000 euros e até ao montante de 7.500.000 euros uma taxa de 3%, uma taxa de 5% para o lucro tributável entre os valores de 7.500.000 euros e 35.000.000 euros, e uma taxa de 7% para o lucro tributável que exceda o valor de 35.000.000 euros¹⁹.

Através da análise dos Relatórios e Contas dos CTT relativamente aos últimos três anos (2013-2015), é possível constatar que o lucro tributável em cada um dos exercícios deste triénio foi significativamente superior ao limite superior do último escalão (35 milhões de euros), a partir do qual é aplicável a taxa máxima da Derrama Estadual (7% em 2016) – ver Quadro 5.

¹⁹ artigo 87º-A da Lei n.º 82-B/2014, de 31 de dezembro.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Quadro 5 – Lucro tributável CTT (2013-2015)

Ano	Lucro tributável (mil euros)	Taxa efetiva da Derrama Estadual
2013	52.532	4,63%
2014	64.193	5,61%
2015	79.316	5,87%
Média	65.347	5,37%

Fonte: Cálculo com base nos Relatórios e Contas dos CTT.

Neste sentido, e tendo em consideração o histórico do lucro tributável dos CTT quanto ao triénio mais recente (2013-2015), entende-se que a taxa de Derrama estadual a aplicar deverá corresponder à média da taxa de Derrama estadual resultante da média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao ano de aplicação.

A título exemplificativo, e para o exercício de 2016, atendendo à média dos lucros tributáveis dos CTT relativamente ao triénio 2013-2015 (65.347 mil euros), a taxa de derrama estadual a aplicar à taxa de imposto a considerar para o exercício de 2016 (tendo com base o triénio 2013-2015), resultaria assim no valor de 5,37%.

(iii) taxa de derrama municipal

No que respeita à Derrama municipal, atendendo a que se trata de um parâmetro exógeno à empresa, na medida em que não resulta do valor dos seus lucros tributáveis em cada exercício, entende-se que, e à semelhança de anteriores deliberações da ANACOM relativas à metodologia de cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas, e com o intuito de simplificar o processo de cálculo e apuramento do seu valor, a derrama municipal deverá corresponder a 1,5%.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Neste sentido, e tendo em consideração a metodologia acima descrita, a título exemplificativo a taxa de imposto a aplicar no exercício de 2016 seria de 27,87%, cujo cálculo se encontra detalhado a seguir no Quadro 6.

Quadro 6 – Taxa de Imposto exemplificativa aplicável a 2016

Taxa de Imposto	
Artigo 87º do CIRC ²⁰ - Taxa de IRC	21,00%
Artigo 87º- A do CIRC - Taxa de Derrama estadual	5,37%
Derrama Municipal	1,50%
Taxa de Imposto	27,87%

Metodologia aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

A ANACOM entende que a taxa de imposto deverá corresponder à taxa de imposto nominal, traduzida pelo somatório das suas três componentes (taxa de imposto IRC, taxa de derrama estadual e taxa de derrama municipal), com base na seguinte metodologia:

1. taxa de imposto de IRC

A taxa de imposto IRC deverá corresponder à taxa de IRC em vigor para o ano a que respeita a decisão de cálculo do custo de capital.

2. taxa de derrama estadual

A taxa de derrama estadual, em virtude das alterações legislativas ocorridas nos últimos anos, é determinada de forma progressiva em função do lucro tributável da empresa, incidindo sobre o lucro tributável excedente a 1.500.000 euros e até ao montante de

²⁰ CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas.

7.500.000 euros uma taxa de 3%, uma taxa de 5% para o lucro tributável entre os valores de 7.500.000 euros e 35.000.000 euros, e uma taxa de 7% para o lucro tributável que exceda o valor de 35.000.000 euros.

Neste sentido, e tendo em consideração o histórico do lucro tributável dos CTT quanto ao triénio mais recente (2013-2015), entende-se que a taxa de Derrama estadual a aplicar deverá corresponder à média da taxa de Derrama estadual resultante da média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao ano de aplicação.

3. taxa de derrama municipal

Quanto à taxa de derrama municipal, a ANACOM entende que, à semelhança do definido anteriormente no âmbito da metodologia de cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas, o valor da derrama municipal deverá corresponder a 1,5%.

3.3. Base de remuneração do custo de capital

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

Atualmente a base de remuneração utilizada na determinação do custo de capital corresponde ao somatório do valor médio (média aritmética à data de início e de fim do exercício) do Capital próprio e do Capital alheio, de médio e longo prazo, relacionados com o financiamento da sua atividade, sendo que, em particular, e em relação a este último, os valores de capitais alheios se encontram relacionados com *leasing* financeiro.

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

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

A este respeito, a Lei Postal²¹ prevê na alínea b) do n.º 3 do artigo 19.º que o cálculo do custo líquido do Serviço Universal (SU) deve ter em conta “o direito do PSU obter um lucro razoável, representado pelo custo de capital relativo aos investimentos necessários à prestação do SU, o qual deve refletir o risco incorrido”.

Por conseguinte, a ANACOM entende que o capital investido pelo PSU deverá ter uma correspondência direta com o investimento realizado, o que à semelhança da anterior decisão desta Autoridade, no âmbito da metodologia de cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas, seria melhor traduzida pelo investimento realizado em ativos não correntes necessários ao desenvolvimento da sua atividade, e conseqüentemente com o custo de oportunidade incorrido pelos seus investidores, comparativamente à utilização dos capitais investidos médios, obtidos através do somatório da média Capital próprio e dos Capitais alheios de médio e longo prazo.

Atendendo a que o modelo de custeio dos CTT assenta na metodologia de gastos totalmente distribuídos, considera-se razoável considerar que a base de remuneração incorpore o valor total do ativo não corrente (associado à atividade regulada e não regulada), constante das Demonstrações financeiras dos CTT, na medida em que o custo de capital apurado será alocado aos produtos regulados, apenas e só na proporção dos ativos não correntes que concorrem para a sua prestação, tendo por base a metodologia *Activity Based Costing* (ABC), a qual visa criar uma relação direta entre a alocação de gastos e as atividades necessárias à venda e/ou prestação de um produto/serviço.

Entende-se assim que a aplicação direta da taxa de custo de capital ao ativo não corrente dos CTT constante das Demonstrações financeiras do exercício a que respeita, consiste numa metodologia mais adequada, ao se traduzir numa remuneração mais direta do investimento concretizado pelo operador no âmbito da sua atividade operacional.

²¹ Lei n.º 17/2012, de 26 de abril, na sua redação em vigor.

Metodologia aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

À semelhança da anterior decisão desta Autoridade relativamente à metodologia de cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas, a ANACOM entende que a base de remuneração a utilizar no cálculo do custo de capital dos CTT deverá corresponder ao ativo não corrente, nomeadamente as rubricas de ativos tangíveis e ativos intangíveis afetos à atividade operacional dos CTT, excluindo-se os ativos detidos para venda.

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

3.4. Definição da taxa de custo de capital

A adoção prévia de uma metodologia clara e a consequente definição *à priori* do valor da taxa de custo de capital, a aplicar a partir de 2018, promove a previsibilidade regulatória e a transparência nos mercados.

Em virtude da não atualização, nos últimos anos, da metodologia de cálculo do custo de capital dos CTT, e da recente evolução do sector postal, em particular a privatização e entrada em bolsa de vários operadores postais europeus, incluindo os próprios CTT, a ANACOM considera essencial que a atual metodologia seja revista, quer quanto aos comparáveis utilizados na determinação de alguns parâmetros endógenos (e.g. Beta e *gearing*), quer quanto à determinação de parâmetros exógenos e não dependentes do desempenho da empresa regulada, mas sim do contexto económico (país) onde esta se insere (e.g. taxa de juro sem risco, prémio de risco, taxa de imposto).

A ANACOM propõe assim a revisão da atual metodologia de cálculo do custo de capital a considerar no SCA dos CTT, aplicável ao exercício de 2018 e seguintes, visando a sua atualização face às alterações registadas no sector postal e clarificando as fontes de

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

informação e metodologias a utilizar para cálculo dos vários parâmetros considerados, mantendo uma coerência regulatória com a metodologia anteriormente definida no âmbito do cálculo do custo de capital a considerar na regulação das comunicações eletrónicas.

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Anexo: Lista de acrónimos e abreviaturas

ABC	<i>Activity Based Costing</i>
ARN	Autoridade Reguladora Nacional
CAPM	<i>Capital Asset Pricing Money</i>
CDS	<i>Credit Default Swaps</i>
CIRC	Código do Imposto Rendimento de Pessoas Coletivas
CLSU	Custo Líquido do Serviço Universal
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
FDC	<i>Fully Distributed Costs</i>
IRC	Imposto sobre o Rendimento de Pessoas Coletivas
ODP	Obrigações de Dívida Pública
OT	Obrigações de Tesouro
PIB	Produto Interno Bruto
PSU	Prestador do serviço universal postal
SCA	Sistema de contabilidade analítica
SNC	Sistema de Normalização Contabilística
SU	Serviço universal
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

Sentido Provável de Decisão sobre a Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital dos
CTT – Correios de Portugal, S.A., aplicável ao exercício de 2018 e seguintes

Anexo: Lista de operadores

CTT	CTT – Correios de Portugal, S. A.
-----	-----------------------------------

Anexo: Lista de outras entidades/organizações

ANACOM	Autoridade Nacional de Comunicações
CERP	European Committee for Postal Regulation
IRG	<i>Independent Regulators Group</i>