

**COMISSÃO PARLAMENTAR DE INQUÉRITO AO PAGAMENTO
DE RENDAS EXCESSIVAS AOS PRODUTORES DE
ELETRICIDADE**

[Resolução da Assembleia da República n.º 126/2018, de 17 de maio]

Reunião n.º 12

25 de julho de 2018

(15,11h – 17,38h)

Ordem do dia: Audição do Prof. João Duque (Professor Catedrático e Presidente do Instituto Superior de Economia e Gestão, ISEG).

Presidente da Comissão: Maria das Mercês Borges

Deputados:

Hugo Costa (PS)

Jorge Costa (BE)

Hélder Amaral (CDS-PP)

Bruno Dias (PCP)

Helga Correia (PSD)

António Topa (PSD)

A Sr.^a **Presidente**: — Boa tarde a todos, vamos dar início à nossa reunião de hoje.

Eram 15 horas e 11 minutos.

Cumprimento todos os presentes, em especial o Sr. Prof. João Duque e o Sr. Prof. Pedro Verga Matos, a quem agradeço a disponibilidade acrescida — independentemente da ausência da Sr.^a Prof.^a Clara Raposo, por impedimentos mais do que justificados — para estarem hoje connosco nesta Comissão Parlamentar de Inquérito ao Pagamento de Rendias Excessivas aos Produtores de Eletricidade.

Trata-se de uma Comissão de Inquérito que tem o seu objeto muito bem definido, que se encontra publicado e que foi, devidamente e em tempo, enviado aos Srs. Professores. O objeto desta Comissão é identificar, ao longo de um período que vai de 2004 a 2018, se foram feitos ou não pagamentos excessivos aos produtores de eletricidade.

Este, em muito breve síntese — é mais amplo o objeto —, é o grande objetivo da Comissão de Inquérito e, nesse sentido, têm decorrido várias audições/inquirições numa primeira fase, na qual nos encontramos, a especialistas, a estudiosos, a investigadores, a pessoas que participaram também nas decisões, nomeadamente ex e atual presidentes da ERSE (Entidade Reguladora dos Serviços Energéticos), que passaram já por esta Comissão.

Concluimos hoje a primeira fase dos trabalhos da Comissão, sendo esta a última audição de especialistas que trazem aqui o seu ponto de vista, a sua posição relativamente a esta matéria. Nessa perspetiva, a Comissão deliberou, por unanimidade, ouvir o Sr. Prof. João Duque, a quem mais uma vez agradeço a presença, bem como ao Sr. Prof. Pedro Verga Matos.

Os nossos trabalhos irão decorrer da seguinte forma: primeiro, os depoentes poderão fazer uma intervenção inicial que pode durar até 15 minutos. Se desejarem podem colocar só os pontos de vista que entenderem.

Segue-se a fase de perguntas dos grupos parlamentares às quais os Srs. Professores irão respondendo. Os Srs. Deputados disporão de 8 minutos para formular perguntas, sendo que as respostas dos Srs. Professores não terão limite de tempo e serão dadas à medida que as questões forem apresentadas.

Na segunda ronda, cada grupo parlamentar disporá de 5 minutos para colocar as questões e os Srs. Professores responderão, por gentileza, no final.

Na terceira e última ronda, o tempo atribuído a cada grupo parlamentar é de 3 minutos, sendo acrescentados 2 minutos se algum dos Srs. Deputados o requerer, respondendo os Srs. Professores também no final.

Portanto, na segunda e na terceira rondas as vossas respostas serão dadas no fim de todas as questões colocadas, com a soma dos tempos que os Srs. Deputados usarem.

Neste sentido, vamos dar início a esta audição/inquirição. Tem a palavra, para a intervenção inicial, o Sr. Prof. João Duque.

O Sr. Prof. **João Duque** (Professor Catedrático e Presidente do Instituto Superior de Economia e Gestão, ISEG): — Muito boa tarde. Em primeiro lugar, queria agradecer o honroso convite para estar convosco a discutir esta matéria.

Devo dizer-vos que desde que fui convocado pensei que fosse para falar sobre uma área onde fiz algumas contas e um trabalho de alguma profundidade, pois é uma área em que penso que posso ter algum valor acrescentado na informação a esta Comissão.

Fora isso, restringia um pouco a intervenção a este trabalho, porque sinto que ao pé das pessoas que estudam a economia da energia posso ter

uma opinião, posso ter uma opinião política, mas acho que não é relevante para o caso.

Queria apenas dizer-vos que a área onde me sinto habilitado para vos poder dar algum *apport* qualificado é na área do trabalho que fiz. Fui coordenador do grupo de trabalho. Os outros meus colegas, a Prof.^a Clara Raposo e o Prof. Pedro Verga Matos, dedicaram-se um bocado mais, digamos, a meter a mão na massa. De qualquer das formas, sinto-me à vontade para vos esclarecer naquilo que forem as vossas questões.

Penso que tiveram acesso e leram o documento. Fui informado agora de que esse documento foi considerado confidencial.

Quando fizemos o trabalho, entregámo-lo a quem nos pediu, e ainda agora a impressão que tenho diz «Confidencial» e entregámo-lo assim. Foi isso que nos pediram.

Não me sinto proprietário do direito de autor porque senti que transmiti, mas aprendi algumas coisas. É um facto. Não sei quais os limites no uso da informação que passei ao abrigo deste trabalho.

Sinto-me um bocadinho embaraçado, mas os Srs. Deputados seguramente terão muitíssimo mais experiência do que eu nestas matérias. Acabei de ser informado da confidencialidade e fiquei um bocadinho embaraçado, porque não quero incumprir com uma norma que pode ser regulamentar, não sei, nem quero incumprir com uma questão jurídica, porque sei que há um processo que está a decorrer em tribunal e que pode classificar e vedar a discussão pública de determinados conteúdos. Não faço ideia!

Srs. Deputados, confio em vós, porque não faço a mínima ideia e não trouxe advogado, porque o Pedro também não é advogado.

Risos.

Não faço a mínima ideia!

Dito isto, confio na vossa forma de ir recolhendo alguma informação que possa ser relevante.

A Sr.^a **Presidente**: — Passo a palavra ao Sr. Deputado Hugo Costa, do Grupo Parlamentar do Partido Socialista. Queira ter a gentileza, Sr. Deputado.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr.^a Presidente, em nome do Grupo Parlamentar do Partido Socialista, quero cumprimentar o Prof. João Duque e o Prof. Pedro Verga Matos e dizer que é com muito gosto que recebemos os vossos contributos.

O Sr. Prof. João Duque foi coordenador de um estudo que aqui já foi referido, em que se efetuava uma análise financeira aos CMEC (Custos de Manutenção do Equilíbrio Contratual) e à questão das concessões hidroelétricas.

Esse estudo foi realizado, tanto quanto conhecemos, a pedido da EDP. A primeira pergunta que lhe coloco é: em que contexto esse estudo foi realizado? É normal o ISEG (Instituto Superior de Economia e Gestão), enquanto instituição de ensino superior reconhecida, fazer estudos para a EDP? Já fizeram outros trabalhos para a EDP?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Quanto à EDP, a resposta é não, tal como o ISEG fazer e participar em estudos para a EDP... Não sei, quer dizer, não faço ideia se outros colegas já fizeram estudos para a EDP.

Quando fazemos estudos, tipicamente, o que acontece é que os fazemos diretamente sob o «chapéu» e o nome do ISEG ou sediados num centro de investigação, como foi o caso.

Aliás, temos um *disclaimer* logo na primeira página que diz que as opiniões expressas não comprometem a instituição em causa. Há uma total liberdade e independência na elaboração destes estudos de prestação de serviços à comunidade.

Não sei se o ISEG ou colegas meus do ISEG participaram noutros trabalhos. Eu não li, portanto, não sei. Que seja do meu conhecimento, não, mas pode ter havido.

A Sr.^a **Presidente**: — Faça favor, Sr. Deputado.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, repito a pergunta: em que contexto é que foi pedido este estudo?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Desculpe, Sr. Deputado. Um dia o Dr. António Mexia ou o Dr. Manso Neto, já não me recordo exatamente qual deles, ligou-me a perguntar se uma equipa do ISEG podia fazer um trabalho de avaliação financeira, digamos assim, às condições ou à forma como foram renegociados os contratos CMEC por substituição dos CAE (Contratos de Aquisição de Energia).

Disse-lhe que podia ver se havia um grupo de colegas que o quisessem fazer. Como esta avaliação é basicamente uma questão de natureza financeira e sendo eu professor de Finanças, disse que não me importaria de participar no grupo de trabalho nessa medida. Assim, falei com dois colegas de Finanças, da área científica, que estavam disponíveis e que acharam a ideia interessante.

Tendo em conta que eu e as pessoas em causa, do grupo, até do ponto de vista da aproximação política, somos diversos, achei que era muito interessante, porque, assim, a questão reduzia-se meramente à técnica.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, reconhecendo a capacidade técnica e o currículo muito qualificado dos três professores, gostaria de perguntar se tem ideia se a EDP pediu isto tudo para justificar alguma medida política, alguma matéria, alguma decisão. Não faz ideia?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não faço ideia, mas penso que provavelmente seria para defender a sua posição. Não sei.

À partida, não faço ideia qual é o resultado do estudo, portanto, não sei se é benéfico, se é prejudicial. Aceitei fazer o trabalho para ver o que é que dava, mas não faço ideia.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Indo diretamente para as conclusões do estudo, diz-se aí que existiam evidências de que a passagem dos CAE para os CMEC, em 2007, não tiveram resultados benéficos para a EDP, muito pelo contrário.

Mas o regulador, designadamente, o Sr. Prof. Vítor Santos, a Dr.^a Cristina Portugal e o Eng.º Jorge Vasconcelos, disseram o contrário nesta Casa, nomeadamente que a EDP ganhou cerca de 510 milhões de euros a mais pelos CMEC entre 2007 e 2017.

Como é que o Sr. Prof. João Duque justifica e explica esta diferença de valores e de abordagens?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não assisti às sessões e não vi os documentos que as pessoas usaram para genuinamente, com certeza e de boa-fé, transmitirem essas informações.

Aquilo que fizemos foi, usando os critérios que tecnicamente achámos não só razoáveis como adequados, fazer ou refazer as contas face aos planos de *cashflows* previstos.

Chegámos à conclusão de que havia, aparentemente, uma diferença e que se a diferença até fosse calculada de acordo com esses parâmetros que achámos tecnicamente adequados, até era ligeiramente prejudicial à EDP na passagem dos CAE para os CMEC.

Posso defender os meus números, não posso defender os números dos outros, nem sequer posso criticar números de pessoas que aqui estiveram e que terão feito outras afirmações, terão chegado a outros números, porque não conheço os pressupostos deles. Logo, não posso comparar o que desconheço, desculpe.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Então, conclui, claramente, pelo seu estudo, que não existiram rendas excessivas na EDP no processo dos CMEC?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Vamos lá ver: a palavra «excessivo» não consta nunca do trabalho que fizemos.

Já de outra vez tive a oportunidade de trabalhar num estudo que, aliás, não referi há bocadinho, sobre a localização do novo aeroporto — lembro-me bem, porque o Pedro também fez parte desse estudo — e começámos por sublinhar que dizer que uma alternativa é melhor do que a outra não quer dizer que alguma delas seja boa.

Portanto, a questão que me colocaram não foi essa, nem quero fazer um juízo sobre essa questão. O que estava em causa, num determinado tipo de ativo que é um direito que uma empresa tem e que foi negociado com outra empresa, era saber se ao mudar o regime contratual, esta passagem é justa, usando a palavra portuguesa para *fair*. O que estava em causa era saber se financeiramente era equivalente.

Mesmo que fosse exatamente igual ao centavo, ou mesmo que até nem fosse, não quer dizer que seja excessivo ou deixasse de ser. A partir do

trabalho, não posso dizer que é excessivo ou que deixa de ser, porque não foi isso que fizemos.

O que estou a comparar é uma cedência de uma composição contratual para passagem para outra composição contratual. E esta passagem é a que se avalia aqui, mas isto não me permite, a mim, dizer se é excessivo ou se não é excessivo.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, em relação ao estudo, também lhe pergunto se faz alguma ideia por que razão ele agora está como confidencial.

Mas, seguindo para outra questão relacionada com o estudo, tanto quando me recordo, existe a expressão «excessivo» em diversos pontos das respetivas conclusões.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Repare, a palavra «excessivo» não significa que a renda seja excessiva, mas que o valor encontrado é excessivo.

Quando se fala nas rendas excessivas em abstrato, há uma nota que posso fazer que decorre da apreciação que fazemos de todo este processo, porque é um processo que leva não só a uma alteração contratual de direitos da EDP como também à sua natureza enquanto empresa. Era uma empresa detida pelo Estado, que congregava e detinha a rede, a produção e a distribuição — detém tudo! — e ao que assistimos, neste período, foi a uma alteração muito significativa em que, primeiro, se partiu a EDP na estrutura, ou seja, entre a distribuição e a produção, em que ambas as empresas eram do Estado e depois se privatizaram. Além disso, a EDP, como empresa já separada/segregada da REN, tinha uma posição de ativo, de direito — que tinha sido negociada para manter a sua produção —, que em determinada altura foi renegociada.

Quando se usa a palavra excessivo, isso está ligado com a questão do processo das privatizações.

Quando vou vender um ativo que tem associado um determinado tipo de direitos, com certeza que vou fazer refletir isso no prospeto. Por acaso, ao reler o trabalho, perguntei, e deixo-vos a pergunta que não é para ser eu a responder, porque acho que vale a pena consultar os prospetos das fases da privatização da EDP para ver se, por acaso, estarão lá as referências ao CAE e aos CMEC, que têm de estar, quase de certeza absoluta.

O que é que isto quer dizer? Num processo de privatização, se eu alienar um ativo, mesmo que tenha rendas que são excessivas, vou encaixar o valor atual dessas rendas excessivas. Portanto, nesse sentido, o Estado não é prejudicado, antecipa até o valor atual líquido desses recebimentos futuros excessivos. Por aí é que, se se fala em renda excessiva, atenção, mesmo que se tratem de rendas excessivas, coisa que nós não apurámos, só chamámos à atenção para a alteração muito significativa no enquadramento do processo de privatizações.

Fui à primeira fase do processo de privatizações como pequeno acionista. Posso dizer-vos que, na altura, não estava minimamente sensível à questão se estava nos CAE ou se não estava. E porquê? Porque ia como investidor individual. Se fosse um investidor institucional, teria lido o prospeto com muita atenção, do ponto de vista técnico, porque não estaria a comprar 170 ações da EDP sujeitas a *retail* mas milhões de euros e, portanto, não admito que, nesse caso, não tivesse feito esse trabalho.

Isto para chamar a atenção para o seguinte: se as rendas que se possam considerar excessivas foram encaixadas nos processos de venda de privatização, o Estado recebeu-as.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Posso concluir, então, pela sua resposta, que no processo de privatização estavam incluídos — e usar esta expressão,

para um professor de Finanças, parece-me correto — os *cashflows* dos valores dos CMEC?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Vamos lá ver: há várias fases das privatizações. Houve, primeiro, fases das privatizações em que não havia CMEC, mas havia CAE.

Quando vou comprar um andar que tem um inquilino pergunto qual é a renda que o inquilino paga. É fundamental! E pergunto que idade tem o inquilino, todos nós sabemos porquê, não vale a pena estar aqui a explicar. Se for um contrato sem limite de tempo, estou limitado por lei em relação a uma série de coisas, em manter aquela renda *ad aeternum*! Portanto, para mim, é fundamental saber qual é o rendimento que aquele ativo gera para poder fazer uma apreciação do valor.

Por isso, digo que se encontrarem rendas excessivas — coisa que, repito, não estudei — nos processos de privatizações, na presença de CAE ou na presença de CMEC, também é verdade que o encaixe feito pelo vendedor Estado, com certeza, foi superior àquele que seria se tivesse uma renda inferior ou livre. Se fosse uma renda livre, ou uma receita livre, a taxa de desconto que eu, como comprador, iria utilizar para penalizar *cashflows* incertos seria maior e, portanto, o valor atual seria menor.

Se houve rendas excessivas, quer em CAE quer em CMEC, o Estado, em princípio, se vendeu adequadamente, incluiu e encaixou essas receitas logo à partida.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Nesta Comissão de Inquérito, Sr. Professor, sobre os processos de privatização e sobre os próprios processos dos CAE e dos CMEC, já ouvimos um conjunto de apreciações e algumas metáforas, algumas das quais posso não achar que sejam as mais felizes, desde «engordar a noiva» ...

Risos.

... «engordar a noiva», não, «engordar o porco» ou «embelezar a noiva» ...

O Sr. Prof. **João Duque**: — Depois, ninguém casava com ela! Uma noiva gorda!

Risos.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Em 2012, existiu o objetivo de «engordar» a própria EDP, para tornar mais apetecível, digamos assim, o seu processo de privatização?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Bem, não sei. Não faço ideia.

Repare, do meu ponto de vista, feitas as contas, com toda a liberdade que tivemos e no melhor do nosso conhecimento técnico, fundamentados naquilo que é a teoria financeira, dois *cashflows* idênticos com níveis de risco diferentes têm de ser descontados a taxas de custo de oportunidade de capital diferentes. Ponto!

Do ponto de vista técnico, é um erro — é um erro! — descontarem-se dois fluxos de caixa com riscos diferentes à mesma taxa. Portanto, recuando e voltando ao melhor conhecimento e às melhores capacidades que as pessoas têm, em dada na altura, e que não ponho em causa — aliás, parece-me que ninguém punha em causa —, para fazer previsão de *cashflows* e à sua capacidade para antever qual é a taxa de desconto apropriada para fazer esse desconto de *cashflows*, tendo em conta os níveis de risco, temos de reconhecer duas taxas de atualização diferentes.

Feitas as contas, chegámos à conclusão de que a passagem de CAE para CMEC não é favorável à EDP. Não é favorável! Aliás, eu diria que até lhe é ligeiramente desfavorável. Curiosamente, até já o era, porque as condições negociadas pela EDP, quando comparadas com a Tejo Energia ou com a Turbogás, são inferiores. Quer dizer, a EDP começa abaixo das empresas privadas, mas depois, na passagem, a nosso ver e usando aqueles que nos parecem ser os instrumentos adequados, não há aqui um benefício, neste aspeto. Portanto, não foi por aqui que «embelezaram a noiva» ou que «engordaram a porca», acho eu!

A Sr.^a **Presidente**: — Faça favor de prosseguir, Sr. Deputado.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — O Sr. Professor falou dos CAE e aproveitou para fazer uma pequena pergunta sobre isso. A remuneração dos CAE em vigor — da Turbogás, da Tejo Energia —, que vem dos tempos do último governo de Cavaco Silva, está na casa dos 10%...

O Sr. Prof. **João Duque**: — A real!

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — A real está nos 10%, enquanto, em relação à dos CMEC, fala-se na casa dos 8,5% como sendo a remuneração real.

Ou seja, do ponto de vista financeiro, é isso que justifica o facto de as empresas que estão nesses CAE iniciais, feitos pelo Eng.^o Mira Amaral e pelo Prof. Cavaco Silva, não se terem alterado para CMEC?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Usando o meu melhor conhecimento e aproximação económica e financeira, os agentes racionais tentam maximizar o seu lucro. Portanto, como é óbvio, se a pessoa está bem por que é que vai

mudar para uma coisa pior? De melhor e conhecido vou para pior e incerto? Isto é uma situação em que a decisão é fácil de tomar.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, considera, então, que a EDP transitou dos CAE para o CMEC porque a empresa era pública?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não faço ideia! Diria que... não sei, não sei, não sei. Não faço a mínima ideia! Não posso responder, pois estaria a especular.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Em qualquer aula do 1.º ano de Economia se aprende que o objetivo é a maximização do lucro. Sendo esse o objetivo das empresas, tendo transitado para uma situação pior, segundo disse o Sr. Professor, certamente foi por algum motivo.

Transitou para uma situação pior, correto?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Volto a dizer: se usar a técnica adequada, até vejo que a EDP foi relativamente penalizada na passagem. Mas isso é uma conta estritamente financeira. Há mais vida — e esta é uma frase conhecida nesta Casa — para além do défice, há mais vida para além do lucro contabilístico ou financeiro e nós sabemos que as administrações têm alguma liberdade e sabem que há várias mãos para fazer negócio.

Uma empresa como a EDP está num negócio muito global e, simultaneamente, também estaria a negociar a extensão das concessões das hídricas... Portanto, não sei, porque não tenho capacidade para o discutir, por que é que a EDP assumiu ou aceitou esta alteração que até lhe era ligeiramente desfavorável, mas essa tem de ser uma questão colocada à administração.

Na altura, se eu fosse acionista e tivesse feito estas contas, se calhar, teria perguntado o seguinte na assembleia geral: como é que vocês justificam isto? No fundo, se há aqui alguém que é lesado nesta passagem, em termos financeiros, aparentemente esse alguém é o acionista, porque há um direito que, de repente, tem de ser subtraído no balanço. Ou, por outra, a meu ver, as contas seriam ligeiramente superiores, mas não foram e, portanto, a pergunta a fazer à administração na altura é a seguinte: por que é que negociou isto, nestas condições? Porquê?

Mas eu não sou administrador, não fui, nem tenho nada a ver com a EDP.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Existindo uma remuneração real — nos CAE, na casa dos 10%, e nos CMEC, na casa dos 8,5% — que ganhos financeiros é que existiam nos CMEC que possam compensar essa diferença?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr. Deputado, vejo apenas fluxos financeiros. Aqui, reduzo-me a uma lógica muito fria dos números e da folha de cálculo. Até costumo dizer aos meus alunos para terem cuidado porque a folha de cálculo acaba na folha de cálculo.

Temos de ir mais longe, mas não me pediram esse tipo de reflexões e, portanto, se eu sair deste espaço — e já há bocadinho saí, na pergunta anterior, chamando a atenção para que pode haver justificações para além delas —, estarei a especular e a entrar numa área da qual não sou conhecedor e nem sequer tive relações com as pessoas.

Não quero ser injusto, porque o que recolheriam de mim seria a opinião de um vulgar cidadão que vai na rua, o que não tem interesse algum, é irrelevante para vós.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Voltando às rentabilidades dos CMEC, existe um estudo da Universidade de Cambridge que aponta para uma rentabilidade na casa dos 14,2%. Enquanto o seu estudo fala em 8,5%, Cambridge diz que o valor real deveria ser 7,5%.

Como é que o Sr. Professor analisa esta diferença de sete pontos, que representa, certamente, muitos milhões de euros? Dever-se-á a alguma diferença metodológica ou a cálculos errados que Cambridge colocou?

Conhece certamente o estudo de Cambridge e, por isso, lhe colocamos estas perguntas.

O Sr. Prof. **João Duque**: — De facto, não fomos refazer os cálculos de Cambridge e não fizemos os cálculos das rendibilidades deles. Portanto, não posso responder por eles.

Há, seguramente, na forma em como eles determinam os *cashflows* e o valor atual dos *cashflows*, um ponto que os leva a dizer que a taxa de rentabilidade interna do projeto é de 14%, mas eu não posso... Se tivesse sido informado dessa questão poderia ir ver com mais atenção, para vos tentar ajudar e dar a minha resposta, mas não vinha preparado e, como tal, não faço ideia.

Posso justificar por que é que, nas nossas contas, usando a taxa que achamos adequada... O raciocínio é um bocadinho ao contrário: não fui calcular a taxa interna de rentabilidade do projeto, fui calcular o valor atual da diferença dos *cashflows* que me permite chegar àqueles números para dizer que a passagem é justa ou não é justa. Não estive a calcular ao contrário, muito menos como no estudo de Cambridge.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Então, estamos a falar de diferenças metodológicas, de diferenças de cálculo ou de outra questão?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Se estou a calcular uma taxa interna de rentabilidade, pego nos *cashflows* e digo qual é a taxa que iguala a zero o valor atual líquido daqueles *cashflows*.

Portanto, se eles dizem que, na perspectiva deles, é 14%, com certeza que a projeção dos *cashflows* deles será diferente daquilo que nos forneceram.

Aquilo que nos forneceram foi a base dos mesmos *cashflows* que foram usados na altura, que se conheciam, e foi com base neles que trabalhamos. Aliás, foram os usados no trabalho que levou ao comum acordo entre a EDP e a REN, que chegaram àquele valor que acharam adequado, com as projeções que acharam adequadas. Se eu fizesse outras projeções com base noutros pressupostos, com certeza, chegaria a valores diferentes, mas eu limitei-me a ir rever as contas e saber se as contas que eles fazem estão justas, se estão mal feitas, etc.

Já agora, mais tarde, foram usadas para se provar que diferença não seria aquela, seria outra, mas usando duas taxas de atualização iguais para dois *cashflows* que têm natureza diferente. Essa é que a grande diferença na nossa abordagem, essa é a diferença técnica.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, voltando ao processo de privatização da EDP, pela sua experiência financeira, pela sua experiência académica, como classificaria esse processo de privatização?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Bem, isto já não tem nada a ver com o trabalho mas eu respondo. Não digo que não respondo.

Risos.

Sou Professor de Finanças e acho que o mercado de capitais era um excelente espaço onde podíamos fazer uso até dos atos de cidadania, exigir mais das empresas, participando nas assembleias gerais, etc., etc., e até com pequenas poupanças.

Genuinamente, avalio sempre as privatizações, os processos de privatização, muito à luz do que ganhamos com o comungar aquilo que são os ganhos, a atividade das empresas e a sua pulsão e impacto na vida social dos países, com a participação de todos nós.

Se uma empresa for pública, o que é que tem na assembleia geral? Normalmente, na assembleia geral tem uma pessoa, que é o representante do Estado. Ora bem, costumo assumir que mais pessoas a olharem para mais documentos e a expressarem mais opiniões só enriquecem a administração das empresas. Portanto, quando vejo uma assembleia participada, com centenas de pessoas, pequenos acionistas, que têm as suas pequenas poupanças repartidas mas também investidas na EDP, tendo a valorizar isso.

Portanto, nessa ótica, a privatização da EDP começa de uma forma absolutamente ímpar em Portugal, nunca vista. A EDP ganhou centenas de milhares de acionistas porque houve a explosão do capitalismo popular em que todas as pessoas acorriam a oferecer, licitar, comprar, centenas de milhares de euros, porque sabiam que havia rateio, e, depois, todos acabámos com 100 ou 150 ações. Eu próprio comunguei desse processo.

As fases de privatização da EDP, com o tempo, foram ganhando menos esta característica do capitalismo popular e mais do capitalismo de Estado, e acabámos na última fase da privatização, acho eu, com uma negociação com uma empresa chinesa com o capital detido pelo Estado.

Começámos de uma forma que, do meu ponto de vista, começa muito bem e acaba de uma forma que acho um bocadinho triste, porque não ganhámos na diversificação de opinião, na participação das pessoas e no nosso interesse, porque temos interesse direto não só como consumidores

mas também como proprietários. Eu gostava de ser um bocadinho proprietário da EDP e acho que isto se devia incutir. Esta é a minha resposta.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, trata-se de uma questão de soberania?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não, não. A minha forma de analisar não tem que ver com essa questão, tem a ver com deixarmo-nos conduzir a privatizações cada vez mais focadas num acionista. Mas esta é a minha forma de ver.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, entende que esta última alienação da empresa, de 21,35%, de alguma forma, descaracterizou a empresa em relação ao que ela era anteriormente?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Quer dizer, não descaracterizou. No fundo, manteve a empresa. Havia um acionista de referência que era o Estado português e agora passa a ser uma empresa que é detida... Não interessa!

Desse ponto de vista, não criámos mais participação, mais dispersão, mais interesse dos portugueses no envolvimento na empresa. Infelizmente!

Aliás, fartei-me de comentar isso em vários artigos, lastimando que nunca tenhamos feito privatização de empresas através da dispersão de capital. E a partir de determinada altura, a partir da troica, o modelo é sempre vender a um acionista, a um acionista, a um acionista... Eu, como português, gostava de ter participado, pelo menos, se calhar, nalguns casos, para agora tentar tomar outra posição, ou seja, aliená-la, como cidadão português em copropriedade de todos nós, para passar a, pelo menos, da minha parte, poder ser um bocadinho acionista.

É claro que posso comprar as ações no mercado secundário, nalgumas empresas, noutras não; por exemplo, na TAP não posso e gostava que a TAP... Este é um exemplo mas há outros.

Portanto, tenho pena que não tenhamos usado mais esse mecanismo, que acho o ideal para alienar empresas.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Prof. João Duque, sobre esse mecanismo e também sobre o mecanismo de dispersão em bolsa, num dos artigos que aqui refere chegou a dizer, e cito: «o risco de vender empresas em grandes blocos é que os novos acionistas ganham posições relevantes que facilitam a descaracterização das empresas.»

Tendo como base este artigo e esta sua citação, como olha para este processo de privatização da EDP?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Acho que o acionista de referência da EDP é muito discreto. Aliás, as empresas chinesas têm-se pautado por isso na sociedade portuguesa, são de uma grande discrição e não noto.

Não posso afirmar, não tenho estado presente nas assembleias gerais da EDP, portanto, não posso comentar absolutamente nada, e não tenho visto nada nos jornais, na comunicação social. Acho que a EDP tem feito um trajeto que está nas mãos dos seus administradores, mas não tenho visto, não tenho sentido por parte do acionista de referência uma intervenção que possa ser algo modificadora, de alguma maneira, do comportamento da EDP.

Entretanto, assumiu a presidência o Vice-Presidente Carlos Pereira.

O Sr. **Presidente**: — Tem a palavra o Sr. Deputado Hugo Costa.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Presidente, Sr. Professor, partindo da sua condição de Professor na área das Finanças, o também Professor da mesma instituição e ilustre académico, mas tendo estado aqui noutra qualidade, o Professor Vítor Santos referiu que o Decreto-Lei n.º 240/2004, o decreto-lei dos CMEC, teve como objetivo retirar poderes ao regulador, afirmação que também foi corroborada pela atual Presidente da ERSE, Sr.^a Dr.^a Maria Cristina Portugal.

Do ponto de vista académico, do ponto de vista do Professor de Finanças e especialista na área económico-financeira que é, concorda que este Decreto-Lei acabou por retirar poderes ao regulador, à ERSE?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr. Deputado, vou ser muito franco: sou um ignorante nessa matéria. Não posso afirmar, não tenho conhecimento para dizer isso. Não li o Decreto-Lei com esse foco ou com essa atenção para dizer isso. Não era regulador, não estava na indústria.

Peço desculpa mas entro nesta área por este estudo. A área energética é um mundo, como se apercebem, e eu tenho muitas limitações. Muito menos a regulação, desculpe...

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, muito obrigado, mas certamente entende que os reguladores devem ser fortes. Portanto, pedia-lhe que desse a sua opinião sobre qual deve ser o papel dos reguladores no mercado.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr. Deputado, os reguladores devem ser fortes, têm de ser fortes. Já colaborei com a CMVM, um dos reguladores do mercado de capitais, mas com a energia não.

Eu nem sequer faço a mínima ideia, genuinamente não faço ideia, de qual tem sido... Não posso traçar uma linha histórica de uma evolução, uma

linha de tendência na regulação da energia. Não o faço, não posso. Desculpem, não posso, não sei!

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, sendo da área das finanças e não tendo grande experiência na área da energia, como aqui foi colocado, nomeadamente em estudos académicos, na área da energia? Por que é que o Sr. Professor ficou a coordenar este estudo?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Mas este trabalho, como referi, é basicamente um trabalho financeiro.

Basicamente, o que está em causa neste trabalho é o cálculo de valores atuais líquidos, de fluxos de caixa futuros, previsionais. Esse é o âmago da questão. Aí sinto-me habilitado a discutir. Agora, se começam a discutir os pormenores, por exemplo, por que é que os *cashflows* são aqueles ou outros, já não posso discutir.

Participei exatamente da mesma maneira na comparação da localização de dois aeroportos, Ota e Alcochete, e eu não era competente para justificar por que é que os valores finais das linhas comparativas dos fluxos de caixa das duas linhas, das duas alternativas, eram aquelas! Agora, era para mim que toda a gente mandava os números e foi de mim que ouviram a conclusão final.

Portanto, quanto a este trabalho, estou aí, e foi por isso que aceitei coordenar um trabalho que é da minha competência. Aí é! Fora disso não.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr. Professor, voltando ao tema dos CMEC, a ERSE apontava, em 2004, num relatório demolidor, que os preços iam ser agravados em 90% para os consumidores de alta e de muito alta tensão, além de algumas distorções no mercado.

Dessa forma, podemos concluir que os CMEC, podendo ter sido bons para a EDP, acabaram por prejudicar a competitividade da economia, como logo em 2004 a ERSE coloca?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Mais uma vez, a questão do preço da energia é uma questão que se coloca *ex ante*.

Os CMEC surgem porque se propõe à empresa passar de um regime de receitas garantidas, basicamente, para um regime de mercado livre. Fazem-se as contas e diz-se: «para passar desta situação confortável para uma situação que é mais desconfortável, quanto é que isso vale?». E chegaram a um acordo. «Vale 833 milhões». A coisa acabava logo ali e não havia CMEC nenhuns se o Estado, ou a REN, tivesse pago na altura os 833 milhões. A coisa acabava, morria, e não estávamos hoje aqui a falar de CMEC! Podíamos estar aqui a falar de outra coisa mas não de CMEC.

Só que o Estado, na altura, não tem dinheiro, não quer agravar a dívida, não tem capacidade para ir ao mercado ou não quer expor-se, não sei qual foi a decisão, e transforma aquele valor numa renda. OK!

Nós, quando compramos uma casa, temos duas alternativas: chegamos ao vendedor e perguntamos «quanto custa a casa?» Responde-nos: «500 mil euros». «Estão aqui 500 mil euros». A alternativa, se não tenho dinheiro, é arranjar alguém que lhe pague e depois eu vou pagando aos bochechos a essa pessoa, que é o banco.

Aqui podiam ter feito a mesma coisa. Só que em vez de terem ido a um banco fazer o financiamento da operação, não, ficou a pagar-se.

A questão está aqui. Agora, se isto agrava o preço ou não, se devia ou não agravar, está fora do âmbito daquilo que foi a minha análise. Portanto, não sei como fizeram o *pricing* da energia. Posso classificar mas nem sequer sou competente para o fazer agora. Desculpem!

Entretanto, reassumiu a presidência a Presidente Maria das Mercês Soares.

A Sr.^a **Presidente**: — Sr. Deputado Hugo Costa, queira concluir.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Queria colocar mais duas questões muito rápidas.

Sr. Professor, «trocando por miúdos», digamos assim, considera que é por causa dos CMEC que a EDP continua a ter cerca de 80% dos clientes do mercado livre em Portugal, porque também os CMEC funcionam como entrave a outros agentes para entrarem no mercado? Concorda com esta afirmação?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não. Acho que não se pode relacionar uma coisa com a outra. Isto, aparentemente, é uma dívida financeira, só. Para mim, é uma dívida financeira.

A Sr.^a **Presidente**: — Sr. Deputado Hugo Costa, queira concluir, por favor.

O Sr. **Hugo Costa** (PS): — Sr.^a Presidente, finalizo esta minha primeira ronda, em nome do Grupo Parlamentar do Partido Socialista, voltando a perguntar ao Sr. Prof. João Duque se tem ideia por que é que o estudo foi classificado como confidencial.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não faço a mínima ideia. Nem sequer sabia. Fui agora informado.

A Sr.^a **Presidente**: — Muito obrigada, Sr. Professor e Sr. Deputado.

Segue-se mais uma intervenção, agora, do Sr. Deputado Jorge Costa, do Bloco de Esquerda.

Tem a palavra, Sr. Deputado.

O Sr. **Jorge Costa** (BE): — Sr.^a Presidente, começo por cumprimentar os Srs. Professores João Duque e Pedro Verga Matos.

Em primeiro lugar, Sr. Professor, gostava de lhe colocar uma questão muito frontal. Apresentou a declaração de interesses do estudo que realizou e que foi encomendado pela EDP. Pergunto-lhe se tem outras ligações profissionais ao setor elétrico ou energético.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Fui recentemente eleito Presidente da Comissão de Remunerações da REN.

O Sr. **Jorge Costa** (BE): — O seu estudo concentra-se — e é sobre isso que vou questioná-lo essencialmente, porque me parece ser aí que está centrado o interesse da sua audição de hoje — na diferenciação de taxas no cálculo do valor atualizado líquido tanto dos CMEC como da extensão da concessão do uso do domínio hídrico.

Sobre isso, gostava de fazer aqui uma leitura, que vai ser um pouco longa, mas tenho 8 minutos e vou aproveitá-los para o confrontar com a posição que a ERSE historicamente adotou e que era, aliás, a posição histórica da REN — portanto, as duas maiores autoridades em política energética em Portugal e também com alta especialização em termos do cálculo financeiro neste âmbito —, confrontando-o com o que diz a ERSE 14 anos depois do seu primeiro parecer, e regressando à sua opinião quanto à diferenciação de taxas.

Diz a ERSE: «A necessidade de definir taxas para o cálculo do valor atualizado dos CMEC à data da cessação antecipada dos CAE e para o

cálculo da respetiva renda anual a repercutir nas tarifas até 2027 prende-se com a opção de tentar alisar o impacto dos *cashflows* dos CMEC a repercutir nas tarifas, de modo a evitar uma elevada variabilidade tarifária associada a este mecanismo e, de certo modo, com a intenção inicial de permitir a titularização destes *cashflows*.

Caso não se pretendesse alterar o perfil de pagamento dos *cashflows* dos CMEC, não teria sido necessário calcular o valor atual destes *cashflows*.

A escolha das diferentes taxas de juro a utilizar para o cálculo do valor atualizado dos CMEC e para o cálculo da respetiva renda anual não foi a mais adequada. Em particular, não se encontra nenhum fundamento para a escolha de uma taxa utilizada para descontar os *cashflows* dos CMEC no cálculo do valor inicial, 4,85%, significativamente inferior à taxa utilizada para o cálculo das rendas anuais, 7,55%, aplicadas a esses mesmos *cashflows* no mesmo momento. Tal prática não garante a manutenção do equilíbrio económico do regime dos CMEC face aos CAE.

Esta opinião já tinha sido anteriormente apontada pela ERSE, no seu parecer de 2004, como no documento de análise, em março de 2005. Nesse documento, a ERSE estima o impacto financeiro de se utilizarem taxas significativamente diferentes para a atualização dos *cashflows* e para o cálculo da renda anual.

No entanto, algumas das variáveis ainda não eram conhecidas à data e determinados pressupostos alteraram-se desde então, pelo que os valores aí apresentados se encontram desatualizados.

Esta opinião da ERSE será revisitada de seguida.

A neutralidade económica da passagem do regime dos CAE para o regime dos CMEC corresponde à manutenção do valor desses contratos com a passagem para o regime dos CMEC.

A valorização destes contratos consiste, na prática, na avaliação dos *cashflows* expectáveis associados a estes contratos, processo que é em tudo semelhante à avaliação de um qualquer investimento.

A avaliação de um investimento tem subjacente: primeiro, o risco associado ao investimento, isto é, a incerteza quanto ao recebimento no futuro dos ganhos previstos para o investimento; e, segundo, o tempo associado ao investimento, desde o momento inicial em que se realiza até ao fim dos fluxos financeiros associados ao projeto.

Estes dois fatores, o efeito risco e o efeito tempo, devem estar incorporados na taxa de atualização de *cashflows*, tal como os *cashflows* associados ao cálculo do valor inicial dos CMEC.

Uma renda anual, paga durante um determinado período, consiste igualmente num conjunto de *cashflows* a serem recuperados durante um determinado período, embora de montante fixo. Assim, a taxa a aplicar a esses *cashflows* deverá igualmente incluir o efeito risco e o efeito temporal.

Tendo em conta que a taxa aplicada à atualização dos *cashflows* e a taxa usada para calcular a renda anual de recuperação do valor descontado desses *cashflows* incidem sobre os mesmos fluxos económicos — as previsões dos encargos fixos das centrais com CAE subtraídos dos rendimentos líquidos dos custos variáveis de produção — e para horizontes semelhantes (portanto, sobre os mesmos fluxos e para os mesmos horizontes temporais), não se justifica que essas taxas tenham diferenças materialmente relevantes.

Quanto à escolha específica desta combinação de taxas, poder-se-ia ter tomado duas opções: uma primeira corresponderia a optar por considerar os *cashflows* associados aos CMEC, a receber através das tarifas, como *cashflows* de pouco risco, isolados dos restantes negócios da EDP, entendendo-se, então, que a taxa utilizada para o desconto dos *cashflows* e cálculo do respetivo valor inicial, bem como para o cálculo da anuidade,

deveria ter sido próxima de 4,85%. Esta parece ser a opção implícita na legislação aplicável, até porque foi prevista a possibilidade de titularização destes *cashflows*.

Na segunda opção, os *cashflows* associados aos CMEC seriam considerados parte integrante do negócio da EDP, de modo a complementarem o negócio de produção de energia em mercado, por forma a manterem a EDP numa situação semelhante àquela em que operava enquanto vigoravam os CAE.

Neste caso, a taxa apropriada para descontar os *cashflows* dos CMEC seria a taxa que refletisse o custo médio de capital da EDP para a atividade de produção de eletricidade nas condições de mercado de julho de 2007, taxa essa que foi definida em 7,55%.

Nesta opção, poder-se-ia considerar que a taxa utilizada para calcular a renda anual deveria ser também de 7,55%, representando o custo de oportunidade da EDP de prescindir do investimento desses montantes no seu negócio e recebê-los mais tarde através do regime dos CMEC.

Face ao exposto, considera-se que a utilização de taxas muito diferentes para a atualização e capitalização dos CMEC, na mesma data, pressupõe que se estivessem a considerar pressupostos muito diferentes para os mesmos *cashflows*, o que não se afigura correto pelos motivos já expostos.

Em 2013, com a entrada em vigor do Decreto-Lei n.º 32/2013, e da Portaria n.º 85-A/2013, os quais estabeleceram uma nova taxa de 4,72% para o cálculo das rendas anuais remanescentes, esta divergência de taxas foi parcialmente corrigida, reduzindo-se a renda anual, até ao final do período de vigência do mecanismo dos CMEC, de 81 milhões de euros para 68 milhões de euros», com o efeito que já foi apresentado aqui, na Comissão.

E continua a ERSE: «Assumindo o valor inicial de 833 milhões de euros, se se considerar a hipótese de que, no cálculo inicial, em 2007, a taxa utilizada para o cálculo da renda anual deveria ter sido 4,85%, igual à taxa

de desconto na altura, então, a renda total deveria ser cerca de 330 milhões de euros, abaixo do montante definido inicialmente e que resultou nas taxas definidas à data.

A nova taxa de 4,72%, introduzida em 2013, permitiu reduzir o montante total da renda anual em cerca de 205 milhões de euros, face ao valor total da renda, pelo que o montante que faltaria ainda recuperar, face à situação desejável, seria de 125 milhões de euros».

Estas são as alegações da ERSE.

Em primeiro lugar, gostaria de ouvir a sua refutação destes argumentos.

Em segundo lugar, aproveitando para lhe colocar já uma segunda questão, porque tem a ver com esta revisão da renda, o Sr. Engenheiro, digo, o Sr. Professor — desculpe, dizer «Sr. Engenheiro» já é força do hábito — referiu-se aqui, curiosamente quase pelas mesmas palavras do Eng.º Mira Amaral, à imutabilidade do regime em que opera, neste caso, um operador elétrico como a EDP, depois de um processo de privatização. Ou seja, o processo de privatização permitiu ao Estado incorporar a renda excessiva e, portanto, ela é intocável para sempre, porque faz parte daquilo que foi vendido. A renda foi vendida e, portanto, ela agora já não é passível de ser alterada pela parte do Estado em nome dos consumidores. Ela é propriedade do Estado chinês, é um ativo da empresa.

Ora, o Eng.º Mira Amaral não disse algo muito diferente disso.

A minha pergunta é esta: então, como é que justifica que a administração da EDP tivesse feito com o governo anterior uma negociação que permitiu reduzir a taxa e, portanto, a remuneração fixa? Estava a administração da EDP a atuar contra o acionista? Era uma conspiração do Dr. António Mexia contra o Estado chinês?

Gostava de ouvir o seu comentário sobre isso.

A Sr.^a **Presidente**: — Tem a palavra, para responder, o Sr. Prof. João Duque.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr.^a Presidente, Sr. Deputado, relativamente a algumas afirmações que fez baseadas num trabalho da ERSE, concordo em absoluto com uma quantidade delas.

A questão, a meu ver, é que, por exemplo, não se trata dos mesmos fluxos. Quando se compara uma série de fluxos de caixa no regime de CAE e se compara o regime de receitas, portanto, os *inflows* e os *cashflows* recebidos pela empresa em regime não garantido pelos CAE, passa-se de uma situação de ausência de risco — e daí assumir-se que 4,85% é uma taxa aceitável, dado que, na altura, a *yield* das obrigações do tesouro é um pouco abaixo e, portanto, tem um *spreadezinho* de, salvo erro, 0,2% ou 0,25%, ou seja, praticamente encostada à *yield* das OT — para o regime de valores esperados em ambiente de risco.

E o que se passa é o seguinte: se é verdade que, durante um período de tempo, ainda havia um preço de referência — salvo erro, de 50 € por unidade de medida elétrica —, a partir de determinada altura, deixa mesmo de se considerar esse regime. Por isso, se, de 2007 a 2016, havia um regime ainda algo protegido, a partir daí, de 2017 a 2027, há total desproteção.

Por isso, de facto, não estamos a comparar dois fluxos de caixa iguais. Se os custos da operação são indiferentes entre os dois modelos, a receita da operação não é.

Portanto, não acho adequado estar a usar-se uma taxa sem risco, quando, por um lado, existe risco e, por outro, há uma portaria que diz para usar uma média ponderada do capital. Podem perguntar-me: por que é que surge aquela portaria? Não sei, porque não a assinei, pelo que não sou responsável por ela. Mas o facto é que há legislação que vem dizer que a taxa

a usar era a média ponderada do capital, um *mix* de capital próprio e de capital alheio, tendo em conta a estrutura da EDP.

E se formos ver aquilo que é o risco de ativos elétricos de empresas semelhantes, se formos ver qual é o custo do capital apropriado para o capital próprio, isto é, para o acionista, se formos ver qual é o custo do capital alheio, que, na altura, era bastante mais baixo, e se formos fazer a média ponderada do capital pelos dois componentes, vamos chegar a um valor que, em termos reais, aponta para o número que acabou de referir, os 7,55%, aliás, um pouco superior, mas vamos considerar os 7,55%.

Ora, 7,55% surge tendo em conta o *mix* de financiamento da EDP na altura e tendo em conta a fórmula usada — e é assim que se faz na avaliação de projetos, pois se eu exijo ao acionista que tenha contribuição, ele tem de ter remuneração, e a remuneração acionista é superior àquilo que é a do capital alheio. É por isso que surge este valor.

O regime dos CAE, os *cashflows* avaliados através dos CAE são *cashflows* muito seguros. Tão seguros que eu posso descontá-los como se fosse quase uma Obrigação do Tesouro. Até porque acreditamos que a entidade que os paga seja hipersegura.

Em suma, concordo com uma série de aspetos, subscrevo todos eles, a saber, que têm de ser incorporados o risco, o tempo, têm de ser incorporados na taxa, tudo isso. Mas estão incorporados quer na taxa de 4,85%, quer na taxa de 7,55%.

Não fui eu que determinei a taxa de 7,55%. Agora, se eu for justo e se for lá atrás, se for àquilo que era o custo da dívida, se for ao custo dos capitais próprios de empresas que exploram aquele tipo de atividade e se for fazer um *mix* de capital, chego a um valor que, em termos nominais, é este número que aqui está. E acho que, para manter o equilíbrio, não é desadequado. Outra coisa é se é justo, se é excessivo... Mas não vou discutir isso.

Agora, desculpem, mas não posso sair daqui, porque é isto que eu ensino, eu não ensino outra coisa. Qualquer manual de finanças, qualquer um, vai dizer-lhe exatamente que o custo do capital de análise de um projeto de investimento tem a ver com o *mix* de financiamento — e o *mix* de financiamento faz toda a diferença aqui. E o *mix* de financiamento tem a ver com a atividade e com a origem dos fluxos da atividade.

É que a EDP passa de um regime que é indiferente, porque produz e vende e o preço cobre tudo, para um regime...

O Sr. **Jorge Costa** (BE): — Isso acontece regularmente!

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não sei se acontece, não me interessa isso agora.

Repare, passa de um regime em que lhe digo «não faz mal aquilo que faça, mesmo que ineficientemente, eu pago» ou, melhor, «ponho os consumidores a pagar». Mesmo que ineficientemente, passa para um regime em que «olha, a partir de agora, vais ter um prazo de adaptação e, atenção que, a partir de 2017, é regime livre. E o regime livre significa que tens de ter o preço do mercado.» Bom, preço de mercado, usado no mercado de eletricidade... Não vou discutir se o mercado é *fair*, se é livre, não interessa; é um preço de mercado. E o mercado MIBEL de referência... O que é facto é que o *cashflow* é completamente diferente, a natureza do risco é completamente diferente, e não posso, genuinamente, estar a usar as mesmas taxas de desconto. Desculpe, não aceito isso do ponto de vista técnico, não posso aceitar!

Em termos técnicos, não saio daqui e acho errado usar-se outra taxa só porque isto é tudo a mesma empresa. Não. Uma mesma empresa que esteja dedicada a dois negócios diferentes tem duas taxas de desconto diferentes para dois tipos de negócio diferentes. Se a EDP abrir um bar, com certeza

que não vai usar a taxa de custo de capital que usa... Se explorar um bar... Porque não? Até tem um restaurante na parte de baixo do edifício-sede! Está concessionado, mas é um restaurante. Portanto, se montar um restaurante ou um bar, que lhe chamem o «bar elétrico»... A EDP abre um bar e, depois, qual é a taxa de custo do capital que vai utilizar para descontar os *cashflows* previstos do bar? A mesma do custo da energia? A atividade é completamente diferente!

Portanto, há um risco associado àquele tipo de fluxos que leva a usar uma taxa de desconto diferenciada.

Segunda questão: as privatizações são intocáveis? Não! Por exemplo, o Estado pode lançar uma OPA e recomprar já a empresa! Pode nacionalizar a empresa, o Estado é soberano... Mas há consequências nestas coisas. Convém ter um pouco de cuidado. Às vezes, emotivamente, pode até apetecer-nos «ah, vamos nacionalizar, isto é nosso, etc...», mas as coisas têm consequências.

Só recordo uma consequência recente de um negócio que não tem nada a ver com a Caixa Geral de Depósitos e em que a Caixa levou imediatamente pela chamada medida grande — deixem-me usar a expressão — quando teve de ir ao mercado pedir 500 milhões de euros, depois de, há pouco tempo, o Estado, através do regulador, ter reclassificado determinadas séries de obrigações do Novo Banco para o BES, o que leva a uma atitude no mercado internacional de altíssima grande desconfiança face àquele que é o compromisso do Estado ou dos reguladores portugueses face à gestão dos seus ativos.

Sr. Deputado, acho que não... A privatização não é uma vaca sagrada, não! Primeiro, podemos ir pela via do mercado, isto é, «qual é o preço?», «então, indemnizo, compro, faço uma oferta pública, recompro todas as ações da EDP e o Estado compra tudo de volta». Outra alternativa, extrema,

oposta, é «nacionalizo, pago zero, porque se considera que é um ativo nacional, estratégico e, pronto, não há nada para ninguém».

Quer uma situação, quer outra têm consequências, mas não é verdade, nem eu defendo, que, do ponto de vista político, não possa haver uma alteração. Mas não é isso que está aqui em causa. O que está em causa é se devo ou não descontar dois fluxos de caixa com risco diferente à mesma taxa. Desculpem, mas isso não.

A Sr.^a **Presidente**: — Muito obrigada, Sr. Professor e Sr. Deputado Jorge Costa.

Passo de imediato a palavra ao Sr. Deputado Hélder Amaral, do Grupo Parlamentar do CDS-PP.

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): — Muito obrigado, Sr.^a Presidente.

Queria começar por cumprimentar o Sr. Prof. João Duque e o Sr. Prof. Pedro Verga Matos. É um prazer revê-los.

Nós não pedimos a vossa vinda à Comissão porque entendemos que, apesar de estarmos numa fase de ouvir especialistas de teoria geral da matéria, entendemos que iríamos ouvir um outro perfil de técnicos, aqueles que estiveram mais com a mão na massa. Mas não quero, obviamente, perder a oportunidade de ter aqui tão ilustres personalidades e fazer algumas perguntas para ver se conseguimos somar mais alguma informação que nos será útil lá mais para a frente.

Parto do princípio que os instrumentos são bons, podem é ser mal usados. E há aqui um risco político que não cabe às empresas. As empresas são normalmente vítimas do risco político e, portanto, a minha primeira pergunta, tendo em conta esse risco político, que tem a ver com alterações legislativas de governos legítimos, com a assunção de diretivas comunitárias, de incidirmos no mercado da criação do MIBEL, da liberalização do setor,

etc., etc... Portanto, gostava de lhe perguntar como é que avalia, do ponto de vista da racionalidade, a passagem dos CAE para os CMEC, uma vez que diz que eles até não foram lucrativos para a empresa.

E porque é que eu gostava que me pudesse explicar acerca da racionalidade? Porque há, pelo menos, duas empresas que ficaram com CAE, ou seja, não era obrigatório. O Eng.º Mira Amaral diz «a EDP não tem culpa nenhuma». Portanto, se não era obrigatório e se a EDP não esteve a pedir — e presumo que o vosso estudo não dizia «vão já a correr para a passagem...» É que se eu olhar para o mecanismo remuneratório atualmente em vigor vejo que é praticamente igual — o mercado a prazo, o mercado à vista, o serviço sistema, a garantia de potência, quer seja no investimento, quer seja na disponibilidade. Portanto, porque é que a EDP entra em algo que a prejudica? Se me conseguir explicar, gostava de perceber essa racionalidade.

A Sr. ^a **Presidente**: — Tem a palavra para responder, Sr. Professor.

O Sr. Prof. **João Duque**: — De facto, há um risco político. E, já agora, indo atrás,...

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): — Há tantos riscos políticos!

O Sr. Prof. **João Duque**: — É que recordou-me uma coisa que me esqueci de dizer.

Tanto há risco nos *cashflows*, agora em cima da mesa, que o que se está a discutir hoje são os CMEC e as rendas dos CMEC. Se tivessem sido pagas, não havia CMEC, não havia risco nenhum. Isso tinha sido diluído, acabou! Era dívida. E agora tínhamos mais não sei quantas centenas de milhões de euros de dívida pública, mais do que aquela que temos, se o

Estado quisesse ter feito a indemnização dessa passagem, assumindo isso. E pronto, acabou... Não havia discussão.

Portanto, o facto de estarem vivos, latentes, potenciais recebimentos futuros, e que estão sob *stress*... É justificado, há *stress* político aqui em cima e há *stress* sobre a EDP e sobre o regulador, etc. Porquê? Porque ainda existe este fluxo, pelo menos mais 10 anos de pagamentos. Portanto, isto significa que, de facto, há risco. Se fossem CAE, será que havia o mesmo tipo de discussão? Não sei. Se calhar, não.

Não sei se já ouviram as empresas, a Tejo Energia... Peço desculpa, mas não tenho acompanhado os vossos trabalhos. Mas é uma questão interessante. Há CAE! E os CAE estão em *stress*? Não sei. Posso especular, mas não tenho qualquer razão adicional... Se se perguntar a qualquer português que esteja na rua porque é que a EDP passou ou não deixou de passar... Se quiserem a opinião de alguém que pode, de alguma maneira, ter uma leitura política, e de política europeia, posso dizer: a EDP é demasiado importante em Portugal para ela «fazer o mercado». Isto é, se a EDP passar para um regime livre, o mercado vai passar para um regime livre. Se a EDP continuar num regime de preço garantido, não há ninguém, portanto não há MIBEL, não há mercado, não há nada. Pelo menos, alguns portugueses dirão «essa era uma excelente notícia» ou «não sei».

Isto para vos dizer que a empresa é tão grande, tão representativa do mercado — número de clientes, aquilo que produz, etc. — que, ao passar de um lado para o outro, ela é que dá o exemplo, ela é que faz virar a agulha totalmente.

O enquadramento europeu é um enquadramento concorrencial. Portanto, Sr. Deputado, acho que é quase como aquelas obrigações...

Mais: em período de assistência financeira, mais pode ajudar ou forçar a ir por determinada linha de conduta. Portanto, estamos num espaço, o espaço europeu, que se pauta por forçar que até as chamadas *utilities* sejam

do domínio privado. Olhe, essa é, digamos, a contrapartida por estarmos nesse clube. Temos de pagar, não temos só de receber. Eu diria que, muito provavelmente, é pelo enquadramento e porque faz tanta diferença. Os outros mais pequeninos podem ficar sossegadamente na sua esfera.

A Sr.^a **Presidente**: — Faça favor, Sr. Deputado Hélder Amaral.

O Sr. Hélder Amaral (CDS-PP): — Não, não estou longe dessa conclusão, mas, ainda assim, não podemos ignorar que, de facto, os CAE foram criticados quer pelos reguladores, quer por toda a gente. Acabamos de ouvir uma citação. E o próprio Decreto-Lei n.º 240/2004 foi, segundo o regulador, demolido. Ainda assim, é um instrumento legislativo legal. E a minha pergunta é: porquê? É que fica subjacente que se está a começar a consolidar que os CAE eram receitas para o setor electroprodutor e uma penalização para os consumidores. E nós temos de chegar aqui à conclusão de porque é que os consumidores pagam tanto durante tanto tempo e se era possível fazer de outra maneira.

O Ministério Público vai um pouco nessa linha, independentemente de, depois, achar que essa era matéria de reserva exclusiva do Parlamento, ou não.

A minha pergunta é a seguinte: em algum momento do vosso estudo, sem ferir nenhuma parte da confidencialidade, atribuíram aos CMEC alguma ilegalidade? É que há quem considere que sim. Há até quem diga que temos de pedir um parecer ao Tribunal de Justiça Europeu para aferir da sua legalidade, porque eles distorcem a concorrência, constituem um atropelo aos direitos dos consumidores.

Portanto, pergunto se em algum momento esse instrumento legislativo esteve em causa no vosso estudo ou foi pelo menos considerado ao arrepio

de alguma legislação europeia, nomeadamente da concorrência e da ajuda de Estado.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não. Já referi que, para nós, os CMEC são uma dívida financeira. Eu analisei-os assim, portanto não me preocupei com essa... A minha formação jurídica é muito limitada, portanto nem sequer me preocupei com essa questão.

De facto, a minha visão foi muito financeira. Tivesse havido um banco que financiasse e o pagamento agora não tinha a ver com a EDP. Alguém, externamente, tinha feito a liquidação e agora alguém estaria a pagar isto a outra entidade e não seria a EDP que estava em causa.

Portanto, analisei meramente do ponto de vista financeiro e não jurídico.

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): — À data, quando se fixou a taxa que serviu para determinar a remuneração EDP ao longo dos anos — e não vou discutir se é muito ou pouco, perceber isso faz parte do encontro entre as partes —, houve também o alargamento do domínio público hídrico sem concurso. Ouvimos já dois reguladores, que dizem o seguinte: o que esteve mais tempo, o Eng.º Vítor Santos, diz que são ilegais ou que considera ilegais porque devia haver concurso público e não houve; e a atual reguladora diz que desconfia, tem uma suspeita que sejam — é um bitaite — ilegais. Não lhe vou perguntar o que é que acha sobre isso, mas pergunto-lhe se isso teve ou não benefícios para a EDP e se nos estudos dos *cashflows* estava previsto este ganho ou se não foi previsto este ganho para a EDP passar a ter, sem concurso, por ajuste direto, uma prorrogação por valores acima de todas as avaliações feitas do domínio público hídrico. Se for confidencial não responda, mas se não for dê-me ao menos uma teoria técnica da matéria.

A Sr.^a **Presidente**: — Tem a palavra para responder, Sr. Professor.

O Sr. Prof. **João Duque**: — A única questão que abordámos — aliás, é uma parte muito menor, não quantificámos sequer porque não tivemos acesso a dados, nem há justificações, números, etc., apenas nos preocupámos, e aqui é meramente teórico — foi se os *cashflows* teriam o mesmo tipo de natureza para poderem ou não ser descontados à mesma taxa.

Também achámos que aqui havia espaço para a diferenciação de taxas, mas confesso que não fomos mais longe do que isso. Portanto, é muito pobre a nossa apreciação. Isto é, avaliámos se faz ou não sentido haver uma diferenciação. Face à natureza da origem do risco dos *cashflows*, achámos que sim, mas nem sequer apreciámos se as taxas eram adequadas, etc., como fizemos anteriormente.

Anteriormente, fomos mais afirmativos, mais seguros e defendemos os nossos números. Relativamente à hídrica apenas damos espaço para...

É certo que há duas entidades aparentemente independentes dos bancos de investimento que fizeram uma avaliação e chegaram à conclusão de que aquele era o valor. Se é legal, se é ilegal, não faço ideia. Portanto, neste caso, peço desculpa, mas também não posso responder.

A Sr.^a **Presidente**: — Queira prosseguir, Sr. Deputado.

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): — Sr. Professor, a verdade é que isso aparece até quantificado em 1200 milhões e alguns números... Continuamos a lançar números para o ar, com lucros evidentes. E para quem não gosta de empresas a dar lucros, imagine a urticária que isto dá e as dúvidas que levanta.

Ainda assim, gostava de tentar perceber, pedindo-lhe mais uma opinião técnica, por que razão é que houve transferência de CAE para

CMEC, mesmo que algumas empresas não o tenham feito e olhando para o artigo 101.º do Tratado — a União Europeia fez, inclusivamente, o alerta de que os CMEC deviam ser usados com parcimónia, deviam ser monitorizados, podiam configurar ajudas de Estado, enfim, todo o cuidado era pouco, mas vários governos persistiram nisso. Isso teve, de facto, quero acreditar, vantagens para os acionistas, até porque o vosso estudo também não o desmente, mas teve um efeito enorme, aí, sim, devastador, no consumidor.

E faço-lhe esta pergunta, porquê? Porque sou um seguidor das suas intervenções e tem dito que Portugal paga a energia mais cara e que estas coisas da descarbonização, da digitalização da energia — ainda agora, quase disse isso — têm um custo e alguém tem de o pagar. Por isso, pergunto-lhe se é a língua que lhe foge para a verdade, se parte daqui esse seu raciocínio ou se é apenas uma avaliação mais abrangente de todo o setor electroprodutor.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr. Deputado, sob pena de me repetir e cingindo-me àquilo que fizemos, se calhar, isto é a questão da origem, da causa primeira.

Vamos lá ver: se calhar, os CAE nunca deviam ter existido, mas, em determinada altura, o enquadramento, a nossa perspetiva, a forma como estávamos na União Europeia, era diferente. Portanto, temos uma fase em que temos uma empresa única que é dona de tudo, em que até a negociação entre o bolso esquerdo e o direito eram um bocadinho irrelevantes. As negociações entre uma EDP pública e uma REN pública eram um pouco indiferentes, porque a segurança do contrato e da verdade contratual, etc., eram um bocadinho... Na altura, se calhar, sentiam isto, era pouco relevante. Mesmo que ficasse um bocadinho para um lado ou para o outro, tanto fazia. O que é facto é que, depois, com o tempo e com a evolução, as coisas mudam.

Quando há mudança da estrutura, aquilo que se diz é: «os senhores têm um ativo, que é um direito que têm a receber. Para se mudarem deste regime para outro, mais liberal, vão ter de ser compensados.» Então, isto é uma ajuda de Estado? Isto é chegar a uma empresa e dizer assim: «bom, vamos retirar ativos da empresa — não é dar ativos à empresa, é retirar ativos —, para não ser ajuda de Estado». Mas isto parece-me ser, um bocadinho, o mecanismo inverso.

Agora, se quiser imputar custos de energia, isto é, seguramente, uma pequena parcela daquilo que são os custos da energia, porque estes são mais complexos. Infelizmente, só sou capaz de vos dizer, tal como disse no início, que sou capaz de defender por que é que nos parece que há uma passagem que deve ser reconhecida como certa, nestas condições, à data, mas não vos posso dizer se isto é anormal, se é excessivo, se são ajudas de Estado.

A empresa já está privatizada e, então, os reguladores não chamaram logo a atenção para o facto de haver aqui um ativo que não devia ser alienado, também?! É que, mais tarde, este ativo tem de ser transformado em fluxo compensatório e, portanto, isso, depois, vai ser uma ajuda de Estado. Não sei...

Para mim, é muito difícil fazer uma avaliação disto, porque a questão da energia — e não vim aqui para discutir a questão do preço da energia —, no meu entender, por aquilo que comecei a ver, é muitíssimo mais complicada do que aquilo que aqui temos. Isto, para mim, é um exercício muito simples, devo dizer.

A Sr.^a **Presidente**: — Sr. Deputado, queira ter a gentileza de prosseguir.

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): —Sr.^a Presidente, Sr. Professor, mais uma vez, não estamos longe.

A verdade é que há um conjunto de especialistas que, inclusivamente, apresentaram queixa, quer à União Europeia, quer ao DCIAP (Departamento Central de Investigação e Ação Penal). Portanto, aqui, a doutrina, de facto, diverge.

Continuo a entender que os instrumentos são legais, embora tenha dúvidas, mas veremos como é que ficamos no final disto tudo. O que sucedeu foi que, em determinada altura, não foram monitorizados nem utilizados com a parcimónia da defesa do interesse público. E pergunto-lhe também a sua opinião, aliás, gostava que a dissesse aqui, como especialista, como comentador, porque, para nós, é relevante, sobre o papel dos reguladores no meio disto tudo.

O Sr. Professor acabou de passar por lá, mas, pessoalmente, faço uma análise muito crítica dos reguladores. Tenho respeito por um, que foi aquele que disse: «Temos de fazer aumentos que reflitam o custo da produção». O governo não aceitou e o regulador demitiu-se. Este regulador teve, pelo menos, a decência de se demitir, há outros que estiveram lá 10 anos e parece que não deram conta de nada.

Tivemos ontem um que, depois, na sua intervenção, disse: «uma das principais preocupações da ERSE foi produzir indicadores que permitam identificar as rendas excessivas de forma transparente e clara». Se se tivesse feito isto, já estávamos em casa, em gozo de férias, porque já tínhamos sabido exatamente onde é que estavam as rendas excessivas. Não fez! E disse mais!

Ontem tivemos um outro momento e, porque fez um estudo, gostava que me pudesse dizer isso. É possível lançar números de distorção do mercado, dizer que são rendas excessivas, que os CMEC são excessivos, atacando a empresa ou não — neste caso, no fim, veremos se a empresa agiu de uma forma direta ou indireta para ser beneficiada —, avaliar o impacto dos CMEC, como parece que toda a gente avalia, sem ter em conta a revisão

do prazo das licenças, por exemplo, da central de Sines, que o regulador disse, ontem, desconhecer?

Vai agora fazer o estudo e vai enviar. É possível que o regulador tenha estado três anos sem fazer a avaliação? Queixou-se ontem das centrais de *backup*,...

A Sr.^a **Presidente**: — Queira ter a gentileza de concluir, Sr. Deputado.

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): — ... relativamente às quais há suspeitas, lançadas ainda ontem pelo Bloco de Esquerda, no sentido de que, porventura, havia conluio entre elas.

É possível, nestes dados que são intrínsecos aos CMEC, fazer uma avaliação de qualquer coisa sem ter conhecimento disso?

É possível — e termino, Sr.^a Presidente, porque não vou à segunda ronda —, não saber que, no âmbito da Portaria n.º 85-A/2013, houve contrapartidas entre a EDP e o governo sobre a parcela fixa da taxa, entre outros instrumentos? O regulador não sabe disso mas, depois, diz que os CMEC são maus.

Por que é que faço esta pergunta? Não tenho nada contra os reguladores mas já ouvi aqui especialistas dizerem que a Comissão Europeia foi conivente, o que considero grave, que o regulador foi inexistente ou, pelo menos, distraído e que o governo não foi diligente.

Gostaria, pois, que me pudesse ajudar para ver se estou assim tão longe ou se isto é apenas mau feitio.

A Sr.^a **Presidente**: — Sr. Professor, queira ter a gentileza de responder às questões colocadas.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr.^a Presidente, Sr. Deputado, a regulação é muito ampla e depende muito dos setores.

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): — Só na área energética.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Com franqueza, a minha área de especialidade não é a área energética e, portanto, da área energética não posso falar muito, mas temos muitos tipos de reguladores. Temos reguladores que regulam, basicamente, para impor que o preço seja um preço adequado em função do mercado, para não deixar criar excessos; há reguladores que fazem as contas, que impõem preços e dizem «trabalham daqui para baixo», ou seja, não é o preço de mercado mas é um preço para baixo, que é uma outra perspetiva; e há reguladores que se preocupam, apenas e exclusivamente, em obrigar a que os agentes participantes do mercado tenham igualdade de circunstâncias.

Ora, na minha área, na financeira, tipicamente, tem reguladores que se preocupam, nomeadamente no caso do mercado de capitais, em garantir que os agentes que estão no mercado têm condições de acesso iguais, e não é o preço. Portanto, para ser completamente leal e transparente, não ouvem nas minhas palavras valor acrescentado quanto ao papel do regulador na área energética.

Sinto que, se formos ver o preço da fatura que os portugueses, em casa, pagam, de facto, é cara, e ainda é mais cara quando se fazem estudos à paridade do poder de compra, etc. É cara! Todos queremos, ansiamos por energia mais barata e preocupa-me muito que a energia cara, nas empresas, lhes possa tirar competitividade, mas também temos de compreender e, eventualmente, aceitar que, se calhar, em alguns casos, temos de fazer um esforço, se queremos mudar a fonte de energia, ou não.

Portanto, ter disponibilidade de energia, quando queremos e ter uma base mais assente numa fonte energética ou noutra pode trazer custos ao sistema. Mas, como digo, não sou especialista, não quero entrar por aí...

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): — Mas se conhecer os *cashflows* das centrais...

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr. Deputado, espere, o que me pediram não foi para analisar os *cashflows* das centrais.

Por isso, eu disse... O que me puseram à frente não foi «estude a natureza dos *cashflows*». Não! O que me pediram não foi isso e, portanto, aquilo a que respondi não foi a essa pergunta.

Portanto, não tenho elementos que possa trazer. Tenho pena, mas não consigo dar mais do que tenho.

A Sr.^a **Presidente**: — Tem, então, a palavra, de imediato, o Sr. Deputado Bruno Dias, do Grupo Parlamentar do Partido Comunista Português.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Sr.^a Presidente, começo por cumprimentar os Srs. Profs. João Duque e Pedro Verga Matos e agradecer o contributo e a reflexão que têm partilhado connosco.

O estudo, de 2012, que o Sr. Prof. João Duque conduziu e que a equipa que dirigiu levou a efeito, na base daquilo que o Sr. Professor tem vindo aqui a explicar, assenta fundamentalmente, pelo que pudemos todos compreender, na diferença dos cenários de risco associados ao negócio, à atividade em regime CMEC, comparativamente com o grau de risco associado à atividade a desenvolver, ou desenvolvida, em regime CAE. E, se bem entendemos, posso dizer que, contada em notas de euro — ajude-me só

a verificar a diferença, porque, olhando para uma página que não sei se posso referir, já que é confidencial, com audácia, vou arriscar um número —, a anuidade estava considerada em 82 milhões, relativamente aos CMEC, mas há uma estimativa de que, com a apropriada taxa de desconto, considerando o risco de forma mais sólida, em vez de em 82, estaríamos em 125. A minha dúvida é a de saber se estaríamos em 125 ou em 101, tendo em conta o que é colocado nos cenários da equipa, porque 101 é considerado o valor central, entre aspas.

Gostaria que nos ajudasse a compreender essa questão, Sr. Professor.

A Sr.^a **Presidente**: — Para responder, tem a palavra, Sr. Professor.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr. Deputado, quando se faz o desconto dos *cashflows*, tendo em conta duas taxas diferentes de atualização e que a projeção do nível de risco é diferenciada também no tempo, o valor atual da diferença não é aquele que ficou acordado, que é público e conhecido, e que é o dos 833 milhões de euros, é um valor um bocadinho superior, aliás, um bocado superior. Não é um bocadinho, é um bocado, mas não interessa.

Desculpem, costumo dizer que um economista não adjetiva e, portanto, não devia adjetivar, devia limitar-me a dar o número, mas, como isto é confidencial, não quero dar o número, digo apenas que é um número superior. Esse número seria aquilo que deveria ter sido pago para compensar a passagem de um regime para outro. E, lá está, mais uma vez refiro que, se isso tivesse sido pago na altura, nem haveria mais discussão sobre o assunto. Por que é que há discussão? Porque se resolveu transformar aquela diferença numa renda de 20 termos constantes, anuais, ou seja, numa anuidade

Agora, como é que se calcula a anuidade? Ou usamos uma determinada taxa ou usamos outra taxa. Consoante usarmos uma taxa ou outra taxa, que já aqui foram referidas, vamos ter um número ou outro.

O que nos parece adequado, face ao nível de risco do projeto, até seria a taxa que já aqui referi. De acordo com o nível de risco do projeto, a taxa seria a mais elevada. Porquê? Porque os *cashflows* são de risco. É claro que podemos mitigar a coisa e dizer assim: «Atenção, quem vai pagar isso, agora, vai ser outra entidade e não esta, portanto, transformámos um *cashflow* numa renda, de uma entidade muito segura». Admito isso. Então, voltemos outra vez à taxa sem risco para calcular a anuidade, que agora é diferente, é uma anuidade que não tem a ver com o fluxo de preços no mercado, mas é uma compensação que alguém, uma entidade muito credível, que vamos dizer que é *triple-A*, em termos de *rating*, e, portanto, vou assumir que, para ela, o custo de oportunidade de capital é os 4,85%. Então, faço o desconto.

Colocámos dois cenários alternativos extremos. Admito que o que me parece mais aceitável, sinceramente, é o mais baixo, isto é, aquele que dá uma renda mais baixa, mas superior, de qualquer das formas, àquela que está acordada, dada a garantia, a natureza de quem paga, neste caso, não é a origem dos *cashflows*.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — A minha questão, decorrente dessa matéria — e penso que compreenderá a pergunta vinda de um não técnico, de um não especialista —, é a seguinte: estamos a considerar aquilo que é, como o Sr. Professor disse mesmo agora, o nível de risco do projeto, ou seja, as unidades às quais se aplicam os contratos, que são os CAE, ou estamos a falar do grau de risco associado à empresa EDP?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Há aqui duas coisas muito diferentes. Uma coisa são os *cashflows* que espero que venham da atividade, e esses são incertos.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Atividade da unidade ou atividade da EDP?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Da atividade da unidade de produção da eletricidade.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Daquela central?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Das centrais. Do portefólio, são 33 contratos, não é?

Portanto, da atividade geradora de eletricidade, de venda, etc., há uns fluxos previsíveis, que são os dos preços, e, aí, o que se procura saber é qual a remuneração adequada para, com determinado tipo de *funding*, imputar o custo do capital para calcular o valor atual desses *cashflows*.

Uma vez calculado o valor diferencial... Imagine que eram 833 milhões, que me devem 833 milhões. Agora, diziam-me: «Quem é que vai pagar? Vai pagar o Estado grego, o Estado português ou o Estado alemão?» O valor é igual. A minha resposta seria assim: «Bom, se for o Estado alemão, aceito uma renda; se for o Estado português, uma renda um bocadinho superior; se for o Estado grego, uma renda bastante maior.» Porquê? Porque a minha perceção de risco do pagador é diferente. Por isso, as taxas de desconto devem ser diferentes.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Mas, Sr. Professor, como dizia o outro, «na prática, a teoria é outra», porque não estamos a falar do Estado grego, estamos a falar do MIBEL. É no quadro do MIBEL que tudo isto se aplica. Ou isto foi calculado na ignorância de que se destinava ao MIBEL?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Falo da energia que era produzida no mercado grossista.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não. O preço de referência será o mercado do MIBEL, mas isso é para avaliar os *cashflows* que vêm da operação de exploração da eletricidade.

Quando passamos para o negócio puramente financeiro, um negócio puramente financeiro é chegar ao banco e dizer assim: «Preciso de 833 milhões. Por favor, diga-me quanto é que vou pagar, durante 20 anos, para amortizar e pagar os juros». Se eu for lá, provavelmente dizem-me: «O senhor não tem dinheiro, por isso vou cobrar-lhe uma taxa elevadíssima»; se o Sr. Deputado for lá, provavelmente vão cobrar-lhe uma taxa baixa, porque consideram que é uma pessoa...

Isto é, o que está aqui em causa é a natureza de quem paga e como quem paga, parece-me a mim, é uma entidade a quem dou muito crédito, e, portanto, o risco é muito baixo, admito que a taxa de desconto para calcular a anuidade seja a mais baixa.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Peço desculpa, Sr. Professor, mas há aqui um mal-entendido e o problema é de quem está a fazer a pergunta.

A minha questão tem a ver com o segundo cenário, decorrente dos CMEC e o grau de risco a eles subjacente, em que há, segundo a explicação que nos tem estado a dar, um aumento do risco associado, que implica uma diferente taxa de desconto.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Exatamente!

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Daí eu ter perguntado se estávamos a falar do risco associado aos *cashflows* daquelas unidades de produção às quais se aplicam os CMEC, cada um em concreto, ou se estamos a falar do grau de risco associado a esses e aos outros todos que entram, depois, para as contas da EDP. Não sei se me faço entender.

É que, se formos a ver bem, o que acontece, nomeadamente na fase posterior ao próprio processo da conversão dos CAE em CMEC, se olharmos para as várias circunstâncias e os vários fatores que têm a ver com a atividade da EDP, inclusivamente daquelas unidades de produção em que não se aplica qualquer CMEC mas que têm, por exemplo, tarifas *feed-in*, estamos a falar de um cenário em que o grau de risco é, convenhamos, «à prova de bala», praticamente. Isto falando da EDP, mesmo que não falemos daquelas centrais, daquelas unidades, porque «o segredo da rolha», como diz o outro, é ativar e colocar a energia produzida por esta central, ou por aquela, ou pela outra, otimizando, aqui, o funcionamento da própria base de financiamento e a própria tarifa que daí resulta.

Isto significa que, se estamos a olhar para o risco dos *cashflows* associados a estes contratos e não olhamos para o quadro geral do risco, que a EDP não tem, é a mesma coisa que medirmos a potência de um navio olhando para um motor e ignorando os outros. Não sei se me faço entender na objeção ou na dúvida que estou a formular.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr. Deputado, vamos lá ver, temos de nos centrar antes dos acontecimentos, antes de os *cashflows* efetivos se verificarem, antes dos preços, etc.

Temos de estar naquele momento em que vamos passar de um regime que conhecemos, que é seguro, para um regime que desconhecemos. Isto é um exercício difícil de fazer, que é o de voltarmos para trás, imaginarmos

que não conhecemos nada para a frente e recuperar todos os anseios, todas as nossas dúvidas e temores da altura. E é assim que se avalia.

Se eu estiver, hoje, a fazer uma projeção de *cashflows* a 20 anos, não faço ideia e, portanto, volto lá atrás, vou para aquela data, da renegociação, e vou projetar *cashflows* em regime de preço livre.

Oiça, eu não sei, não estava na EDP...

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Sabendo o que sabe hoje ou sabendo o que sabia naquela altura?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não. Temos de fazer esse exercício sabendo o que sabíamos na altura e exclusivamente isso! Isto é muito difícil de fazer, digo-vos, isto é extremamente difícil de fazer! É o mesmo que comprar o bilhete da lotaria à segunda-feira. É o que estamos a fazer. E dizer que não deviam ter feito assim, porque as taxas de juro subiram, ou porque as taxas de juro desceram, pois, agora é fácilimo. Se as taxas de juro tivessem continuado a galopar, então, a EDP estava...

Risos do Deputado do PCP Bruno Dias.

Não. É o que lhe estou a dizer. É que nós estivemos com taxas de juro Euribor a 5%! Vocês recordam-se! Os portugueses estavam desesperados para pagarem as amortizações das casas!

Isto, para lhe dizer que é muito fácil nós, hoje,...

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Mas, Sr. Professor, há coisas que são mais previsíveis ou menos previsíveis.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr. Deputado, mas o facto é que não é previsível.

Vamos lá ver: se há um ano me perguntasse qual era a taxa de juro que eu previa para hoje — e considero-me uma pessoa minimamente informada —, diria que tinha um valor muito superior ao que se verifica. Não acreditava que ainda fosse possível estarmos, hoje, a viver com taxas de juro ao nível em que estamos. Já foi anunciado tudo! Já se disse tudo! O que é preciso mais para as taxas de juro subirem?! Eu nem sei, não consigo perceber.

Portanto, isto para vos dizer que, às vezes, os mercados têm comportamentos que são difíceis de prever. Mas o que posso dizer, com todo o rigor técnico, é o seguinte: vou lá atrás e vou reconhecer quais são os *cashflows* associados à exploração.

Os *cashflows* associados à exploração são de dois níveis: os custos e os proveitos. Em relação aos custos, considera-se que, quer no regime CAE, quer no regime CMEC, não muda nada. Não iria mudar! Foi o que se reconheceu e, aparentemente, os outros estudos da Secretaria de Estado da Energia também não puseram isso em causa. Onde é que estava a diferença? Estaria mais nos *cash inflows*, num caso protegidos pelos CAE, noutros casos, uma parte ainda, de certa maneira, num período de almofada ou de segurança e, a partir dali, em regime livre, isto é, a partir dali, as contas são mesmo a doer e encostam-se ao preço de mercado.

Na altura, as projeções que fizeram, para o preço de mercado, foram aquelas. Mas, repare, é errado, hoje — hoje! —, com o conhecimento que temos, apesar de ser muito fácil fazê-lo, irmos lá atrás e dizermos que, na altura, deviam ter projetado de maneira diferente. Isto porque, na altura da previsão, era esse o melhor conhecimento. E, se as duas partes acordaram, estavam, com certeza, bastante seguras de que aqueles *cashflows* eram razoáveis.

Não sou tecnicamente competente para discutir o esmiuçar dos *cashflows*, mas acho que pode haver discussão na interpretação das taxas. E, aí, como já referi e volto a referir, há dois problemas.

Primeiro: como é que se descontam os *cashflows* que vêm da exploração associada aos preços da energia? Deve ser usada uma taxa adequada ao nível de risco da incerteza desses *cashflows*, coisa que não existe no regime CAE. Depois, apuram-se as diferenças e diz-se: «Agora vamos transformar isto numa renda». Quem é que paga? Uma entidade altamente credível. Podia ser o Estado português, a REN, isto é, qualquer um deles, a mim, não me levanta qualquer suspeita, e uma vez que, aí sim, a entidade é muito credível, aceito que a renda tenha um custo de capital implícito muito baixo, encostado, nomeadamente, às Obrigações do Tesouro. Por isso é que eu disse que, dos números que citou, não querendo levantar a confidencialidade, o mais baixo parece-me o mais adequado.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Gostava de retomar uma questão a que o Sr. Professor, há pouco, respondeu sobre as circunstâncias em que este estudo foi iniciado e em que se realizou.

O Sr. Professor, há pouco, dizia, e procurei apontar com o maior rigor que pude, que o Dr. António Mexia ou o Dr. Manso Neto, já não se recorda ao certo, lhe telefonou a perguntar se podia participar num estudo sobre os CMEC e a passagem dos CAE aos CMEC, e que foi a partir daí que as coisas se desenvolveram para que o estudo se realizasse. Queria regressar a essa questão para perguntar, daquilo que é do seu conhecimento, em que termos, ou em que medida, é que esta relação entre o ISEG e o Grupo EDP tem originado outro tipo de iniciativas, para além deste estudo.

A Sr.^a **Presidente**: — Tem a palavra, Sr. Professor.

O Sr. Prof. **João Duque**: — A EDP é uma entidade fundadora da Fundação Económicas e o Dr. João Manso Neto já foi membro do Conselho de Escola do ISEG — deixe-me ver se há mais alguma coisa que possa recordar...

O Sr. Prof. **Pedro Verga Matos**: — Temos alunos de pós-graduação que são...

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não sei se me recordo de mais alguma questão. Não me parece que exista...

Por exemplo, a EDP nunca financiou de forma visível, pelo menos mais do que os fundadores, a Fundação Económicas. Não sei se há uma sala EDP, há umas salas que são patrocinadas por entidades/empresas e algumas delas... Mas parece-me que a EDP não tem.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Queria pedir-lhe que nos ajudasse a compreender quais foram os critérios que levaram a que fosse concedido o grau de doutor *honoris causa* ao Dr. Eduardo Catroga, enquanto *chairman* da EDP.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Já agora, ao Dr. António Mexia também foi outorgado o doutoramento *honoris causa* pela Universidade de Lisboa.

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — O Dr. Eduardo Catroga, *chairman* da EDP, o Dr. António Mexia, presidente executivo da EDP, e o Dr. António de Almeida, presidente da Fundação EDP, doutores *honoris causa* em 2012 e 2013.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sim, sim, é verdade, esqueci-me de falar dos doutoramentos *honoris causa*.

Os doutoramentos *honoris causa* são propostos e são votados no Conselho Científico. Eu, na altura, era presidente da escola e, como presidente do Conselho Científico, nem sequer tinha voto, portanto estou absolutamente à vontade.

Foram votados por maioria, suponho eu, alguns casos foram propostos internamente, por professores da escola, alguns casos foram propostos pelo reitor, depois foram ao senado, houve atribuição e, por acaso, pode parecer uma estranha coincidência.

De qualquer das formas o que é que vos posso dizer? O Eduardo Catroga foi aluno da escola, sempre esteve ligado à escola, era docente da escola e, depois de se aposentar, chegou a colaborar com o ISEG dando aulas gratuitamente, *pro bono*, e, por isso, os colegas reconheceram que faria sentido propor o doutoramento *honoris causa*. Foi uma fase em que a escola outorgou doutoramentos *honoris causa* a pessoas do mercado e a pessoas de origem académica, aliás, à semelhança de outras universidades que também o fazem.

No caso do António de Almeida, ele foi antigo aluno, fez um percurso que não tem a ver com a EDP, fez um percurso como Secretário de Estado, esteve na banca, esteve no BEI (Banco Europeu de Investimento), etc., juntou-se, mais tarde, ao ISEG, colaborando na Comissão Estatutária, e depois foi presidente do Conselho de Escola, por essa via.

O António Mexia foi uma proposta feita pelo Sr. Reitor, infelizmente já falecido, portanto não posso perguntar por que é que ele fez a proposta. De qualquer das formas, a proposta do doutoramento *honoris causa* foi feita através do ISEG, porque o António Mexia é economista e não fazia muito sentido ser outra escola a fazer esse enquadramento.

Em todo o caso, já agora referenciando, não tenho conhecimento de que a escola tenha beneficiado de algo com esses doutoramentos *honoris causa*, tirando a relação das pessoas anteriores a eles, nem é posteriores...

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Esta observação tem a ver apenas com este padrão que identificamos facilmente nos únicos anos em que, praticamente, há este grau concedido, ao fim de oito anos; o último tinha sido em 2004 e, depois, no ano de 2012 e 2013, há aqui um conjunto de graus concedidos a pessoas de uma forma mais em padrão, e a expressão que usou «estranha coincidência» tem a ver efetivamente com esta observação.

Para terminar, queria colocar ainda uma questão que tem a ver com este estudo e com o envolvimento dos seus autores. Isto é, em que medida é que, para além da própria elaboração do estudo, tem havido outros momentos — por exemplo, hoje estamos aqui, nesta reunião da Comissão de Inquérito — em que os Srs. Professores, enquanto autores deste estudo, tenham sido chamados, digamos assim, a participar na discussão do mesmo, a participar no debate sobre esta temática que o estudo abordou?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não, nunca!

O Sr. **Bruno Dias** (PCP): — Desde que entregaram?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sim, desde que entregámos, ficou selado.

Risos.

A Sr.^a **Presidente**: — No que respeita a esta primeira ronda de pergunta/resposta, vamos entrar na última inquirição, por parte do Grupo Parlamentar do PSD, pelo que tem a palavra a Sr.^a Deputada Helga Correia.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr.^a Presidente, começo por lhe apresentar os meus cumprimentos, bem como às Sr.^{as} e Srs. Deputados. Cumprimento também os Srs. Profs. João Duque e Pedro Verga Matos. Agradeço, desde já, os contributos dados na sua exposição inicial, essenciais para o debate desta tarde, e aqueles que ainda podem ser dados no decorrer desta audição.

O Sr. Professor foi convidado para esta Comissão Parlamentar de Inquérito com o intuito de ajudar a esclarecer esta Comissão, e todos os portugueses, sobre aspetos financeiros associados às temáticas de abordagem desta CPI e, Sr. Professor, gostaria de pegar na questão da privatização.

Achamos muito interessante a sua posição sobre a terceira fase da privatização da EDP, mas não ficou claro se essa privatização teve algum acréscimo de custos ou rendas para os consumidores de energia e, assim, gostaríamos que clarificasse esta questão.

A Sr.^a **Presidente**: — Sr. Professor, tenha a gentileza.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não posso responder porque não tenho informação. A terceira fase é a fase da venda do *stake* da última percentagem.

Dá-me ideia que não, mas não tenho a certeza. Não consigo dizer que tenha havido uma alteração de trajeto, acho que não.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, em resultado de um pedido de informação efetuado à EDP, tivemos conhecimento de que o Sr. Professor efetuou um trabalho sobre os aspetos financeiros relacionados com os CMEC e com a prorrogação da concessão do domínio público hídrico.

Posto isto, e para que fique claro, gostaria de saber qual o objetivo do trabalho que o Sr. Professor elaborou sobre as rendas excessivas.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Para ficar muito claro, aquilo que nos foi pedido foi para verificarmos se o valor do cálculo dos CAE, comparativo com aquilo que era o custo do capital, isto é, se a taxa de custo do capital dos CAE inicial estava ou não enquadrada com aquilo que é uma taxa razoável de custo de oportunidade de capital, para a data, e, depois, se na passagem dos CAE para os CMEC havia alguma diferença e se essa diferença se justificava.

Basicamente, foi o que nos perguntaram. Face a isso, a conclusão é aquela que já apresentei. Muito estruturalmente, não nos parece que a EDP tenha sido beneficiada. Não estou a discutir os *cashflows*, estou a discutir o valor atual dos *cashflows* ou as taxas usadas para descontar esses *cashflows*, o que quer dizer que, tendo em conta as condições originais, por exemplo, das taxas de custo da dívida pública portuguesa, e a taxa real usada para descontar os *cashflows* iniciais dos CAE, não se nota uma diferença, pelo contrário, até é ligeiramente abaixo. Portanto, nesse sentido, é um bocadinho estranho ter um β negativo, até parece que a eletricidade tem um β negativo, mas não tem, isto quer dizer que o risco não é contrário ao mercado, mas enfim. Portanto, quer dizer que nem aí nem mais tarde verificámos que havia um desequilíbrio face às condições de custo de oportunidade para fazer o desconto dos *cashflows*.

Não nos pronunciámos sobre os valores dos *cashflows* e, portanto, não me posso pronunciar sobre aquilo que não estudei, nem sequer fiz uma relação sobre a eficiência, os custos, etc. Não fiz. Limitámo-nos a estes factos muito concretos que nos foram pedidos.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, das audições anteriores, julgo que já será possível retirar algumas conclusões relativas às rendas ditas excessivas do setor da energia. Vejam os CAE da Turbogás e da Tejo

Energia, CAE privados, que foram atribuídos e assinados com investidores privados pelo então Ministro Eng.º Mira Amaral, num contexto de um concurso internacional.

Os CAE da EDP foram negociados e assinados no Governo do Eng.º António Guterres, sem concurso público, em termos muito semelhantes aos CAE privados, exceto quanto à taxa de remuneração, que foi um pouco inferior.

Coloco-lhe três questões, Sr. Professor: considera que o processo competitivo seguido na altura determinou uma remuneração justa para aqueles produtores? Sendo os CAE ativos praticamente sem risco, como justifica a taxa de rentabilidade de 8,5% atribuída aos CAE da EDP? Está de acordo com o entendimento de que são os CAE, quer os privados, quer os CAE da EDP, que configuram as primeiras rendas aos produtores de energia elétrica?

O Sr. Prof. **João Duque**: — O processo competitivo é justo?

Bem, para mim, um processo competitivo é sempre mais justo; se não é justo é sempre mais justo do que um processo negocial, a menos que o processo negocial decalque as condições dos processos competitivos e até há modelos assim: usamos como preço de negócio privado aquilo que é um preço público estabelecido num concurso. Portanto, acho que é mais justo, seguramente.

Sobre a questão dos 8,5%, este valor é uma taxa em linha com o custo de oportunidade do capital na altura. Se formos ver quais são as taxas de custo do capital da dívida da República e se compararmos isso com os números que temos aqui, vamos ver que, tendo em conta o efeito da inflação, os valores estão relativamente em linha. Portanto, não há aqui uma diferença, isto é, na altura, a dívida pública portuguesa negociava a taxas muito superiores, muito elevadas. Temos de ir ver historicamente quais são as taxas

de custo de capital. Recordo-me de uma vez passar ali, no Marquês de Pombal, e ver um cartaz a cobrir um prédio inteiro que dizia «crédito à habitação a 9,99%». Isto é um momento histórico!

É o momento histórico em que é o primeiro banco que se desafia no mercado a oferecer dinheiro para compra de habitação própria a 9,99%. Meus caros, isto, hoje, é usura do pior; na altura, foi um passo de uma extraordinária audácia fazer isso. Por isso é que temos de pôr as coisas no tempo. Os 8,5% parece-nos agora um valor muito elevado, mas foi assim negociado.

Quanto aos CAE iniciais, já chamei aqui a atenção para a origem da causa primeira, mas a origem da causa primeira deve ser questionada, e parece-me que o Eng.º Mira Amaral já contou a história, sobre a razão de ser dos CAE. Não tenho mais nada a dizer.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, o estudo das rendas excessivas elaborado pela Secretaria de Estado da Energia, doravante referido como «estudo das rendas excessivas», compara as taxas fixas, em meados da década de 90, com o custo de capital do produtor calculado anos depois.

Considera adequada esta abordagem seguida pelo trabalho da Secretaria de Estado da Energia?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não podemos estar a comparar... Vamos lá ver, quando estamos a calcular valores atuais líquidos, à data, para estabelecer um contrato ou estabelecer a valorização de um ativo, etc., o que fazemos é usar as taxas que achamos adequadas e que conhecemos neste momento. Foi assim que vendedores, durante estes últimos anos, estiveram a fazer quando venderam património imobiliário. Hoje, estão arrependidos, se calhar, de terem vendido algum do património imobiliário há dois ou três

anos. Se tivessem aguentado mais um tempo, teriam agora vendido muito melhor, mas o que não posso dizer que o negócio feito há dois anos agora se vai desfazer porque hoje as taxas estão diferentes e os preços são diferentes. As partes acordaram, em liberdade total, e com o melhor do conhecimento que tinham, que aquele era o preço adequado, em função das taxas adequadas.

Fazer essa crítica não é justo, a meu ver, e não se pode fazer uma coisa dessas. Posso comparar o benefício que tive face àquilo que esperava ter, etc., mas não, e acho eu que é ilícito, para inculcar responsabilidades. Senão, neste momento, os vendedores imobiliários, todos, estão sob fogo porque venderam mal, e estava-se mesmo a ver, obviamente, há quatro ou cinco anos, que o imobiliário em Lisboa e no Porto ia disparar de uma forma absurda.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, foi referido em audições anteriores que o Estado, ao criar o CAE da EDP, tentou «embelezar a noiva» com vista ao processo de privatização que estava a ser preparado.

Mesmo que, por hipótese, se tenha embelezado a noiva, as perguntas que lhe faço são: quem ficou com o dote? No fundo, quem beneficiou da valorização da EDP? Poderemos falar de transferências dos consumidores de eletricidade em favor do Orçamento do Estado?

O Sr. Prof. **João Duque**: — No pressuposto de que o mercado financeiro é minimamente eficiente, se a noiva ia mais bonita para o casamento, mais embelezada, com um dote melhor, seguramente que quem comprou, pagou.

O Sr. **Hélder Amaral** (CDS-PP): — E o pai ficou contente!

O Sr. Prof. **João Duque**: — Portanto, pagou este benefício.

Isto supostamente, se o mercado é minimamente eficiente, e não tenho razões para acreditar que as pessoas... Já dei conta dessa preocupação para irmos todos ver os prospetos da EDP, pelo menos das ofertas públicas de venda, para ver se não estão lá direitinhas referências aos CAE e aos CMEC, porque, então, aí, é que não há a mínima dúvida: o preço seria, seguramente, um preço que teria dito, de modo explícito, «ter em conta aquele rendimento».

Se assim foi, o Estado, com certeza, de alguma maneira, já recebeu aquilo que seria, supostamente, o valor atual líquido dessas rendas futuras à taxa de custo de oportunidade adequado dessa altura.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, na audição de ontem, o Sr. Prof. Vítor Santos referiu que o regulador ficou de mãos e pés atados em relação à regulação com a passagem dos CAE para os CMEC.

O Sr. Professor já referiu hoje que não se sente conhecedor destes temas da regulação energética, para além das questões financeiras. Considerando, Sr. Professor, que os CAE, no fundo, eram uma renda fixa a favor da EDP e que os CMEC, pelo que o Sr. Professor referiu, apenas visavam restabelecer essa renda, se o regulador não tinha nenhum poder regulatório, em termos financeiros, face aos CAE, como é que pode, então, ter perdido poderes na passagem para os CMEC?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não faço ideia! Não estou a ver como... Mas, se calhar, não era em termos financeiros. Não sei, não sei.

O Vítor Santos, meu colega, é que pode justificar essa frase.

As condições estavam definidas, eram aquelas, a renda estava estabelecida, agora era só pagar. Em termos financeiros, não vejo diferença,

não vejo que haja alteração. Atenção, pode haver outros aspetos que possam ter alterado. Não estou a ver.

Quando vi a legislação não estava minimamente preocupado com esses aspetos para os quais chamou a atenção. Infelizmente não vos posso dar luz sobre isso.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — O Sr. Professor referiu que a passagem dos CAE para os CMEC foi neutra ou negativa para a EDP. Como justifica esta afirmação?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Feitas as contas, descontando os fluxos de caixa, como referi, e tendo em conta o valor atual líquido dos dois fluxos, a partir do momento em que se considera uma alternativa aos fluxos que proviriam dos CAE, essa diferença, que foi apurada e é pública, de 833 milhões, foi a considerada justa entre duas partes, entre quem paga e quem recebe. Fazendo as contas, tal como advogamos, essa diferença até nem é completamente justa, no sentido em que não há equilíbrio financeiro total.

Atenção que até pode haver justiça, mas vai para além daquilo que é a minha análise, porque, como disse, limitei a minha análise ao aspeto estritamente financeiro do negócio. Portanto, não tenho a certeza de que não possa haver outras compensações, outras coisas, que possam ter feito, de alguma forma, um contrapeso adicional. Não sei.

Mas, admitindo que não houve contrapeso, há uma ligeira diferença e essa diferença é justificada pelo facto de as taxas serem diferenciadas, pelo que o valor deveria ser, até, ligeiramente superior.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, considera que a metodologia defendida no trabalho da Secretaria de Estado da Energia, em 2012, é correta do ponto de vista financeiro? Tem razão aquele trabalho

quando concluiu que há rendas excessivas resultantes da utilização das taxas de desconto distintas?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Reconhecemos que as taxas devem ser distintas pela natureza do risco que está envolvido nos *cashflows*. Portanto, a haver rendas excessivas, com certeza que elas não devem advir daí. Não concordo, não me revejo nessa afirmação.

A haver, e não digo que não haja, não é por aqui, com certeza. Não me parece que seja por aqui, porque, aqui, o que nos limitamos a fazer é descontar dois fluxos de caixa, um com um grau de risco mínimo e outro com um grau de risco que não só nos parece ser mais elevado, como, ainda por cima, há uma portaria que me diz o método a ter em consideração, sendo que esse método não só mede o custo do capital próprio associado à atividade, bem como de capital alheio associado à atividade e o *mix* desse capital. Portanto, não me revejo nessa afirmação.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, o Decreto-Lei n.º 240/2004, dos CMEC, prevê a utilização da mais baixa de duas taxas para calcular a anuidade a pagar à EDP, nomeadamente a taxa de juro baseada no custo de capital do produtor ou a taxa de juro decorrente da titularização da parcela fixa dos CMEC.

Deixo três questões: na sua opinião, estas opções asseguravam o equilíbrio contratual face aos CAE? Em teoria, qual seria a mais favorável? Que motivos entende poderem justificar que não tenha sido feita nenhuma operação de titularização da parcela fixa dos CMEC?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Vou pedir-vos desculpa, mas não estou em condições técnicas...

Para ser tecnicamente justo e competente para vos ajudar, acho que não posso responder, porque não fiz a análise. Não fiz análise dos impactos e, portanto, não estou em condições, com este nível de pergunta técnica, de vos dar uma resposta que seja tecnicamente habilitada.

Não estudámos, de todo, não vimos... Lá está, o nível de pergunta que colocam, e que faz todo o sentido, não foi objeto da nossa análise. Isto não é uma questão de opinião, não é uma questão de sensibilidade, é uma questão muito técnica, pelo que não devo responder, porque não toquei nela.

A Sr.^a **Presidente**: — Sr.^a Deputada, tem a palavra.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, no trabalho da Secretaria de Estado da Energia consta um anexo produzido pela *Cambridge Economic Policy Associates* (CEPA). Frequentemente, esse anexo é confundido com o trabalho da Secretaria de Estado e usado como argumento para fundamentar a existência de rendas excessivas.

Na sua opinião, como especialista que analisou, do ponto de vista objetivo e técnico, esse anexo, o que se lhe oferece dizer? As taxas a que a CEPA chega suportam a tese das rendas excessivas?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Aceitámos como boas, validámos e fomos ver qual era a razão, por exemplo, as taxas de custo de capital para 2007. Aceitámos e achámos que a metodologia estava certa, foi isso que usámos do trabalho deles e, portanto, aí corrobóramos os seus dados.

As tais rendas excessivas, volto a sublinhar, que podem existir, podem ter muitas outras origens. Não me parece é que elas advenham desta taxa de custo de capital que está associada a uma atividade que tem algum nível de risco e que tem um *mix* de financiamento e, por essa via, é aquilo que o mercado exige para remunerar uma empresa que se dedica a fazer o que faz

a EDP, tendo em conta que o preço é o do mercado e que tem um determinado *mix* de financiamento.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, subscreve as conclusões do trabalho produzido pelo gabinete do Secretário de Estado da Energia de 2012? E, já agora, como resumiria as principais conclusões do relatório produzido por si?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sr.^a Deputada, já agora, pode informar-me quais são as conclusões a que se refere? Há muitas conclusões e eu não quero deitar fora o bebé com a água do banho!

Usámos dados que são comuns, há pressupostos que são comuns e há coisas que são diferentes. Portanto, se calhar, não rejeito tudo. Chamei a atenção para aquilo que vi que é diferencial e há uma diferença e nessa diferença não corroboro as conclusões. O resto, sinceramente, não estive a validar...

O meu trabalho não foi propriamente estar a validar, passo a passo, todos os elementos do relatório da Secretaria de Estado, mas há um que me chamou particularmente a atenção e é esse que é várias vezes referido.

Há uma diferença e essa diferença é na forma como encaramos o risco dos *cashflows* e aí não corroboro as conclusões, não posso corroborar.

Quanto às nossas últimas conclusões, refiro outra vez que não nos parece que os CAE negociados inicialmente estivessem fora do que é a remuneração associada a um ativo sem risco à data. Na passagem dos CAE para os CMEC, tendo em conta a nossa avaliação, podemos, com um encolher dos ombros, com muita benevolência, achar que está bem, que há alguma razoabilidade, que aceitamos. Em bom rigor técnico, acho até que, a haver uma diferença, essa diferença penalizou a EDP.

A Sr.^a **Presidente**: — Faça favor, Sr.^a Deputada.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, considera adequado o valor pago pela EDP, de 759 milhões de euros, pelo direito de utilização do domínio público hídrico, tendo em conta que a EDP prescindiu de receber o valor residual dos ativos das centrais hidroelétricas?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Pois, não fizemos essa avaliação. Limitámo-nos a apreciar a possibilidade de haver uma taxa diferencial nos dois *cashflows*. Portanto, não posso ir para além disso, porque não conseguimos dados para o fazer.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Na sua opinião, entende que o trabalho da Secretaria de Estado da Energia, de 2012, usa uma metodologia correta para sustentar que as rendas excessivas, no caso do domínio público hídrico, são da ordem dos 800 milhões de euros?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não tenho dados nem para suportar nem para refutar essa afirmação.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, que opinião técnica tem sobre as entidades independentes CaixaBI (Caixa Banco de Investimento) e Credit Suisse que efetuaram as avaliações do domínio público hídrico a pedido do governo?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Não tenho motivos para desconfiar, acho que... Se calhar, se estivesse no papel dos responsáveis da altura, pedia — sinceramente, porque não? — uma entidade nacional e outra internacional. Porque não? E, sendo uma nacional, porque não a CaixaBI?

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr. Professor, a utilização de taxas distintas para atualizar o valor residual das centrais e o valor das receitas em mercado dessas centrais, conforme previa o Decreto-Lei n.º 226-A/2007, promulgado pelo então Ministro Manuel Pinho, é correta? Ou deveria ter sido usada apenas uma taxa, conforme propôs a REN? E porquê?

O Sr. Prof. **João Duque**: — Aqui, mais uma vez, também reconhecemos que os *cashflows* aparentam um nível de risco diferencial, exatamente porque a extensão é feita com base numa projeção de preços em mercado com risco. Os *cashflows* têm risco e, portanto, achamos que existe razão para diferenciar as taxas.

Atenção que não nos pronunciámos sobre as taxas, achamos que há motivo para haver diferença. Mais nada, neste caso.

A Sr.^a **Presidente**: — A Sr.^a Deputada deseja ainda usar da palavra. Faça favor.

A Sr.^a **Helga Correia** (PSD): — Sr.^a Presidente, só mesmo para concluir, queria agradecer ao Sr. Professor os contributos dados nesta audição.

A Sr.^a **Presidente**: — Questiono as Sr.^{as} e os Srs. Deputados no sentido de saber se desejam fazer segunda ronda. Já nos foi dito, informalmente, que o PS prescinde, o PSD prescinde...

O Sr. **Jorge Paulo Oliveira** (PSD): — Sr.^a Presidente, de facto, em termos de rondas, o PSD prescinde, mas o Deputado António Topa...

A Sr.^a **Presidente**: — Não prescinde?

O Sr. **Jorge Paulo Oliveira** (PSD): — ... pretende usar da palavra.

Portanto, prescindimos das rondas dos 5 minutos e dos 3 minutos, mas queria sinalizar a intenção do Deputado António Topa de usar os 2 minutos. Era isso que queria dizer.

A Sr.^a **Presidente**: — Sim, senhor. Mais nenhum dos Srs. Deputados pretende usar da palavra?

Assim sendo, Sr. Professor, as Sr.^{as} e os Srs. Deputados prescindiram da segunda e terceira rondas e apenas — «apenas» mas muito relevante — o Sr. Deputado António Topa, do Grupo Parlamentar do PSD, pretende fazer uso dos 2 minutos que cada Sr. Deputado tem. Vou dar a palavra ao Sr. Deputado para colocar a questão e o Sr. Professor responderá no fim.

Sr. Deputado António Topa, queira ter a gentileza, por favor.

O Sr. **António Topa** (PSD): — Sr.^a Presidente, gostaria de cumprimentar o Sr. Professor.

Sr. Professor, foram aqui referidos os riscos dos *cashflows*. No caso da taxa de remuneração do capital da EDP, que tipo de riscos é que estavam em discussão? Essencialmente, numa produtora que recebe dos consumidores, neste caso, até, e que tem a possibilidade de, quando eles não pagam, lhes cortar a luz, eventualmente, que tipo de riscos é que existiriam?

Mais uma situação, Sr. Professor: ao longo destes anos todos, desde 1995, foram criados os CAE, os CMEC. Foram efetuados por algum governo, na sua opinião, cortes nas rendas de energia até à data de hoje? Tem conhecimento de cortes que tenham sido efetuados? E podia explicitar, se tem conhecimento, quais foram?

Sr. Professor, há quem diga que a extensão da central de Sines foi efetuada sem concurso e foi emitida uma licença de exploração para a EDP. Há quem diga que havia determinada legislação que permitia que isso acontecesse, que ela fosse efetuada sem concurso e sem prazo de extensão. Há quem diga que esta licença — chamemos-lhe assim — foi emitida por um diretor-geral. Pergunto-lhe: uma coisa desta importância, uma licença emitida por um diretor-geral, sem qualquer concurso e sem prazo, não acha isto estranho? Esta era outra questão que lhe queria colocar.

Sobre as taxas de remuneração do capital, pergunto-lhe se não acha estranho que, por exemplo, o Ministro Manuel Pinho tenha feito o seguinte: quando era para beneficiar a EDP, as taxas de remuneração do capital eram superiores, quando era para beneficiar o Estado, as taxas de remuneração do capital eram inferiores. Havia estudos do CaixaBank e do Credit Suisse, mas, por exemplo, havia pareceres da ERSE...

A Sr.^a **Presidente**: — Tem de concluir, Sr. Deputado.

O Sr. **António Topa** (PSD): — ... e da REN, que, na altura, era pública, a defender um valor diferente. Não acha estranho que, nestas decisões, isso tenha sempre prejudicado o Estado?

A Sr.^a **Presidente**: — Tem a palavra o Sr. Prof. João Duque para responder.

O Sr. Prof. **João Duque**: — Sobre os riscos: quais são os riscos?

O risco que está aqui em causa é, de facto, o risco de preço. O risco de preço é um risco que assiste a quem passa de uma situação em que produz e tem um contrato com uma entidade que lhe compra a energia para cobrir tudo aquilo que são as suas parcelas de custo — portanto, não tem risco — para

um mercado em que o preço oscila e tem os custos certos e o preço de venda incerto.

Pode-me dizer: «Ah, mas pode cortar o preço da energia a quem não paga!» Mas o problema não é esse, é fornecer a quem consome a um preço inferior ao meu custo de produção. Essa é que é a fonte do risco, porque, se tenho de fornecer a um preço e esse preço acaba por ser... Se o mercado leva a baixar o preço, leva a empresa a ficar ineficiente, porque está a produzir de uma forma ineficiente, aí é que está o risco. Aí é que está o risco!

O risco está aí, porque não posso repercutir, não posso dizer: «Bom, não quero saber que o mercado esteja com um preço mais baixo... Olhe, sou ineficiente, vou praticar o preço mais elevado!» Posso pensar assim numa bomba de combustível, ponho a gasolina a 3 €/l ou a 2,5 €/l e sei o que é que vai acontecer: os consumidores deixam de procurar o meu produto. Portanto, o risco de preço advém, de uma forma muito simples, desta natureza.

Ora bem, relativamente a questões sobre a extensão da central de Sines, não tenho justificação, não posso pronunciar-me, porque não faço ideia, não estive... Posso achar estranho, mas isso não... Repare, Sr. Deputado, se acha simpático eu achar estranho, posso achar estranho, mas não é relevante, a minha estranheza não é relevante, porque aqui a questão é se é legal ou não é legal. Acho que essa é que é a questão.

Relativamente ao prejuízo do Estado, não estive a analisar todos os contratos em que intervém o Ministro Pinho, mas se, por acaso, nestes casos, há uma intervenção do Ministro Pinho, a minha observação é a seguinte: não acho que estas taxas estejam fora das taxas de mercado e aceitáveis para o nível de risco dos *cashflows*. Vou-vos ser muito sincero: não acho! Portanto, não posso dizer uma coisa que, do ponto de vista técnico, não consigo defender de forma diferente. Já disse que não só a forma certa tecnicamente como a própria portaria me levam a usar esta metodologia.

Podiam trazer aqui argumentos: porquê antes de impostos e não depois de impostos? Porquê taxas reais e não nominais? Ou numas vezes reais e... Esse é outro tipo de discussão, uma discussão muito técnica, que também trabalhámos mas que não está aqui em causa.

Mas o nível das taxas, ao se estar a negociar... Repare: se vou receber do Estado um fluxo futuro, é normal que exija, como remuneração desse fluxo, o custo associado ao risco do meu pagador. Portanto, se o Estado tem bom nível de risco, é normal que eu use uma taxa de risco mais baixa; se eu estiver a emprestar não ao Estado mas a um privado, vou-lhe exigir uma taxa de remuneração — «exigir», não é «pagar»! — superior.

Foi isso que fizemos aqui: quando um fluxo advém de uma entidade que nos dá credibilidade, posso, e devo, usar uma taxa de nível mais baixo; quando a entidade em causa tem nível mais elevado ou a natureza da atividade tem um nível de risco mais elevado, devo penalizar com a taxa adequada ao nível de risco. Foi só isso que fizemos.

Mas sobre se coincide ou não, neste caso, com o Ministro Pinho, não quero aqui entrar em discussão, porque não analisei nem... Eu sei, não sou ignorante e sei quem é que estava no poder na altura. Podem perguntar-me, então, se quiserem: porque é que é 7,55% e não 7,95%?

O Sr. **António Topa** (PSD): — É 6,6%!

O Sr. Prof. **João Duque**: — Ou uma outra coisa qualquer!

Repare, não vou dizer qual é o número que encontrei, mas tenho um número ligeiramente diferente de 7,55%. Como é confidencial, não digo qual é, mas é diferente. E, então, perguntaria: porquê 7,55% e não o número? Eu sei defender porquê o meu número, eu sei as fórmulas todas, ponho lá os *inputs* e onde fui buscar os *inputs* — depois pode dizer... Mas os números

que uso não vieram de Deus, pelo menos na lógica da construção, que é uma lógica que me parece a adequada.

Enfim, mais nada.

A Sr.^a **Presidente**: — Concluimos, então, a audição do Sr. Prof. João Duque e do Sr. Prof. Pedro Verga Matos, a quem agradeço muito, em nome da Comissão Parlamentar de Inquérito ao Pagamento de Rendas Excessivas aos Produtores de Eletricidade, por terem partilhado os conhecimentos e a informação que detêm junto dos membros desta Comissão. Mais uma vez, muito obrigada e até uma próxima oportunidade.

Sr.^{as} e Srs. Deputados, antes de dar por encerrada esta reunião, gostava de solicitar aos Srs. Vice-Presidentes e aos Srs. Coordenadores que permanecessem na sala, a fim de iniciarmos, de imediato, a reunião de Mesa e Coordenadores, que decorre à porta fechada.

Muito boa tarde.

Está encerrada a reunião.

Eram 17 horas e 38 minutos.

A DIVISÃO DE REDAÇÃO.