

CONSULTA PÚBLICA

METODOLOGIA DE CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL DA CVTELECOM APLICÁVEL AO TRIÉNIO DE 2011 A 2013.

Início: 30 de Março

Término: 30 de Abril

Praia, 30 de Março de 2012

Conteúdo

I. Objectivos da Consulta	3
II. Procedimento da consulta.....	3
Anexo: Projecto de Decisão.....	5
Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital.....	5
1 - Introdução	5
1.1-Enquadramento Legal e Regulamentar.....	6
1.2 - Situação Actual	7
I - Metodologia de Cálculo do custo capital	8
1. Custo de Capital Próprio (K_e)	9
1.1 – Taxa livre de Risco.....	10
1.2 – Prémio de Risco de mercado ($R_m - R_f$).....	11
1.3 – Beta (β)	12
1.4 – Gearing.....	14
2 - Custo dos Capitais alheios (K_d).....	17
4- Base de Incidência da Taxa de Custo do Capital	18
5 - Definição da taxa de custo de Capital	19

I. Objectivos da Consulta

A Agência Nacional das Comunicações - ANAC é uma autoridade administrativa independente, e tem por finalidade principal a actividade de regulação técnica e económica, supervisão, regulamentação e representação do sector das comunicações, nomeadamente os sectores das comunicações electrónicas e postais, a gestão e controlo do espectro radioelétrico, gestão do domínio “CV”, certificação de entidades credenciadoras de assinaturas digitais.

Nos termos do artigo nº 7 do Decreto - Legislativo nº7/2005, de 28 de Novembro que aprova o regime jurídico geral aplicável as redes e serviços de comunicações electrónicas compete a Agência Nacional das Comunicações (ANAC) a promoção de consultas públicas sobre medidas que tenham impacto significativo no mercado relevante dando aos interessados a possibilidade de se pronunciarem sobre as mesmas.

Através da Deliberação nº 1/2006 de 27 de Novembro de 2006 publicado na II Série do Boletim Oficial nº 50 publicado em 27 de Dezembro de 2006, foram aprovados os procedimentos de consulta pública nos termos do referido Decreto Legislativo.

Assim, a ANAC através do presente documento põe a consulta pública o presente documento com os seguintes objectivos:

- 1. Fixar uma Metodologia de Cálculo do Custo de Capital;**
- 2. Determinar o valor da taxa do custo de capital da CVTelecom para o triénio de 2011 a 2013 aplicado na definição das tarifas do serviço de telefonia fixa.**

II. Procedimento da consulta

A Agência Nacional das Comunicações (ANAC) disponibiliza, para consulta pública, por um período de 4 (quatro) semanas, o documento em anexo, referente ao Projecto de Decisão da Metodologia do Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) a ser aplicado pela CVTelecom no triénio de 2011 a 2013.

A ANAC solicita e agradece o envio das contribuições e/ou comentários sempre que possível, para o endereço consultapublicacmpc@anac.cv, sem prejuízo do envio pelas vias tradicionais (carta ou fax).

As contribuições a serem enviadas por carta devem ser endereçadas à:

Agência Nacional das Comunicações -ANAC

Edifício MIT - Ponta Belém

C.P. n.º 892 – Praia

República de Cabo Verde ou,

Através do Max: + (238)2613069

Posteriormente, a ANAC analisará todas as respostas recebidas e disponibilizará no seu website, um relatório final contendo uma síntese dos resultados.

Para o feito solicita-se aos interessados que forneçam toda a informação que entendam relevante, indicando claramente o que consideram confidencial nas suas contribuições.

A ANAC tomará em consideração todas as contribuições que receber em função do grau de razoabilidade da fundamentação recebida e, não condiciona as suas decisões futuras aos resultados desta consulta pelo que considera igualmente que os mesmos não são vinculativos.

Para que as contribuições e/ou comentários sejam admitidos os remetentes deverão estar devidamente identificados.

Nos termos do disposto do artigo 2º da Deliberação nº1/2006 que aprova os procedimentos da consulta pública da ANAC, o prazo para a recepção das respostas é de 31 dias de calendário a partir da data do lançamento desta consulta, ou seja, de 30 de Março a 30 de Abril de 2012.

Anexo: Projecto de Decisão

METODOLOGIA DE CÁLCULO DO CUSTO DE CAPITAL DA CVTELECOM APLICÁVEL AO TRIÉNIO DE 2011 A 2013

1 - Introdução

O presente documento tem como objectivo definir um conjunto de princípios metodológicos associados ao cálculo do custo de capital e determinar a taxa a aplicar a CVTelecom no triénio de 2011 a 2013. O conceito de “custo de capital” é normalmente associado ao retorno que determinado investimento deve proporcionar, sendo definido como a taxa de remuneração exigida pelos investidores, tendo em conta o risco do negócio.

O mercado das comunicações electrónicas é extremamente de capital intensiva e os investimentos caracterizam-se pela irreversibilidade, implicando que ao fixar as tarifas das actividades e dos produtos regulados deve ser dedicada especial atenção na estimativa do custos do capital porque os proprietários das infra-estruturas do sector apenas terão incentivos para efectuarem novos investimentos se preverem que estes serão rentáveis ao longo das suas vidas úteis.

Assim, a determinação do custo de capital de uma indústria regulada é extremamente importante, tanto para reguladores como para as empresas reguladas, pois é por meio de uma taxa de retorno adequada que se torna possível manter a sustentabilidade e a expansão do serviço público.

Sendo assim, estimar uma taxa de retorno abaixo do custo de fundos do mercado pode tornar o investimento na expansão das redes pouco atraente para os investidores do sector regulado, levando com que o investimento seja feito abaixo do óptimo e a consequente degradação da qualidade de serviço. Por outro lado, se a taxa de retorno estimada considera um risco maior do que o realmente verificado, o negócio regulado irá se apropriar de uma taxa maior do que o custo de capital adequado e com isso acarretará uma distorção dos sinais de preço tanto para consumidores como para investidores, resultando numa sub-distribuição dos recursos e níveis de eficiência produtiva abaixo do nível óptimo.

O Sistema de Contabilidade Analítica (SCA) da CVTelecom resulta da imposição legal e do contrato de concessão, e determina que os preços dos produtos e serviços devem ser baseados nos custos acrescido de uma margem de remuneração adequada.

Desde 2005, a CVTelecom implementou o Sistema de Contabilidade Analítica utilizando o Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) para a determinação da taxa do custo de capital e com recurso ao Capital Asset Pricing Model (CAPM) para determinação da taxa de custo de capital próprio. Assim, a taxa acordada entre a ANAC e a CVTelecom baseado nessa metodologia foi definida deste essa altura pelo que a determinação de alguns parâmetros utilizados na fixação dessa taxa (e.g. gearing, custo capital alheio, Beta, prémio de risco de mercado, taxa efectiva de imposto) se encontram desajustados face a realidade actual.

Uma vez que, o custo de capital da CVTelecom tem impacto directo e material nos custos dos produtos e serviços prestados sujeitos a regulação “ex-ante” com influencia sobre os preços das diversas ofertas sujeitas a essa regulação, e consequentemente com impacto nas tarifas dos seus clientes, a ANAC pretende estabelecer regras transparentes no que respeita a determinação do custo de capital contribuindo assim para um ambiente previsível ao qual os agentes se podem adaptar antecipadamente e gerindo de forma mais eficaz as suas expectativas.

1.1-Enquadramento Legal e Regulamentar

O Decreto - Legislativo nº7/2005, de 28 de Novembro no seu Capítulo III, ACESSO E INTERLIGAÇÃO prevê a imposição de determinadas obrigações as empresas com poder de mercado significativo. Uma dessas imposições é a obrigação de controlo de preços e contabilização de custos. Assim, sempre que uma análise de mercado indique uma falta de concorrência efectiva com o risco dos operadores praticarem preços excessivamente elevados a ANAC pode impor a obrigação de adoptar sistemas de contabilização de custos. O regulador deverá *“ter em consideração o investimento realizado pelo operador, permitindo-lhe uma taxa razoável de rendibilidade sobre o capital investido, tendo em conta os riscos a ele associados. (artigo 71 nºs 1 e 2).*

O mesmo regime jurídico estabelece que a ARN deve *zelar para que seja garantida a acessibilidade dos preços do serviço universal, avaliar e decidir sobre os meios mais adequados para garantir a acessibilidade e fixação de preços eficientes.*

A obrigatoriedade da implementação do Sistema de Contabilidade Analítica resulta ainda da cláusula nº 19ª do Contrato de Concessão celebrado entre a CVTelecom e o Estado de Cabo Verde em 1997, que dispõe “ *A Concessionária obriga-se a implantar um sistema de contabilidade analítica (...)*”:

Por Deliberação nº 01/CA/2011, 2 de Fevereiro, BO nº 13, II Série, através do estudo de mercado foi determinado as empresas com poder de mercado significativo sendo designado a CVTelecom operador dominante nos vários mercados de telefonia fixa.

1.2 - Situação Actual

Por imposição legal do Contrato de Concessão a CVTelecom viu-se obrigada a implementar uma Contabilidade de Custos de forma a permitir a estratificação dos seus custos por serviços prestado, tornando possível a análise de rentabilidade dos seus produtos e áreas de negócios e o fornecimento de elementos que justifiquem as tarifas praticadas ou a praticar.

O modelo de Custeio aprovado pela ANAC utiliza o Método do ABC (Activity Based Cost) cuja metodologia para distribuição dos custos utilizada é o Full Distributed Cost (FDC) acrescida de uma taxa de remuneração dos investimentos realizados.

Actualmente a taxa fixada de CMPC e que se encontra em vigor é o 12.2%.

Tendo em conta que o custo de capital tem impacto directo e material nos custos dos produtos e serviços prestados sujeitos a regulação “ex-ante”, influenciando os preços das diversas ofertas sujeitas a essa regulação afectando, consequentemente, os seus clientes e uma vez que os valores dos parâmetros utilizados na altura poderão estar desactualizados face a realidade actual, (e.g taxa efectiva do imposto; taxa de custos dos capitais alheios, etc) surge a necessidade de fazer a sua revisão tendo em conta os resultados apresentados nos últimos anos pela operadora e as condições do mercado.

I - Metodologia de Cálculo do custo capital

A metodologia acordado entre a ANAC e a CVTelecom para o cálculo da taxa de custo capital é o Custo Médio Ponderado do Capital¹ (CMPC) e, para o Custo de capital próprio o Capital Asset Pricing Model (CAPM). Esta metodologia é a mais utilizada pelas entidades reguladoras e pelos gestores financeiros dado que apresenta uma base teórica mais clara e a sua implementação é simples.

A determinação dos parâmetros do custo médio ponderado de capital (WACC) normalmente apoiam-se em dados de mercados financeiros e em informações de empresas comparáveis, tendo sido definida em consonância com a teoria financeira e com as práticas regulatórias internacionais.

O mercado de capitais de Cabo Verde é recente, pouco maduro, pelo que é ilíquido e pouco diversificado levando que os investidores requerem retornos elevados e ainda pelo facto da CVTelecom não se encontrar cotada na bolsa, origina obstáculos na obtenção de dados financeiros necessários para estimar o custo de capital designadamente na inexistência de índice bolsista relativamente ao qual se possa estimar o prémio de risco do mercado e o beta.

Assim, para efeitos desta consulta, a fim de ser definido os parâmetros utilizados para a definição da nova taxa de custo de capital utilizar-se-á as seguintes informações:

1. Os dados disponíveis no mercado financeiro de Cabo Verde, bem como os dados contabilísticos da empresa nos últimos anos; e
2. As informações disponíveis no mercado internacional através de benchmarks de empresas comparáveis.

A fórmula padrão para estimar o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) é o seguinte:

$$WACC = K_e \cdot \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d \cdot \left(\frac{D}{D+E} \right) \cdot (1-t_i)$$

K_e : Custo do capital próprio;

E : Valor do capital próprio empregado;

D : Valor do capital alheio investido;

¹ WACC – Sigla inglesa para Weighted Average Cost of Capital

K_d : Custo do capital alheio;

t_i : Imposto sobre lucro

Entretanto a fórmula do Custo Médio Ponderado do Capital (WACC) acordada entre a ANAC e a CVTelecom é na variante de WACC antes de impostos (pre-tax). E essa fórmula resulta do ajustamento decorrente do imposto.

$$WACC \text{ pre-tax} = [K_e \cdot (\frac{E}{D+E}) + K_d \cdot (\frac{D}{D+E}) \cdot (1-t_i)] \times 1/(1-t_i)$$

A escolha da metodologia do WACC *pre-tax* é a mais utilizada mundialmente, pelos reguladores e tem implícita a rentabilidade do capital próprio investido conducente à remuneração bruta requerida pelo investimento. Os argumentos apresentados pela utilização da metodologia *pre-tax*, face à metodologia *post-tax*, consistem 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 do capital. Ao contrário da metodologia *post-tax*, que tende a imputar o imposto sobre o rendimento via custos comuns o que propicia o aumento desses custos, enquanto que a metodologia *pré-tax* no âmbito de contabilidade regulatório permite uma imputação que respeita de forma mais adequada o critério de causalidade.

Questão 1: Concorda com a adopção da metodologia do WACC pre-tax para determinação da taxa de custo de capital? Justifique.

1. Custo de Capital Próprio (K_e)

O custo de capital próprio consiste na remuneração exigida pelos titulares de capitais próprios, tendo em consideração os níveis de risco suportados nas respectivas aplicações. A fórmula normalmente utilizada para determinar o K_e é dado através do CAPM:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f), \text{ sendo que:}$$

R_f : Retorno de um activo livre de risco;

β : Risco não diversificável (medida do risco do activo em relação à uma carteira padrão);

$(R_m - R_f)$: Prémio de risco do mercado

Questão 2: Qual a sua opinião quanto à utilização do modelo CAPM para a determinação do custo do capital próprio?

1.1 – Taxa livre de Risco— R_f

A taxa de juro sem risco reflecte a remuneração de activos isentos de risco. As práticas financeiras e regulatórias consideram, de um modo geral as obrigações do tesouro (OT) como um indicador fiável e como um bom parâmetro para reflectir a ausência de risco.

Para análise das obrigações de tesouro de acordo com essa metodologia temos que ter em conta aspectos essenciais tais como o mercado relevante e a maturidade.

Quanto ao mercado relevante, normalmente a generalidade dos reguladores escolham o mercado doméstico visto que traduzem de forma mais fidedigna o risco específico do mercado onde a empresa opera não obstante as desvantagens em relação a um mercado como Cabo Verde, que se traduz, em pouco maturo e pouco líquido.

Também é consensual a utilização de OT com maturidade de 10 anos, cuja maturidade é considerado longa por serem as mais ajustadas a uma remuneração subjacente a um investidor estável com uma visão de longo prazo, e também que se ajusta ao ciclo médio de investimento em telecomunicações.

Assim para efeitos de definição da taxa das obrigações de tesouro a 10 anos, a ANAC utilizará o mercado de Cabo Verde e que de acordo com a publicação do Banco de Cabo Verde (BCV), a mesma se situa em 6%, e essa taxa é consensual com a apresentada pela operadora.

Prazo	Taxa Media Effect	Data Inicio	Data de Venc
10	5,0%	2005-11-30	2015-11-30
10	5,5%	2005-12-19	2015-12-18
10	5,8%	2005-12-21	2015-12-21
10	5,3%	2006-02-06	2016-02-05
10	5,7%	2006-06-27	2016-06-27
10	5,5%	2008-02-15	2018-02-12
10	5,4%	2008-12-12	2018-12-12
10	5,4%	2009-05-29	2019-05-29
10	5,9%	2010-06-04	2020-06-04
10	6,0%	2010-07-09	2020-07-06
10	6,0%	2010-12-14	2020-12-11
10	6,0%	2011-04-20	2021-04-19
10	6,0%	2011-05-31	2021-05-28

Questão 3: No caso concreto de Cabo Verde, concorda com a utilização de OT como uma boa referência de taxa de activo livre de risco? Justifique.

1.2 – Prémio de Risco de mercado ($R_m - R_f$)

O prémio de risco de mercado, corresponde à diferença entre a taxa de retorno esperada da carteira diversificada de acções (R_m) e a taxa de retorno esperada do activo livre de risco (R_f), compensando o investidor por assumir o risco.

A determinação do prémio de risco tanto em termos metodológicos, como em termos conceptuais não é uma tarefa consensual, a sua determinação é complicada visto que os seus determinantes não são directamente observáveis e 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.

A CVTelecom propõe uma taxa de 6.5%, baseado em informações de benchmarks para o cálculo do prémio de risco. A fonte utilizada pela empresa foi Bloomberg e Damodaran, entretanto as empresas seleccionadas são empresas do sector de telefonia móvel com presença em Africa (Millicom, Vodacom, MTN e Safaricom). Uma vez que os dados dizem respeito a empresas móveis, a ANAC entende que não pode se utilizado o prémio de risco proposto pela empresa uma vez que o mercado móvel e fixo são dois mercados diferentes, não só pela tecnologia utilizada bem como se trata de riscos diferentes.

Assim, sendo que o risco de mercado é uma variável extremamente volátil, e dado a pouca informação do mercado cabo-verdiano, para determinação do mesmo a ANAC recorreu ao prémio de mercado definido por Damodaran que tem a mesma classificação de risco de país que Cabo Verde, B +. O valor de prémio de risco definido por Damodaran tendo em conta o índice de mercado S&P 500 calculado durante o período de 1927 – 2009 foi de 6%.

Pelo que é entendimento da ANAC utilizar esse prémio de mercado de 6% em detrimento do proposto pela operadora CVTelecom de 6.5%, pelas razões evidenciadas.

Países	Moody*	Standard & Poor*	Fitch*	Adj. Default
	Rating			
Albania	B1	B+	B+	400
Angola	B1	B+	B+	400
Belarus	B1	B+	B+	400
Bolivia	B1	B+	B+	400
Dominican Republic	B1	B+	B+	400
Fiji Islands	B1	B+	B+	400
Lebanon	B1	B+	B+	400
Mongolia	B1	B+	B+	400
Papua New Guinea	B1	B+	B+	400
Paraguay	B1	B+	B+	400
Sri Lanka	B1	B+	B+	400
St. Vincent & the Grenadines	B1	B+	B+	400

Quadro 2: Terminologia utilizada para classificação do rating pelas diferentes Agências de Rating.

Fonte: Damodaran²(2010)

Questão 4: Concorda com a metodologia seguida pela ANAC para estimar o prémio de mercado de Cabo Verde a aplicar no cálculo do CAPM? Justifique.

1.3 – Beta (β)

O beta mede a volatilidade histórica dos retornos de uma acção individual relativamente a um índice do mercado bolsista. Um beta superior a 1 indica maior volatilidade (movimentos de preço) do que o mercado, enquanto o contrário significa uma menor volatilidade relativamente ao mercado.

O produto deste componente pelo prémio de risco de mercado [$\beta \times (R_m - R_f)$] compensa o investidor pelo risco assumido. A que referir que os investidores são compensados quando assumem risco sistemático (não diversificável), e não são compensados por assumir risco não sistemático (diversificável). Isto é, o risco sistemático é o risco geral do mercado e está relacionado com factores macroeconómicos que afectam de forma distinta todas as empresas e projectos (e.g, políticos, crescimento económicos, inflação e alterações nas taxa de juros, etc) e que possam alterar o comportamento dos investidores. Enquanto que o risco não sistemático resulta de características específicas da empresa e que afectam a sua posição competitiva na indústria que opera.

Em regra, quando a empresa não se encontra cotada na bolsa, como é o caso da CVTelecom, o valor do β é calculado recorrendo a benchmarks de empresas com actividades similares ou com base em

² Damodaran, Aswath, "Equity Risk Premiums" www.damodaran.com

precedentes regulatórios. Entretanto a escolha de benchmarks torna-se difícil uma vez que empresas com características idênticas a CVTelecom normalmente não publicam informações sobre o β , pelo que houve necessidade de recorrer a outras práticas geralmente aceites.

Assim, nessa base e tendo em conta que a CVTelecom não se encontra cotada na bolsa de valores de Cabo Verde e uma vez que o baixo volume de informações acerca da oscilação das acções e do mercado bolsista de Cabo Verde, a ANAC utilizou para o efeito benchmarks internacionais, recorrendo a β associadas a empresas que operam em vários mercados geográficos incluindo a PT SGPS accionista de referência da CVTelecom.

Operadora	Beta
Telefonica	0,97
France Telecom	0,75
PT SGPS	0,73
China Telecom	0,94
Telecom Italia	0,93
Média	0,864

Quadro 3 – Benchmark retirado do Yahoo Finance!

A ANAC ainda recorreu ao cálculo do β utilizado por Damodaran que estimou em Janeiro de 2010 um Beta desalavancado (unleveraged) de 0,78 para o sector das telecomunicações. Para chegar ao Beta desalavancado a aplicar à CVTelecom, a ANAC utilizou a média dos betas (0,864) das empresas que operam no mesmo mercado geográfico que o accionista de referência da CVTelecom e o Beta de Damodaran (0,78), chegando assim, a uma média desalavancado de 0,82, conforme evidencia a tabela abaixo.

Média Empresas	0,864
Damodaran	0,78
β Desalavancado	0,82

Quadro 4 – Cálculo ANAC β aplicar a CVTelecom

Por outro lado, sendo a liberalização do mercado de comunicações electrónicas bastante recente, a CVTelecom mantém uma posição de operadora dominante, o que implica um risco bastante moderado no negócio e por conseguinte é razoável admitir um beta inferior a 1 para o mercado caboverdiano, uma vez que Cabo Verde é um país estável a nível económico e político e também a empresa ainda se encontra em regime de monopólio.

O Beta desalavancado proposto pela ANAC coincide com o Beta apresentado pela CVTelecom na sua proposta, apesar de serem utilizados métodos diferentes.

O Beta desalavancado representa apenas o beta do activo sem a estrutura de capital, assim a necessidade de alavancar (leveraged) o mesmo com a estrutura de capital definida como óptima.

Questão 5: Concorda com a metodologia utilizada para fixação do Beta? Justifique.

1.4 – Gearing ($\frac{D}{D+E}$)

O Gearing representa a estrutura financeira da empresa, sendo determinado pelo peso dos capitais alheios no total dos capitais investidos (Alheios e Capital Próprio).

Esta estrutura financeira da empresa tem sido muito importante para determinação da taxa do custo de capital, isto porque, deve haver uma relação óptima entre capitais alheios e capitais próprios de forma a otimizar esta taxa, e a essa relação óptima chama-se estrutura de capital óptima, porque normalmente a estrutura financeira da empresa está muito dependente das decisões de gestão da empresa que não recorrem a endividamento.

O Gearing é calculado através do quociente entre os capitais alheios, que são as dívidas de médio e longo prazo, e os capitais investidos que é composto pelo somatório dos capitais alheios e capitais próprios, isto é ($\frac{D}{D+E}$).

Podem ser utilizadas as seguintes metodologias para determinar o Gearing, tais como:

- Gearing real – reflete o gearing corrente da empresa;
- Target gearing – é o nível que a empresa pretende alcançar a longo prazo;
- Gearing óptimo – é o gearing que maximiza o custo capital da empresa;
- Procedentes Regulatórios – nível de gearing que tem vindo sendo utilizado no passado pelos reguladores.

	2007	2008	2009	2010
D-Valor do Endividamento Financeiro	197.811,00	58.456,00	0,00	1373835
E-Valor do Capital Próprio empregue	5.912.354,00	6.644.773,00	9.522.735,00	7.933.339,00
V(D+E)	6.110.165,00	6.703.229,00	9.522.735,00	9.307.174,00
D/V	3%	1%	0%	15%
E/V	97%	99%	100%	85%

Quadro 5 – Estrutura Gearing dos últimos anos, dados retirados dos Relatórios e Contas da CVTelecom

Assim, de acordo ao quadro 5 podemos verificar que o gearing da CVTelecom apresenta flutuações significativas, essencialmente porque a empresa não detem empréstimos de médio e longo prazo numa base contastante, sendo que o seu capital alheio diz respeito apenas a dívidas de funcionamento (fornecedores, Outros credores, etc) conforme os Relatórios e Contas apresentados pela operadora ao longo dos últimos anos, o que não é muito adequado para determinação do gearing.

De 2007 a 2009, mostra que a CVTelecom tem financiado os seus investimentos através de capital próprio e mesmo em 2010 a estrutura de capital da empresa ainda continua a ter predominancia do financiamento através de capital próprio, assim, a ANAC considera necessária a adopção de uma metodologia alternativa que seja imune a variações decorrentes das estratégias de gestão financeira da empresa.

Assim, como tem sido utilizado a nível internacional a ANAC propõe a utilização do gearing óptimo, isto é, a estrutura do capital alheio e capital próprio adequado para determinação da taxa do custo de capital, isto porque, se foram utilizados apenas capital próprio para financiar os investimentos os accionistas esperam uma remuneração muito mais elevada e também com excesso de endividamento também os accionistas esperam o retorno muito elevado. Por isso a necessidade de chegar ao gearing óptimo a ser utilizado uma vez que tem como vantagem a eliminação a volatilidade do gearing face às políticas de financiamento seguidas pelas empresas, promovendo dessa forma a eficiência e a transparência e para além da vantagem que o recuro a endividamente beneficia a empresa em termos fiscais.

A ANAC para fixar o Gearing óptimo a utilizar na determinação do custo de capital recorreu também o benckmark da ANACOM (documento público “*Decisão sobre a definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, SA, aplicável ao triénio 2009-2011*”³) utilizado na determinação da Gearing do accionista de referência e que apresentam as mesmas politicas de financiamento da CVTelecom (vide quadro 6).

EMPRESA	GEARING MÉDIO 5 ANOS
Belgacom	30,05%
BT GROUP	63,08%
DEUTSCHE TELECOM	39,43%
ELISA OYJ	30,53%
FRANCE TELECOM	46,76%

³. www.anacom.pt

HELLENIC TELECOMMUNICATIONS	46,71%
KONINKLIJE KPN NV	57,03%
MAGYAR TELECOM	26,15%
SWISSCOM	43,50%
TELECOM AUSTRIA	43,91%
TELECOM ITALIA	54,55%
TELEFONICA	56,14%
TELENOR ASA	31,02%
TELIASONERA AB	17,39%
PT SGPS	53,39%
MÉDIA	42,64%

Quadro 6 Gearing dos últimos 5 anos empresas telecomunicações

Fonte – www.anacom.pt⁴

Mas para além do benchmark das empresas comparáveis do accionista de referência da CVTelecom a ANAC, a fim de chegar um Gearing óptimo e um intervalo relativamente amplo, ainda teve em conta o Gearing resultante de precedentes regulatórios (Documento público sobre a Decisão de definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT, aplicável ao triénio 2009 -2011), no valor de 29.77% e do Gearing definido utilizado pelo Damodaran para as empresas do sector de telecomunicações no valor 47.03%.

Empresas comparáveis --	42.64%
Procedentes Regulatórios –	29.77%
Damodaran ---	47.03%
Média	39.81%

Quadro 7 – Gearing a aplicar a CVTelecom

Fonte: Cálculo ANAC

Assim, o Gearing óptimo a utilizar pela ANAC é o valor dado pela média de 39,81% (vide quadro 7).

Questão 6: Concorda com a escolha do Gearing óptimo para estimar o custo de capital, ou deveria ser utilizado outra metodologia para determinação desse parâmetro?

⁴ “Decisão sobre a definição da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PT Comunicações, SA, aplicável ao triénio 2009-201 – <http://www.anacom.pt/text/taglist.jsp?contentId=285545&tagId=624903>

2 - Custo dos Capitais alheios (K_d)

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

Apesar de a empresa não recorrer muito a banca para financiar os seus investimentos, a mesma tem conseguido taxas que variam entre 4,47% (em 2006 a 2009) e 3,36% referente ao empréstimo contratado em 2010 com maturidade até 2012 (vide relatório e contas da CVTelecom de 2010).

A ANAC reitera que na altura da privatização, um dos grandes objectivos em ter um parceiro estratégico e no caso, a Portugal Telecom era com o mesmo conseguir financiamento a nível internacional com taxas inferiores aos praticado em Cabo Verde, a fim de poder libertar o estado de Cabo Verde do endividamento bancário nacional e também libertar a banca nacional.

A CVTelecom ao longo dos anos de acordo os seus resultados, apresenta-se como sendo uma empresa rentável e com baixo risco de acordo com os dados apresentado e por isso com um bom poder negocial junto da Banca, pelo que tem conseguido spreads negativos na constituição de empréstimos, fazendo valer da sua estrutura financeira e também da aplicação de fundos feitas.

Neste âmbito a ANAC acha razoável estimar um K_d a utilizar na determinação do custo de capital da CVTelecom através da média entre o último empréstimo em vigor da CVTelecom a taxa de 3,36% e a taxa de referência do Banco de Cabo Verde para o redesconto de 9,75% com a última actualização no dia 16 de Janeiro de 2012. Assim a ANAC determina que a taxa do K_d a aplicar a CVTelecom é de 6,56%.

Questão 7: Considera razoável a metodologia utilizada para determinar o K_d , ou deveria ser utilizado o custo real do endividamento da empresa?

3- Taxa de imposto (t_i)

Para estimar a taxa de imposto a utilizar para determinação do custo de capital, podem-se correr as seguintes metodologias:

- Taxa efectiva que normalmente é retirada dos relatórios e contas da empresa, e é obtido através do quociente entre o imposto sobre o rendimento e o resultado antes de imposto; ou
- Taxa nominal – definida pelo estado.

A taxa efectiva pode-se apresentar como sendo muito volátil de ano para ano, visto que se encontra dependente dos ajustamentos efectuados em cada exercício. A taxa nominal é menos complexa, concedendo maior previsibilidade regulatória.

Assim a ANAC a fim de evitar a volatilidade da taxa efectiva, utilizará a taxa nominal definida pelo Orçamento de Estado de 2009, que fixou a taxa de 25% para as empresas sujeitas ao método de verificação.

Questão 8: Concorda com a utilização da taxa nominal do imposto escolhido pela ANAC para determinação do custo de capital?

4- Base de Incidência da Taxa de Custo do Capital

O custo de capital é apurado pelo produto da taxa do WACC pela base de remuneração, assumindo esta última particular relevância porque deve reflectir o investimento do operador na sua actividade operacional.

O nº 2 do artigo 71º do Decreto Legislativo prevê que a Autoridade Reguladora Nacional (ARN) ao impor obrigações de adopção de um sistema de contabilidade analítica deve: a) ter em consideração o investimento realizado pelo operador, permitindo-lhe uma taxa razoável de rendibilidade sobre o capital investido, tendo em conta os riscos a ele associados (...)."

Assim, para determinação do custo unitário dos produtos, a empresa utiliza a metodologia dos custos totalmente distribuídos (FDC), alocados através do método ABC- Activity Based Costing mais uma remuneração do capital empregue, dado pelo seguinte:

Custo Produtos Serviços = Custos Históricos + Remuneração de capital empregue

Entende-se o capital investido como o investimento realizado pela empresa, representando o activo não corrente. É do entendimento da ANAC que a taxa de custo de capital deve incidir apenas sobre os Activos fixos tangíveis e Intangíveis, uma vez que fazem parte da actividade operacional da empresa e por isso os accionistas devem ser remunerados.

Assim, a base de incidência da taxa de custo de capital para determinar a remuneração do capital é obtido através da média dos activos líquidos no início e no fim do ano, isto é:

$$\text{Remuneração de capital} = (\text{Activo Líquido no início do ano} + \text{Activo líquido no fim do ano})/2 \times \text{WACC}.$$

5 - Definição da taxa de custo de Capital

A ANAC entende que a adopção prévia de uma metodologia clara e consequentemente a definição a priori da taxa de custo de capital a aplicar ao triénio de 2011 a 2013, promove uma maior previsibilidade regulatória e permitindo aos agentes poder adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expectativas. Face ao exposto ao longo do documento, a ANAC se julga adequado a adopção de um valor fixo para a taxa de custo de capital para o triénio de 2011 – 2013 (vide quadro 8).

Inputs	Parâmetros	Tx
	a) Rf - Obrigações do Tesouro (10 anos)	6%
	b) Prémio de Risco mercado (Rm-Rf)	6%
	c) Beta Alavancado	0,82
	d) Gearing	39,81%
	e) Custo capital Alheio após imposto	6,56%
	f) Taxa de Imposto	25%
Cálculo	1) Custo Capital Próprio (Ke)	11,57%
	2) Custo Capital Alheio (Kd)	4,91%
	CMPC (WACC) post tax	8,43%
WACC	CMPC (WACC) pre tax	11%

Quadro 8: Cálculo ANAC

Assim, a ANAC define a taxa de custo de capital de 11% a aplicar ao triénio de 2011 a 2013, configurando uma diminuição de 1,2% face a anteriormente definida de 12.2%.

A ANAC ainda, reforça que a taxa a aplicar a operadora CVTelecom tem em conta o risco do negócio do operador e que vai de encontro a outras taxas de CMPC (WACC) aplicado a outros operadores noutros sectores do mercado cabo-verdiano e que essa taxa ainda se encontra acima do praticado por outras entidades reguladoras do país a fim de garantir a rentabilidade da operadora.

A ANAC salvaguarda que, caso no período considerado ocorrer alguma situação extraordinária que dependem de condicionantes macroeconómicos do país, logo externos a empresa e com impacto significativo na determinação dos parâmetros agora definidos poderão ser objecto de revisão. Esta revisão, pode ser despoletada por iniciativa da ANAC ou da CVTelecom desde que devidamente justifica.

Questão 9: Concorda com a taxa do WACC a aplicar a CVTelecom referente ao triénio de 2011 a 2012? Justifique.