

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PRÉVIA

**TAXA DE CUSTO DE CAPITAL DA MEO SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E
MULTIMÉDIA, S.A., APLICÁVEL AO EXERCÍCIO DE 2015**

1. INTRODUÇÃO

Por deliberação de 13 de Agosto de 2015, o Conselho de Administração da ANACOM aprovou o sentido provável de decisão (SPD) sobre a taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (MEO), aplicável a partir do exercício de 2015.

Com o objetivo de identificar as opiniões e as preocupações das entidades interessadas relativamente à matéria em causa, o documento acima referido foi submetido a audiência prévia dos interessados, nos termos do Código do Procedimento Administrativo, e ao procedimento geral de consulta, tendo-se disponibilizado simultaneamente a versão pública do relatório de consultoria elaborado pela *Mazars* ao custo de capital da MEO.

2. CONTRIBUTOS RECEBIDOS

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

- MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (**MEO**);
- Vodafone Portugal – Comunicações Pessoais, S.A. (**VODAFONE**)

A **MEO** dá boa nota do facto de a ANACOM colocar em audiência prévia a determinação da taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2015, considerando a existência de limitações nos elementos de suporte ao seu cálculo, e, apesar de favorável em alguns pontos, apresenta algumas observações críticas ao SPD.

Por sua vez, a **VODAFONE** centra os seus comentários essencialmente na discrepância que entende existir entre os valores apurados para o custo de capital da MEO para o exercício de 2015 e os considerados na decisão de 06 de Agosto de 2015 sobre a regulação dos preços máximos de terminação móvel.

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

3. CONSIDERAÇÕES GERAIS

A MEO reconhece a importância do presente SPD e considera recomendável, a bem da transparência e da previsibilidade regulatória, que as partes interessadas tenham oportunidade de expressar as suas posições referentes às tomadas de decisão da ANACOM neste âmbito e às alterações propostas à metodologia de cálculo da taxa.

No entanto, a MEO salienta que os prazos estabelecidos na deliberação de dezembro de 2013, referente ao cálculo da taxa de custo de capital da MEO não foram cumpridos, uma vez que de acordo com a referida deliberação a atualização da taxa deveria ser realizada anualmente, até ao final do 1º semestre do ano em questão. Adicionalmente, foi também determinado que, caso se verifique que haja algum critério ou fonte de informação que não possam ser atualizados, se justifica a sua substituição, que poderá ser despoletada por ambas as partes até ao final do primeiro quadrimestre do ano em questão e posterior submissão a audiência prévia.

Neste sentido, a MEO recomenda que a ANACOM realize no futuro todos os esforços com vista a cumprir os prazos de atualização da taxa de custo de capital da MEO.

A ANACOM recorda que não foi desencadeada qualquer revisão metodológica por qualquer uma das partes, tendo em consideração a deliberação supra referida. No entanto, a ANACOM, mesmo após o prazo ter sido ultrapassado considerou a pertinência de submeter a audiência prévia o cálculo da taxa de custo de capital, pelas razões que serão seguidamente explanadas, cuja importância é também reconhecido pela MEO na sua pronúncia.

Recorda-se que, de acordo com o relatório “Determinação da taxa de custo de capital da Meo Serviços de Comunicações e Multimédia, SA.” elaborado pela Mazars, contratada para apuramento dos parâmetros de cálculo da taxa de custo de capital, os consultores foram da opinião de que considerando a análise da metodologia preconizada pela ANACOM, “os princípios metodológicos para suporte do cálculo da taxa de custo de capital da MEO Comunicações são adequados” e como tal concordaram “com a sua aplicação nos moldes gizados”.

Não obstante, e tal como referido no SPD “.” *quando do cálculo elaborado pela Mazars ocorreram situações em que não foi possível utilizar a totalidade dos dados e respetivas séries necessárias para o cálculo da taxa de custo de capital, embora os consultores não considerassem que tal situação obrigasse a uma alteração metodológica ou que acarretasse problemas de robustez. Para além de situações em que existe indisponibilidade de alguns dados, nomeadamente no que respeita à taxa de juro sem risco e ao prémio de dívida, foi identificada uma situação em que uma das empresas comparáveis, a PT SGPS, foi alvo de alterações muito significativas na sua estrutura corporativa, após o primeiro trimestre de 2014, tendo sido proposto pelo consultor para efeitos de cálculo dos parâmetros*

que incluem a PT SGPS, excluir as observações dos últimos 9 meses de 2014, considerando-se apenas 4 anos e 3 meses de observações das séries para o cálculo do beta e do gearing e 15 meses de observações para o cálculo do prémio de dívida.”

É também importante notar que o período de tempo que medeia entre a disponibilização de diversos elementos incorporados no apuramento da taxa de custo de capital (tipicamente disponíveis após o final do 1º trimestre) e o prazo limite para despoletar uma revisão (30 de abril) é relativamente exíguo. É aliás justamente para permitir que a ANACOM, e a MEO possam ter tempo suficiente para analisar internamente a necessidade de futuras revisões da metodologia de apuramento da taxa de custo de capital que se propôs em sede de SPD alargar a data limite para espoletar o processo de revisão.

Em suma, reconhecendo que existiam situações em que os elementos de suporte ao cálculo da taxa de custo de capital a aplicar à MEO durante o exercício de 2015 poderiam conter limitações significativas e de forma a promover uma atuação mais transparente e rigorosa, a ANACOM entendeu que para o exercício em causa – 2015 - seria preferível submeter o valor do custo de capital apurado a audiência das partes interessadas por contraponto com a notificação sumária do resultado do cálculo preconizado à partida na deliberação de dezembro de 2013.

4. METODOLOGIA

A MEO concorda com a definição *a priori* de uma metodologia de cálculo da taxa de custo de capital e a sua atualização anual, essencialmente porque permite refletir a evolução e o enquadramento macroeconómico ao longo de cada um dos exercícios. Adicionalmente, também considera adequadas as metodologias do Custo Médio Ponderado de Capital, na variante antes de imposto, e a CAPM para cálculo da taxa de custo de capital próprio.

A MEO salienta ainda que considerando que parte dos parâmetros são apurados com base em *benchmarking* (taxa de juro sem risco, beta, *gearing*, taxa de custo de capital alheio), a definição *a priori* de um mecanismo de revisão do cálculo destes parâmetros revela-se essencial para que seja possível a atualização dos mesmos, contribuindo assim para a previsibilidade regulatória.

Contudo, a MEO considera que a proposta da ANACOM de aditamento à metodologia definida na deliberação de 2013, com o estabelecimento de um patamar mínimo de observações ou fontes de informação para o apuramento dos diversos parâmetros (80%), pode enviesar os resultados obtidos, nomeadamente no que se refere à incorporação das condições económicas financeiras e de mercado mais recentes.

De acordo com a MEO, para o cálculo do parâmetro prêmio de risco, o cumprimento do patamar mínimo de observações ou fontes de informação de dados comparáveis (80%) corresponde à disponibilização de apenas 58% da informação referente ao ano 2014, colocando em causa a aderência deste parâmetro à realidade mais recente. Ainda segundo a MEO, se o *gearing* for calculado com base em séries históricas de dados de *gearing* de empresas comparáveis referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão e caso o último desses anos não seja incluído no seu apuramento, o patamar de 80% de observações ou fontes de informação continua a ser cumprido, podendo tal comprometer uma atualização efetiva dos parâmetros da taxa de custo de capital.

A ANACOM propôs no âmbito do SPD a especificação da metodologia inerente ao mecanismo de revisão por considerar que em determinadas circunstâncias a indisponibilidade de alguns dados não coloca em causa o cálculo final do parâmetro. Adicionalmente, o *benchmarking* com base em empresas comparáveis prevê um número significativo de empresas, que por si só permitem abranger um elevado número de observações e conferir robustez e diversidade à amostra empregue.

Paralelamente, é de notar que as maiores limitações surgirão expetavelmente nos parâmetros associados à emissão de dívida, dado o valor do parâmetro encontrar-se condicionado à efetiva emissão, ou não, de dívida. O parâmetro do *gearing* referido pela MEO não apresentará à partida limitações relacionadas com a falta de dados, pois tal seria indicativo que a empresa cessou as suas operações. Nesse caso, eventualmente seria importante substituir a referida empresa na base das empresas comparáveis, obrigando a uma revisão metodológica.

Neste sentido, considera-se que o patamar de 80% representa um número de observações significativo, permitindo um cálculo robusto dos parâmetros para o apuramento da taxa de custo de capital.

Face ao aqui relatado, a MEO não concorda com a proposta de aditamento apresentada pela ANACOM, propondo que, caso existam limitações nas bases de dados de suporte ao cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital, se proceda a um alargamento dessas bases com vista a colmatar tais constrangimentos. Neste sentido, a MEO sugere, alternativamente o seguinte texto:

“Não obstante, caso se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua substituição - que poderá ser espoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de maio do ano em questão – e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederá a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual”.

Com vista a acautelar algumas das preocupações relevadas pela MEO e garantindo que haverá lugar a consulta pública no caso de o universo de empresas selecionadas deixar de ser o adequado ou de, num dado parâmetro, se reduzir abaixo dos 80% o número de observações, a ANACOM considera

relevante aditar a metodologia definida na deliberação de 2013, substituindo o parágrafo indicado no SPD: “*Não obstante, caso se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua alteração/substituição - somente se não for possível garantir a inclusão no cálculo de pelo menos 80% das observações ou das fontes de informação necessárias para o apuramento dos parâmetros – que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de Maio do ano em questão e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederia a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual*” pelo parágrafo seguinte “*Não obstante, caso se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua alteração/substituição - somente se não for possível garantir a inclusão no cálculo de pelo menos 80% das observações ou das fontes de informação necessárias para o apuramento **de cada um dos parâmetros, considerando que todas as empresas comparáveis continuam a cumprir os critérios de seleção definidos na deliberação de 2013 – que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de Maio do ano em questão e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederia a uma atualização do cálculo**”.*

Ainda relativamente às limitações relativas às fontes de informação, a MEO concorda com a proposta da ANACOM de, para o ano de 2014, considerar somente os dados referentes ao 1º trimestre da PT SGPS, considerando que após a participação no aumento de capital da Oi, a estrutura de capitais resultante da PT SGPS não reflete a de um operador de telecomunicações.

No entanto, a MEO mantém preocupações sobre alguns aspetos na operacionalização desta metodologia, os quais se resumem nos seguintes dois pontos:

- a) **Incoerência face ao modelo de custeio implementado:** Considerando que o atual modelo de custeio da MEO assenta num modelo de custos históricos, com imputação total de custos, os parâmetros do modelo, incluindo alguns respeitantes à taxa do custo de capital (gearing, prémio da dívida, taxa de imposto), deveriam ser apurados com base nestas fontes de informação primordiais. A utilização de *benchmarking* para cálculo destes parâmetros adultera a metodologia em vigor, confundindo quais devem ser os dados de input a utilizar num modelo a custos históricos face aos utilizados num modelo a custos correntes, e tornando incoerente a aplicação da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital face à base contabilística em que se suporta um modelo de custos históricos.

No que diz respeito à utilização de uma metodologia de *benchmarking*, no seio de um modelo de custos históricos, a ANACOM recorda a forma como alguns parâmetros foram calculados pela MEO no passado, tanto mais que, nomeadamente, para os exemplos apresentados pela MEO (*gearing* e a remuneração de capitais alheios), a ANACOM constata que:

- até 2001 o *gearing* utilizado pela MEO no apuramento do custo de capital era um valor teórico (30%/37,5%) completamente dissociado da estrutura efetiva de capital da MEO;
- a remuneração de capitais alheios incluiu no passado prémios de dívida implícitos extremamente voláteis e, nalguns exercícios, de difícil compreensão, como nos exercícios de 2000 a 2004, em que o prémio de dívida implícito foi negativo;
- o prémio de risco utilizado pela MEO era extraído da base de dados *Bloomberg*, cujo cálculo baseia-se única e exclusivamente num método *forward looking* e não é específico para Portugal, pois tem sido idêntico para todos os países da União Europeia; e,
- o beta da MEO apurado através do beta da PT SGPS, não refletia o risco sistemático da MEO. Este facto é agravado na medida em que a MEO nem sequer procedia à alavancagem e desalavancagem do beta por forma a ajustar a estrutura de capital.

Por conseguinte, não se compreende a referência à suposta adulteração do modelo de custos históricos e violação da base contabilística relevante para a construção de alguns parâmetros da taxa de custo de capital, especialmente considerando a abordagem que foi seguida pela MEO em exercícios pretéritos.

No que respeita à taxa de imposto, a MEO na presente pronúncia manifesta a sua concordância com a utilização da taxa nominal, pelo que não se entende a referência deste tema neste ponto.

- b) **Utilização de *benchmarking* não comparáveis:** A MEO considera que de forma a acautelar os riscos inerentes à utilização de *benchmarking*, estes devem ser efetuados com recurso a valores de empresas que sejam diretamente comparáveis com a estrutura de negócios e envolvente de mercado onde a MEO se encontra inserida (ao nível da oferta, posição de mercado, taxa de crescimento, condições macroeconómicas envolventes). Segundo a MEO, a ANACOM acabou por selecionar para efeitos de *benchmarking* um conjunto de empresas de telecomunicações que agregam também uma multiplicidade de mercados geográficos e de serviços, não tendo, no entanto, espelhado a verificação de que esses comparáveis poderiam representar a realidade que se pretende retratar no modelo de custeio desta empresa.

Relativamente ao *benchmark* de empresas comparáveis, importa referir que na impossibilidade de selecionar empresas totalmente comparáveis com a MEO, a ANACOM optou pela seleção de uma base de empresas comparáveis mais alargada e diversificada, respeitando um conjunto de critérios específicos definidos na deliberação de 2013, de forma a enriquecer a base de cálculo e tornar o valor mais robusto. No entanto, de referir que esta metodologia já foi definida na anterior deliberação de 2013 e analisada em sede própria, não tendo nessa instância, nem na presente audiência, a MEO proposto alternativas concretas ao conjunto de empresas consideradas para efeitos de *benchmark*.

5. PARÂMETROS DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL

a) Taxa de juro sem risco

A MEO encontra-se de acordo com a atualização realizada pela ANACOM, salientando no entanto não concordar com a metodologia de cálculo da taxa de juro sem risco determinada pelo regulador. É opinião da MEO que o recurso a *benchmarking* para a determinação da taxa de juro sem risco esbate o enquadramento macroeconómico específico do país no cálculo final da taxa de custo de capital, o que não deveria ser o caso.

Na opinião da MEO a taxa de juro das OT portuguesas já poderia ser considerada como a correspondente à de um ativo sem risco, contudo compreende a preocupação da ANACOM, pelo que a bem da robustez e previsibilidade do cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital, reitera a sua proposta alternativa de cálculo de taxa de juro sem risco, nomeadamente o valor médio das ODP da Alemanha e dos EUA adicionadas do *Credit Default Swaps* de Portugal, com base nas observações mensais dos dois últimos anos. Segundo a MEO, com esta proposta, seria endereçada a preocupação da ANACOM, mas a taxa de juro sem risco refletiria o enquadramento macroeconómico específico do país, sob pena de se apurar uma taxa de custo de capital desenquadrada da realidade do mercado onde a MEO se insere.

A MEO concorda com a atualização realizada, contudo salienta a sua discordância em relação à metodologia de cálculo da taxa de juro sem risco.

De referir que as questões metodológicas foram analisadas e discutidas em sede própria, nomeadamente no âmbito da deliberação de 2013.

Não obstante, no que respeita às questões avançadas pela MEO, reitera-se que a metodologia atualmente utilizada inclui o risco específico da economia portuguesa por via do prémio de risco de mercado ao invés de o refletir na taxa de juro sem risco, por considerar essa abordagem mais fiel ao próprio conceito da taxa de juro sem risco num espaço monetário multinacional. Assim, verifica-se que, ao contrário do referido, e apesar de alguns parâmetros serem calculados recorrendo a *benchmarking*,

o risco macroeconómico encontra-se especificamente refletido no prémio de risco de mercado para Portugal.

No que respeita à alternativa de cálculo proposta pela MEO, reitera-se que essa proposta apenas reflete parcialmente as condições da economia portuguesa. Dadas as substanciais diferenças entre as realidades económicas dos dois países, torna-se incoerente a utilização das ODP dos Estados Unidos como referência para a taxa de juro sem risco, na medida em que as ODP americanas estão expressas em USD (risco cambial) e refletem as expectativas dos investidores quanto ao seu pagamento, assim como a inflação e o crescimento da economia norte-americana. Acresce que a utilização exclusiva das ODP da Alemanha, implicaria assumir que essas taxas implícitas refletem a verdadeira taxa de juro sem risco expressa em euros, o que pode não corresponder totalmente à realidade, uma vez que, os títulos de dívida alemã têm revelado nos últimos anos um comportamento significativamente díspar face à sua média histórica.

b) Prémio de risco

Relativamente ao Prémio de risco, a MEO considera que a atualização agora apresentada pela ANACOM encontra-se de acordo com o definido, reiterando no entanto a sua discordância face à metodologia de cálculo deste parâmetro, nomeadamente no que se prende com a utilização de uma das fontes de informação. A MEO considera assim essencial que o cálculo do prémio de risco deva ser efetuado em consonância com o cálculo dos restantes parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente a taxa de juro sem risco, de modo a que a combinação destas duas variáveis traduza um custo do capital próprio que reflita a remuneração efetiva esperada pelos acionistas, tendo em conta o enquadramento macroeconómico do país, pelo que a fonte de informação para o cálculo do prémio de risco deve ser, unicamente, a base de dados da Damodaram. Os dados de Pablo Fernandez devem a seu ver ser descartados pois têm como referência apenas as taxas de juro sem risco das ODP Portuguesas.

A MEO concorda com a atualização realizada, salientando no entanto a sua discordância em relação à metodologia de cálculo do prémio de risco.

De referir que as questões metodológicas foram analisadas e discutidas em sede própria, nomeadamente no âmbito da deliberação de 2013.

Não obstante, salienta-se que o prémio de risco corresponde ao retorno financeiro excedente, isto é, representa o diferencial entre o risco de investir no mercado bolsista e o de investir em ativos isentos de risco. Neste sentido, reitera-se que é através deste parâmetro que se pretende traduzir no cálculo do custo de capital o efeito do enquadramento macroeconómico específico de Portugal, por forma a refletir o risco associado ao atual contexto.

No que diz respeito à forma de cálculo, importa referir e reiterar que a metodologia de cálculo atualmente utilizada para o prémio de risco, não recorre às ODP portuguesas como referência para a taxa de juro sem risco. As duas bases de dados consideradas, quer a Damodaran, quer a Fernandez, não têm como referência as ODP portuguesas. As respostas aos inquéritos de Fernandez têm por base diversas fontes, nomeadamente, DMS, Ibboston, Damodaran, Grabowski, Fernandez, Bloomberg e Brealey&Myers, contemplando assim diversas estimativas referentes à taxa de juro sem risco, diferentes das ODP portuguesas.

Neste sentido, uma vez que a MEO aceita a utilização da base de dados da Damodaran e, conforme mencionado, a base de dados Fernandez também assenta no mesmo princípio de não serem consideradas no cálculo as ODP portuguesas, não existe razão para que esta última não seja considerada no cálculo, visto ser possível manter a coerência entre a taxa de juro sem risco e o apuramento do prémio de risco.

c) Beta

De acordo com a opinião expressa da MEO, a atualização do cálculo do beta realizada pela ANACOM foi corretamente efetuada. No entanto, esta empresa reitera a sua preocupação com a utilização de *benchmarks*, que diversas vezes refletem realidades de empresas que não são diretamente comparáveis com a MEO, tanto ao nível dos produtos e serviços que prestam, como ao nível dos mercados geográficos em que atuam, podendo enviesar significativamente o valor final da taxa de custo de capital apurada.

A MEO recorda a sua opinião de que, para o apuramento do *beta* dos ativos e conseqüentemente do *beta* a aplicar na taxa de custo de capital da MEO tendo em consideração a sua estrutura ótima de capital (*gearing*), deve ser utilizada a fórmula de *Hamada* e não a fórmula de *Harris and Pringle*, dado esta não ter em consideração o efeito do imposto na estrutura de capitais.

Face à fórmula determinada pela ANACOM, a fórmula de *Hamadas* tem em conta um fator que a MEO considera de toda a importância - o efeito do imposto na estrutura de capitais. Salaria que sendo este efeito tido em conta nas opções de investimento de qualquer investidor, deverá ser também repercutido no cálculo do beta associado a esse investimento (covariância entre a rentabilidade das ações de uma empresa e o mercado bolsista como um todo).

Ainda em relação ao beta, a MEO recomenda à ANACOM que publique o valor deste parâmetro arredondado até à terceira casa decimal e que indique que o cálculo da taxa de custo do capital próprio é arredondado à quarta casa decimal de modo a permitir que o cálculo da taxa de custo de capital apurada seja replicado com exatidão a partir dos valores dos vários parâmetros.

A MEO concorda com a atualização realizada, embora saliente a sua discordância em relação à metodologia de cálculo do beta.

De referir que as questões metodológicas foram analisadas e discutidas em sede própria, nomeadamente no âmbito da deliberação de 2013.

Não obstante, no que diz respeito à metodologia de *benchmark*, salienta-se que os respetivos fundamentos já foram devidamente prestados no capítulo 4 - Considerações gerais (ponto b)), do presente documento, reiterando-se o mesmo entendimento.

Relativamente à utilização da fórmula *Hamada* face à *Harris and Pringle*, esta última é considerada mais adequada porque tem maior aderência à realidade, nomeadamente porque evita a inclusão de efeitos fiscais que podem apresentar variações muito significativas entre os países, não sendo por isso efetivamente comparáveis.

Adicionalmente, reitera-se que a utilização da fórmula *Hamada*, refletindo o efeito da poupança de impostos pela existência de capitais alheios na estrutura de capital, assume as seguintes hipóteses: (i) a taxa de imposto será conhecida e constante; (ii) a estrutura de capital será constante; e (iii) o serviço de dívida não será alterado no futuro conhecido. Neste sentido, a fórmula *Harris and Pringle* assenta em menos hipóteses, no que respeita à taxa de imposto, pelo que em cenários de maior incerteza traduz-se numa fórmula de cálculo mais robusta.

Por fim, com vista a ir de encontro às preocupações da MEO, informa-se que o relatório da Mazars foi revisto, nomeadamente no sentido de reportar os valores do beta à terceira casa decimal e o cálculo do custo de capital próprio à quarta casa decimal.

d) Gearing

Quanto à atualização do *gearing*, a MEO encontra-se de acordo com o proposto pela ANACOM.

A MEO refere que alguns dos valores do *benchmarking* agora apresentados apresentam divergências face aos que suportaram a determinação deste parâmetro quando da atualização realizada para determinação da taxa de custo de capital do exercício de 2014, nomeadamente os referentes à Orange, Telenor e BT Group. A MEO releva que a bem da transparência, seria conveniente que tais diferenças fossem investigadas e explicadas.

A MEO concorda com a atualização realizada pela ANACOM. No que respeita às divergências identificadas, a Mazars explica detalhadamente em documento anexo (*vide* anexo (capítulo V)) as razões pela qual se observaram essas discrepâncias. Em concreto, salienta-se que grande parte das diferenças são explicadas por alterações metodológicas relacionadas com a reexpressão das

demonstrações financeiras, existindo no entanto um erro de digitação no relatório da Mazars de 2014, tendo sido corrigido no relatório de 2015. A ANACOM agradece a chamada de atenção e informa que o relatório referente a 2015 foi prontamente corrigido.

e) Prémio de dívida

A MEO considera que a atualização do cálculo do prémio de dívida efetuada pela ANACOM encontra-se de acordo com a metodologia definida na deliberação de 2013. No entanto, relativamente aos dados de suporte verifica-se, segundo a MEO, a inexistência de uma parte significativa da informação associada ao exercício de 2014 das empresas do benchmark e a ausência de dados completos para o ano 2013. Para a MEO, tal coloca em causa a metodologia definida e o valor apurado para o cálculo do prémio de dívida, defendendo que a lista das empresas deveria ser complementada.

Por outro lado, faz notar divergências nos valores dos CDS de 2013 face aos anteriormente divulgados no quadro da atualização de 2014.

A MEO refere que face a tão significativas divergências, estas devem ser explicitamente esclarecidas antes de quaisquer dados serem utilizados para o cálculo deste parâmetro e consequentemente da taxa de custo de capital da MEO.

A MEO concorda com a atualização realizada pela ANACOM. No que respeita às divergências identificadas, a Mazars explica detalhadamente em documento anexo (*vide* anexo (capítulo 3.5)) as razões pela qual se observaram essas discrepâncias. Em concreto, salienta-se que grande parte das diferenças são explicadas por alterações metodológicas decorrentes da adoção dos critérios ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) que motivaram a reexpressão de determinados valores, existindo no entanto também um erro de cálculo resultante da forma como foi exportado o ficheiro de dados da Bloomberg. A ANACOM agradece a chamada de atenção e informa que o cálculo foi prontamente corrigido, encontrando-se disponível no relatório emitido pela Mazars na sequência do SPD (*vide* anexo).

f) Taxa de imposto

No que se refere à taxa de imposto, e tendo a taxa de IRC sido fixada para o ano 2015 em 21%, a MEO encontra-se de acordo com a proposta de atualização considerada pela ANACOM. Tendo por base o cálculo de uma taxa de custo de capital teórica, face à complexidade que o apuramento da taxa de imposto efetiva pode vir a revelar e dado ser exatável que a longo prazo a taxa de imposto efetiva

tenda para a taxa de imposto nominal, a MEO concorda com a determinação que seja esta a taxa a utilizar no cálculo da taxa de custo de capital da MEO, como determinado pela ANACOM.

6. DIVERGÊNCIA COM A REGULAÇÃO DOS MERCADOS DE TERMINAÇÃO MÓVEL

A pronúncia da Vodafone centra-se essencialmente na discrepância que essa empresa entende existir entre os valores apurados para o custo de capital da MEO para o exercício de 2015 e os considerados na decisão de 6 de agosto de 2015 sobre a especificação da obrigação de controlo de preços nos mercados grossistas de terminação de chamadas vocais em redes móveis individuais e não na aplicação da metodologia propriamente dita.

Em particular, a Vodafone receia que a o valor da taxa de custo de capital da MEO vertido no documento de consulta possa vir a ser utilizado como aproximação para a taxa de custo de capital do modelo de terminação fixa que ainda carece de Decisão final, o que a acontecer resultará na aplicação de uma taxa de custo de capital empregue na determinação do preço máximo de terminação de chamadas vocais em redes fixas individuais distinta (e sobretudo superior) à taxa de custo de capital empregue na determinação do preço máximo de terminação de chamadas vocais em redes móveis, o que no entender da Vodafone é contrária à maioria das decisões regulatórias aplicáveis noutros mercados europeus e a acontecer sem a devida justificação fere o princípio da proporcionalidade.

Prosseguiu a Vodafone com uma repetição dos argumentos que apresentou em sede de audiência relativa ao sentido provável de decisão sobre terminação móvel com o propósito de argumentar que considera que a diferença da taxa de custo de capital prevista em sede de SPD para fixar o preço da terminação fixa (e possivelmente atualizada à luz da presente consulta) face ao valor incluído na decisão final sobre o preço da terminação móvel é inapropriada e injustificada tendo em conta as especificidades das redes móveis que enumera e que podem ser vistas na pronúncia da Vodafone disponibilizada na página de internet da ANACOM.

Conclui a Vodafone que como forma de resolução da inconsistência que entende existir, a ANACOM deverá rever no atual SPD a taxa de custo de capital a aplicar à MEO em baixa ou, alternativamente e mais adequado, proceder à revisão do custo de capital considerado no cálculo do preço de terminação móvel e à alteração correspondente no valor final de terminação móvel.

Outro ponto de discrepância levantado pela Vodafone prende-se com a utilização de uma taxa de imposto utilizado no cálculo do custo de capital de 27,5% na decisão de 6 de agosto, por contraponto com a taxa de 29,5% constante do documento agora colocado à consulta, considerando que tratando-

se de um pressuposto estruturante no resultado final do modelo de custeio utilizado para o cálculo do preço final da terminação móvel a ANACOM deverá rever imediatamente a respetiva decisão final.

Sobre a o processo que levou à fixação de preços máximos de terminação móvel, recorda-se que este tema foi amplamente debatido em sede própria, não sendo no entendimento da ANACOM este o fórum adequado para reabrir a discussão dessa matéria.

Em qualquer caso e dado que a Vodafone relançou o tema, a ANACOM esclarece que a filosofia subjacente ao apuramento da taxa de custo de capital da MEO e ao apuramento da taxa de custo de capital a incluir nos modelos LRIC de terminação (móvel ou fixa) é substancialmente diferente, e por essa via resulta em abordagens que não possam ser diretamente comparáveis.

Em particular, o custo de capital da MEO é atualizado ano a ano com vista à sua incorporação no sistema anual de contabilidade analítica da MEO e à produção de demonstrações de resultados imediatos, motivo pelo qual existe uma forte preocupação em apurar parâmetros que reflitam – o melhor possível – a realidade presente que, como se tem verificado no passado recente, pode ser particularmente volátil em períodos de tempo relativamente curtos.

Já no que se prende com os modelos LRIC desenvolvidos recentemente, a abordagem seguida privilegia a incorporação de um valor para a taxa de custo de capital que possa estar genericamente em linha com as expectativas para uma taxa representativa dos 45 anos ao longo do qual o modelo opera. Por esta razão entende-se que não seria possível, nem desejável, refletir as flutuações específicas de curto prazo num modelo que opera por um período de 45 anos.

É com base na diferença de perspetiva e abordagem acima referido que se deve enquadrar a utilização de um valor para a taxa de imposto díspar referida pela Vodafone.

De facto, o presente processo prevê que o custo de capital aplicável à MEO para 2015 considere uma taxa de imposto de 29,5%, apurada pela soma de três parcelas: IRC, Derrama Estadual e Derrama Municipal, valorizadas respetivamente em 21%, 7% e 1,5%, numa tentativa de refletir a informação atual e específica de 2015.

Na decisão de 6 de agosto, a taxa de imposto considerada para efeitos de apuramento do custo de capital a incorporar nos 45 anos do modelo foi 27,5%, também apurados pela soma das mesmas três parcelas e valorizadas respetivamente em 21%, 5% e 1,5%.

A valorização da parcela referente à Derrama Estadual em 5% advém do facto dos consultores terem considerado que perante três escalões de imposto possíveis (3%, 5% e 7%) o valor intermédio seria mais apropriado.

A este propósito, recorda-se que não obstante o modelo LRIC operar entre 2005 e 2060, a taxa de Derrama Estadual apenas foi criada no início da presente década e à data do desenvolvimento o modelo LRIC para as terminações móveis existiam já perspetivas para a sua redução/extinção futura.

7. CONCLUSÃO

Tendo em consideração os contributos recebidos, e à luz dos entendimentos acima expostos em sede de audiência prévia, foi realizada uma correção nos dados referentes ao prémio de dívida, tendo sido elaborado um novo relatório pela Mazars na sequência do SPD (*vide* anexo), sendo que as correções a realizar terão um impacto na média do prémio da dívida, passando de 1,98% (média obtida com 2,20% de 2013 e 1,76% de 2014) para 2,12% (média obtida com 2,38% de 2013 e 1,86% de 2014), que por sua vez se traduz num aumento de 0,0587 p.p. na taxa de custo de capital inscrita no relatório anterior, passando de **9,2660%** (na versão anterior ao SPD) para **9,3247%** (na versão final corrigida, pós SPD).

Adicionalmente, de forma a ir de encontro às preocupações da MEO, informa-se também que o relatório da Mazars foi revisto, nomeadamente no sentido de reportar os valores do beta à terceira casa decimal e o cálculo do custo de capital próprio à quarta casa decimal.

Por último, com vista a acautelar algumas das preocupações relevadas pela MEO, a ANACOM considera relevante aditar a metodologia definida na deliberação de 2013, substituindo o parágrafo indicado no SPD:

“Não obstante, caso se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua alteração/substituição - somente se não for possível garantir a inclusão no cálculo de pelo menos 80% das observações ou das fontes de informação necessárias para o apuramento dos parâmetros – que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de Maio do ano em questão e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederá a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual” pelo parágrafo seguinte:

*“Não obstante, caso se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua alteração/substituição - somente se não for possível garantir a inclusão no cálculo de pelo menos 80% das observações ou das fontes de informação necessárias para o apuramento **de cada um** dos parâmetros, **considerando que todas as empresas comparáveis continuam a cumprir os critérios de seleção definidos na deliberação de 2013** – que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de Maio do ano em questão e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederá a uma atualização do cálculo”.*

ANACOM

Determinação da taxa de custo de capital da MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. – Após Audiência Prévia ao Sentido Provável de Decisão

12 de Outubro de 2015



Conteúdo

1.	SUMÁRIO EXECUTIVO	2
1.1	Enquadramento e Objetivos	3
1.2	Metodologia de cálculo do CMPC	5
1.3	Conclusões.....	6
2.	DEFINIÇÃO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL	8
2.1	Metodologia global	9
2.2	Taxa de juro sem risco	9
2.3	Prémio de dívida.....	10
2.4	Prémio de risco.....	11
2.5	Gearing.....	12
2.6	Beta	13
2.7	Taxa de imposto	13
2.8	Cálculo da Taxa de Custo de Capital	14
3.	ANEXOS	15
3.1	Anexo I – Taxa de juro sem risco	16
3.2	Anexo II - Credit Default Swaps	18
3.3	Anexo III - Gearing	19
3.4	Anexo IV – Determinação do Beta	20
3.5	Anexo V – Esclarecimento das questões levantadas pela MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. no âmbito dos parâmetros da taxa de custo de capital.....	21

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

1.1 Enquadramento e Objetivos

O conceito de “custo de capital” é normalmente associado ao retorno que determinado investimento deve proporcionar por forma a compensar o custo de oportunidade do investimento.

Conforme prescreve a Decisão Final da ANACOM de Dezembro de 2013, “o contexto da regulação do mercado de telecomunicações procura-se com a determinação da taxa:

- (i) assegurar os correctos incentivos ao investimento;
- (ii) garantir que não existem distorções nos mercados, através de práticas discriminatórias e anti competitivas;
- (iii) eliminar possíveis barreiras a entrada de novos concorrentes; e
- (iv) proteger os consumidores de preços excessivos, permitindo apurar adequadamente a taxa de custo de capital para remunerar os investimentos das empresas reguladas.”

A Lei no 51/2011, de 13 de Setembro, prevê, no nº 2 do artigo 74º, que ao impor as obrigações de amortização de custos e controlo de preços, incluindo a obrigação de orientação dos preços para os custos e a obrigação de adoptar sistemas de contabilização de custos, a Autoridade Reguladora Nacional (ARN) deve ter em consideração o investimento realizado pelo operador, permitindo-lhe uma taxa razoável de rentabilidade sobre o capital investido, tendo em conta os riscos a ele associados.

Por outro lado, a Recomendação da Comissão 98/322/CE, de 8 de Abril (no 5.1 do seu Anexo), indica que “as taxas de interligação sejam orientadas para os custos, incluindo uma taxa de rentabilidade razoável do investimento” e que “o custo do capital dos operadores deve reflectir o custo de opção dos fundos investidos em componentes da rede e outro activo afim”.

Ainda segundo o ponto 5.1 do referido Anexo: “O custo do capital dos operadores reflecte, por norma, o seguinte: o custo médio (ponderado) da dívida para as diferentes formas de dívida de cada operador; o custo do capital próprio medido pelas taxas de rentabilidade que os accionistas exigem para investirem na rede atendendo aos riscos associados; e os valores da dívida e do capital próprio. **Esta informação pode ser depois utilizada para determinar o custo médio ponderado do capital (CMPC) através da seguinte fórmula: $CMPC = re * E / (D+E) + rd * D / (D+E)$ em que re é o custo do capital próprio, rd é o custo da dívida, E é o valor total do capital próprio e D é o valor total da dívida com juros**”.

Por deliberação de 10/02/2010, a ANACOM definiu a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., (adiante também designada como MEO Comunicações) aplicável ao triénio 2009-2011.

Com essa deliberação, pretendeu-se minimizar a imprevisibilidade associada ao cálculo do custo de capital da MEO Comunicações e, simultaneamente assegurar maior certeza regulatória, num quadro de

maior transparência para todas as partes, na medida em que a operacionalização do processo de imputação do custo de capital, que historicamente vinha sendo seguido, era realizada em momento posterior ao exercício em causa.

Terminado o período regulatório 2009-2011, a ANACOM considerou premente reavaliar e definir a metodologia de cálculo dos parâmetros para efeitos de apuramento, de forma adequada, da taxa a aplicar a partir do exercício de 2012.

Neste contexto a ANACOM adjudicou a uma consultora um estudo sobre a taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., que versava sobre: (i) a análise detalhada dos parâmetros; (ii) a atualização dos dados para o cálculo da taxa; e (iii) quando aplicável, a apresentação de metodologias alternativas para o cálculo dos parâmetros.

Como corolário daquele estudo pretendeu a ANACOM reforçar a definição de um conjunto de princípios metodológicos para suporte do cálculo da taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., aplicáveis a partir do exercício de 2012.

Estabilizados os princípios metodológicos para suporte do cálculo da taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. foi solicitado à MAZARS a intervenção no sentido de proceder à atualização dos dados necessários ao cálculo de cada parâmetro da taxa

de custo de capital da MEO Comunicações aplicável ao exercício de 2015, matéria sobre a qual versa o presente documento.

Na sequência da pronúncia da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. à audiência prévia relativa ao sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2015, foram realizados diligências de esclarecimento. Na sequência das mesmas, a MAZARS identificou um lapso de cálculo decorrente de um automatismo criado na exportação do ficheiro da plataforma Bloomberg o qual reportámos a ANACOM. Este facto originou a alteração de uma variável - prémio da dívida - que concorre para o cálculo da taxa de custo de capital.

1.2 Metodologia de cálculo do CMPC

Para a realização do trabalho foram transpostas as seguintes etapas metodológicas:

- Análise dos princípios metodológicos definidos;
- Identificação e compilação da informação de base histórica referenciada em termos das práticas a adotar;
- Tratamento e recálculo dos valores, de acordo com as fórmulas e abordagem metodológica sugerida na Decisão Final da ANACOM de Dezembro de 2013;
- Apuramento do *Weighted Average Cost Of Capital – WACC* para 2015 da MEO Comunicações.

Para o cálculo do (i) prémio de dívida, (ii) *gearing* e (iii) *Beta*, a metodologia definiu a utilização de um conjunto de entidades comparáveis, uma vez que a utilização de uma única entidade aumenta a exposição ao erro estatístico e à excessiva volatilidade dos dados obtidos. A tabela abaixo estabelece uma série de critérios utilizados na identificação de empresas comparáveis com a MEO Comunicações.

Critérios de selecção	Detalhe
(a) Rendimento per capita	Operação em países com níveis de rendimentos semelhantes.
(b) Produtos / linha de serviços	Fornecimento de produtos e serviços semelhantes.
(c) Posição no mercado	Posição de mercado semelhante à MEO Comunicações.
(d) Taxa de crescimento	Fase do seu ciclo de vida semelhante.
(e) Valor de negócio	Dimensão semelhante com a MEO Comunicações

Para efeitos de *benchmark* neste estudo foram consideradas as empresas previamente definidas, identificadas no quadro seguinte.

Empresa comparáveis
Belgacom
BT Group
Deutsche Telekom
Elisa OYJ
Hellenic Telecommunications
KPN NV
Magyar Telekom
Orange
PT SGPS
Swisscom
Telecom Italia
Telefónica
Telekom Austria
Telenor ASA
TeliaSonera AB

No caso específico da PT SGPS, para efeitos de determinação da taxa de custo de capital, esta entidade foi considerada apenas até ao final do primeiro trimestre de 2014 (excluindo-se a performance dos três últimos trimestres de 2014). Isto justifica-se com o não cumprimento, após o primeiro trimestre de 2014, dos critérios de selecção que estiveram na base da sua qualificação como empresa comparável.

Em 2013 os acionistas da Portugal Telecom e da Oi anunciaram a intenção de proceder à combinação dos seus negócios, concentrando-os numa única entidade cotada de direito brasileiro, tendo entretanto sido definido que essa sociedade seria a CorpCo.

Em 5 de Maio de 2014, a Portugal Telecom subscreveu o aumento de capital da Oi através da contribuição em espécie dos Ativos PT, os quais consistem na totalidade dos negócios do Grupo Portugal Telecom naquela data (com exceção das subsidiárias Bratel BV, Bratel Brasil, S.A., PTB2, S.A. e Marnaz, S.A. e dos investimentos na Oi, na Contax e nos seus

acionistas controladores – conforme patente no Relatório e Contas do 3.º trimestre de 2014).

Com a execução desta operação a PT SGPS tornou-se uma *holding*, detentora apenas de ativos financeiros e sem qualquer atividade operacional.

Em suma, a PT SGPS no que respeita à sua performance após o primeiro trimestre de 2014 não reflete a estrutura de um operador do sector das telecomunicações. A redução no total do ativo e no total do passivo da PT SGPS espelha a operação de entrada em espécie no aumento de capital da Oi realizado em 5 de maio de 2014, facto que explica a diminuição na maioria das rubricas da posição financeira consolidada da empresa. Decorrente daquela operação o ativo mais expressivo detido pela PT SGPS corresponde ao justo valor do investimento na Oi.

Face a este enquadramento, consideramos que a PT SGPS, após o primeiro trimestre de 2014, deve ser excluída do leque de empresas comparáveis, na medida em que de forma evidente não reúne, pelo menos, os seguintes critérios que estiveram na base da sua prévia seleção:

- i. *Critério produto/linha de serviço*: dado que não terá atividade operacional efetiva no âmbito das telecomunicações;
- ii. *Critério posição no mercado*: visto ser apenas detentora de um ativo não tendo uma posição de mercado semelhante à MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A.;

- iii. *Critério taxa de crescimento*: dado que o ciclo de vida expectável para PT SGPS não terá qualquer aderência ao da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A..

1.3 Conclusões

Tendo em consideração a análise da metodologia preconizada pela ANACOM somos da opinião que os princípios metodológicos para suporte do cálculo da taxa de custo de capital da MEO Comunicações são adequados e como tal concordamos com a sua aplicação nos moldes gizados.

Somos da opinião que a exclusão dos três últimos trimestres de 2014 da performance de uma empresa comparável (PT SGPS) não acarreta problemas de robustez à análise, na medida em que subsiste – na amostra de comparáveis – uma amplitude temporal considerável.

Importa também notar, conforme preconiza a Decisão Final da ANACOM de Dezembro de 2013 que caso haja algum critério e/ou alguma fonte de informação que não possa ser atualizada justificar-se-ia a sua substituição – que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao final do primeiro quadrimestre do ano em questão – e posterior submissão a audiência prévia, de contrário, apenas se procederá a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual.

Pese embora a metodologia definida minimizar a imprevisibilidade associada ao cálculo da taxa de custo de capital e assegurar uma maior

certeza regulatória (num quadro de maior transparência entre as partes), no presente contexto macroeconómico afigura-se apropriado proceder a uma atualização da taxa com uma periodicidade anual à luz da metodologia de apuramento validada.

Recorrendo a esta metodologia perceptível e transparente, com a definição apriorística dos parâmetros que concorrem para o cálculo do valor da taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. a MAZARS procedeu ao cálculo da taxa de custo de capital baseada no custo médio ponderado de capital (CMPC), na variante da fórmula do CMPC nominal antes de impostos (*pre-tax*).

A MEO Comunicações no seguimento da apresentação do sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital da MEO, Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A elaborou um conjunto de comentários.

Na sequência da pronúncia da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. à audiência prévia emitida pela ANACOM relativa ao sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2015, foram realizados diligências de esclarecimento. No seguimento das mesmas, a MAZARS identificou um lapso de cálculo decorrente de um automatismo criado na exportação do ficheiro da plataforma Bloomberg o qual reportámos a ANACOM.

Tal facto originou a alteração de uma variável - prémio da dívida - que concorre para o cálculo da taxa de custo de capital, pelo que se revelou

necessário proceder ao recálculo taxa de custo de capital, que tem como corolário a emissão deste nova versão do relatório.

Em síntese, as correções efetuadas tiveram um impacto na média do prémio da dívida passando de 1,98% (média obtida com 2,20% de 2013 e 1,76% de 2014) para 2,12% (média obtida com 2,38% de 2013 e 1,86% de 2014).

Neste contexto, após a aplicação da referida metodologia e das correções efetuadas nesta nova versão do relatório, a MAZARS apura uma taxa de custo de capital a utilizar no exercício de 2015 de 9,3247%.

Parâmetros	2015
Taxa de juro sem risco	2,42%
Prémio de dívida	2,12%
Beta	0,744
Prémio de risco	9,00%
Gearing	42,97%
Taxa imposto	29,50%
Custo de capital próprio	9,12%
CMPC <i>pre-tax</i>	9,3247%

2. DEFINIÇÃO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL

2.1 Metodologia global

A metodologia de cálculo da taxa de custo de capital baseia-se no custo médio ponderado de capital (CMPC), na variante da fórmula do CMPC nominal antes de impostos (*pre-tax*).

Em termos metodológicos o custo médio ponderado de capital consiste numa média ponderada do custo de capital próprio e do custo de capital alheio, correspondendo a taxa de remuneração mínima exigida para atrair fundos para um determinado investimento, conforme explicitado na fórmula seguinte:

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

Em que:

- K_d: taxa de custo do capital alheio, obtido através da soma da Taxa de juro sem risco e do Prémio de dívida;
- G: *gearing*, correspondendo ao peso dos capitais alheios no total de capitais investidos;
- T_i: taxa de imposto sobre o rendimento coletivo; e
- K_e: taxa do custo do capital próprio.

A taxa do custo do capital próprio é calculada pelo método *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) através da seguinte fórmula:

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

Em que:

- *Taxa de juro sem risco* é a taxa que remunera o investimento em ativos isentos de risco.
- β : representa a covariância entre a rendibilidade das ações de uma empresa e o mercado bolsista como um todo, ou seja, reflete o risco de uma ação dessa empresa face ao risco de mercado.
- *Prémio de risco*: traduz-se na diferença entre a taxa de rendimento proporcionada pelo mercado bolsista e a que é proporcionada pelos investimentos sem risco.

2.2 Taxa de juro sem risco

A taxa de juro sem risco reflete a remuneração de ativos isentos de risco. Porém, estes ativos ainda que considerados sem risco têm subjacente um certo grau de risco, nomeadamente:

- Risco de mercado: mudanças nas taxas de retorno do mercado;
- Risco de liquidez: riscos associados à incapacidade de venda de instrumentos financeiros de curto prazo.

As práticas financeiras e regulatórias consideram, de um modo geral, as obrigações de dívida pública (ODP) como um indicador fiável e como um bom parâmetro para refletir a ausência de risco.

Para a definição da taxa de juro sem risco recorreu-se à média das taxas implícitas (*yields*) das obrigações do tesouro, com maturidade a 10 anos (dados mensais – Banco Central Europeu), ponderadas pelo PIB (fonte: Eurostat) para o período de 2013 e 2014, para todos os países da Zona Euro.

Para o ano de 2013 a média ponderada das taxas de juro sem risco situou-se nos 2,87%. Para o ano de 2014 a média ponderada das taxas de juro sem risco foi de cerca de 1,97%.

No quadro infra pode-se verificar a média ponderada das taxas de juro sem risco para o ano 2013 e 2014 e a respetiva média entre ambas.

	Média ponderada
Taxa sem risco 2013	2,87%
Taxa sem risco 2014	1,97%
Média 2013 e 2014	2,42%

Fontes: Eurostat e Banco Central Europeu

No **Anexo I** encontra-se o suporte dos dados em que estes cálculos se basearam.

A taxa de juro sem risco resulta da média, ponderada pelo PIB do respetivo país, das taxas implícitas das obrigações de tesouro, com maturidade a 10 anos, de todos os países da zona euro, com base nas observações mensais de 2013 e 2014, que corresponde a 2,42%.

2.3 Prémio de dívida

A taxa de custo dos capitais alheios reflete a taxa de juro para financiamento das dívidas de médio e longo prazo. Tendo em consideração a metodologia definida pela ANACOM, considera-se razoável o apuramento dessa taxa com base na taxa de juro sem risco adicionada do prémio de dívida.

O prémio de dívida é o retorno adicional relativamente à taxa correspondente ao investimento sem risco, requerida pelos credores da empresa e que reflete a qualidade do recetor do empréstimo (normalmente traduzido no *rating* atribuído à empresa) e a sua capacidade de cumprimento das responsabilidades da dívida.

A metodologia a aplicar para a identificação do prémio de dívida preconiza que este corresponda à média da série histórica 2013-2014, observações mensais, dos *credit default swaps* (CDS) *spreads* para as empresas comparáveis com emissão de empréstimos obrigacionistas com maturidade a 10 anos.

A média dos *spreads* dos *credit default swaps* em 2013 ascende a 2,38%, e, em 2014 a 1,86%, como se pode verificar no quadro seguinte¹:

¹ No seguimento dos comentários colocados ao sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital da MEO, Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., aplicável ao exercício de 2015 foi corrigido o lapso no cálculo do prémio de dívida presente no relatório emitido no dia 31 de Julho de 2015.

	CDS
CDS - Média 2013	2,38%
CDS - Média 2014	1,86%
Média 2013 e 2014	2,12%

Fonte: Bloomberg

Importará notar que somente 12 das 15 empresas tiveram emissão de empréstimos obrigacionistas com maturidade a 10 anos. As empresas que não apresentaram emissão foram: (i) Belgacom, (ii) Magyar Telecom e (iii) Swisscom.

De salientar ainda que 6 das 12 entidades com emissão de empréstimos obrigacionistas, não apresentam uma serie completa nos anos 2013 e 2014. As empresas comparáveis (i) Elisa OYJ, Telekom Austria, Telenor ASA e TeliaSonera AB apresentam dados incompletos no ano de 2013 e nenhum dado no ano de 2014 (ii) por sua vez, a Hellenic Telecommunications e a Telecom Itália apresentam uma série incompleta em 2014, por oposição aos dados de 2013.

No **Anexo II** encontra-se a informação detalhada relativa ao apuramento dos CDS das empresas com emissão de empréstimos obrigacionistas a 10 anos.

A média dos *credit default swaps* para o período 2013-2014 situou-se nos 2,12%, sendo este o valor adoptado como prémio da dívida.

2.4 Prémio de risco

Por definição, o prémio de risco corresponde ao retorno financeiro excedente, isto é, representa o diferencial de rentabilidade exigida para investir num determinado ativo com risco inserido num determinado mercado face ao investimento em ativos isentos de risco.

Segundo a metodologia definida, o prémio de risco deve ser calculado com base na média simples entre os dados *ex-ante* – Pablo Fernández e Damodaran (calculados no ano anterior à decisão, contemplando as expectativas futuras) - referentes a Portugal.

Prémio de Risco		
Fonte:		
Pablo Fernandez	Market Risk Premium and Risk Free Rate used for 88 countries in 2014 Pablo Fernandez, Isabel Fernandez and Pablo Linares IESE Business School June 20, 2014	8,50%
Damodaran	Portuguese market risk premium	9,50%
Prémio de Risco - Média		9,00%

O prémio de risco obtido foi de 9,00%.

2.5 Gearing

O *gearing* corresponde à estrutura financeira da empresa, sendo determinado pelo peso dos capitais alheios no total dos capitais investidos². A determinação da estrutura financeira da empresa revela-se muito importante na determinação do CMPC. A escolha da relação ótima entre capitais próprios e capitais alheios, de forma a otimizar o CMPC é conhecida como a estrutura de capital ótima (na prática baseada nos comparáveis).

A determinação do *gearing* advém do valor médio do *gearing* para o período 2010-2014, com base nos dados dos relatórios e contas anuais disponibilizados, para as empresas comparáveis.

No quadro seguinte encontram-se sintetizados os *gearings* médios para cada uma das 15 empresas comparáveis, para um período de 5 anos.

Empresa comparáveis	Gearing Médio de 5 anos
Belgacom	26,05%
BT Group	41,98%
Deutsche Telekom	41,33%
Elisa OYJ	44,26%
Hellenic Telecommunications	45,87%
KPN NV	57,01%
Magyar Telekom	35,55%
Orange	41,07%
PT SGPS	56,08%
Swisscom	44,06%
Telecom Italia	50,58%
Telefónica	49,94%
Telekom Austria	49,92%
Telenor ASA	27,47%
TeliaSonera AB	33,41%
Média	42,97%

Fonte: Relatórios e Contas das Empresas retirados do Bloomberg

No **Anexo III** encontra-se a informação detalhada relativa ao apuramento do *Gearing*.

O valor resultante da média dos *gearings* de cada empresa comparável corresponde a 42,97%, este define-se como sendo o *gearing* ótimo.

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

2.6 Beta

Na base da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital próprio, encontra-se a determinação do risco sistemático dos ativos com risco cotados em bolsa.

O risco sistemático corresponde ao risco geral do mercado, representando o risco relacionado com todos os aspetos (e.g., políticos, económicos, etc.) que possam alterar o comportamento dos investidores.

Este risco é distinto do risco individual de cada um dos valores cotados, por ser um risco do mercado no seu conjunto e não diversificável.

O risco sistemático da ação é definido através do cálculo do seu *Beta*, que no contexto da definição do custo de capital da empresa, corresponde ao *Beta* do capital próprio.

Os dados necessários para a determinação do *Beta* resultam do *Beta* ajustado (*Adjusted Beta*) para o período 2010-2014 (observações mensais – Bloomberg) para todas as empresas comparáveis, adicionalmente devem ser desalavancados da estrutura financeira (para obtenção do *Asset Beta*) e posteriormente alavancados (para obtenção do *Equity Beta*), com recurso à fórmula de *Harris & Pringle*³.

The Harris and Pringle Formula

$$\beta_e = \beta_a \left(1 + \frac{D}{E} \right)$$

3

No **Anexo IV** encontra-se a informação detalhada relativa ao apuramento do Equity Beta.

Após a aplicação da metodologia definida pela Anacom o *Equity Beta* (5 anos) corresponde a 0,744.

2.7 Taxa de imposto

Em mercados concorrenciais, o imposto é tratado como um custo que deverá ser recuperado através dos preços, portanto, o controlo de preços deve permitir à entidade gerar receitas suficientes para satisfazer as suas obrigações fiscais.

A taxa de imposto a considerar para efeitos de determinação do custo de capital, deve ser a taxa nominal, atendendo a que: (i) esta permite evitar oscilações frequentes resultantes da taxa efetiva de imposto, decorrentes fundamentalmente de correções anuais para efeitos de determinação da matéria coletável, bem como de variações ocorridas nos impostos diferidos; (ii) o apuramento da taxa de imposto nominal é menos complexo que o apuramento da taxa de imposto efetiva; (iii) concede maior previsibilidade regulatória; e (iv) é um número fixo e exógeno à empresa e facilmente observável.

Taxa de Imposto

Código IRC	Artigo 87º Taxa de IRC	21,00%
	Artigo 87º Taxa Derrama estadual	7,00%
	Derrama Municipal	1,50%
		<u>29,50%</u>

A taxa de imposto nominal apurada foi de 29,50%.

A taxa de custo de capital a utilizar no exercício de 2015 é de 9,3247%.

Nota: O lapso no cálculo do prémio de dívida detetado traduziu-se num aumento de 0,0587% na taxa de custo de capital inscrita no relatório anterior, passando de 9,2660% (na versão obsoleta) para 9,3247% (versão atual corrigida do lapso).

2.8 Cálculo da Taxa de Custo de Capital

Partindo dos parâmetros elencados nos pontos anteriores procedeu-se ao cálculo da taxa de custo de capital baseada no custo médio ponderado de capital (CMPC), na variante da fórmula do CMPC nominal antes de impostos (pre-tax).

Parâmetros	2015
Taxa de juro sem risco	2,42%
Prémio de dívida	2,12%
Beta	0,744
Prémio de risco	9,00%
Gearing	42,97%
Taxa imposto	29,50%
Custo de capital próprio	9,12%
CMPC pre-tax	<u>9,3247%</u>

3. ANEXOS

3.1 Anexo I – Taxa de juro sem risco

2013		
Country	Average Rate (%)	GDP (Million EUR)
Austria	2,01	322 595
Belgium	2,41	395 242
Cyprus	6,50	18 119
Finland	1,86	201 995
France	2,20	2 113 687
Germany	1,57	2 809 480
Greece	10,05	182 438
Ireland	3,79	174 791
Italy	4,32	1 609 462
Luxembourg	1,85	45 288
Malta	3,36	7 571
Netherlands	1,96	642 851
Portugal	6,29	169 395
Slovakia	3,19	73 593
Slovenia	5,81	36 144
Spain	4,56	1 049 181

Média Ponderada

2,87

Fontes: Eurostat e Banco Central Europeu

2014		
Country	Average Rate (%)	GDP (Million EUR)
Austria	1,49	328 996
Belgium	1,71	402 027
Cyprus	6,00	17 506
Finland	1,45	204 015
France	1,67	2 142 022
Germany	1,16	2 903 790
Greece	6,93	179 081
Ireland	2,37	185 412
Italy	2,89	1 616 254
Luxembourg*	1,34	46 487
Malta	2,61	7 962
Netherlands	1,45	655 375
Portugal	3,75	173 053
Slovakia	2,07	75 215
Slovenia	3,27	37 246
Spain	2,72	1 058 469

Média Ponderada

1,97

Notas:

- *A Estónia foi desconsiderada do cálculo da média ponderada em ambos os anos devido à inexistência de informação sobre emissões obrigacionistas.*
- *Face à inexistência de informação do PIB do Luxemburgo para a totalidade de 2014, procedeu-se à sua anualização com base na informação referente aos primeiros 9 meses de 2014. Note-se que esta prática não tem impacto capaz de trazer distorção, pois trata-se somente de um efeito de ponderação.*
- *A Letónia aderiu à Zona Euro no dia 1 de Janeiro de 2014, não obstante, uma vez que não reúne um historial de observações mensais de 2 anos como prescreve a metodologia, foi desconsiderada do cálculo da média ponderada em ambos os anos.*
- *A Lituânia aderiu à Zona Euro no dia 1 de Janeiro de 2015, por conseguinte não reúne um historial de observações mensais de 2 anos como prescreve a metodologia, razão pela qual foi desconsiderada da análise.*

Fontes: Eurostat e Banco Central Europeu

3.2 Anexo II - Credit Default Swaps

Credit Default Swap	2013	Credit Default Swap	2014
BRITEL CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,22	BRITEL CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,00
DT CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,20	DT CDS EUR SR 10Y D14 Corp	0,94
ELIAV CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,09	ELIAV CDS EUR SR 10Y D14 Corp	-
ORAFP CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,54	ORAFP CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,13
HTOGA CDS EUR SR 10Y D14 Corp	6,14	HTOGA CDS EUR SR 10Y D14 Corp	-
KPN CDS EUR SR 10Y D14 Corp	2,08	KPN CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,55
TKAAV CDS EUR SR 10Y Corp	1,91	TKAAV CDS EUR SR 10Y Corp	-
TITIM CDS EUR SR 10Y D14 Corp	4,04	TITIM CDS EUR SR 10Y D14 Corp	2,66
TELEFOA CDS EUR SR 10Y D14 Corp	2,73	TELEFOA CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,64
TELNO CDS EUR SR 10Y D14 Corp	0,78	TELNO CDS EUR SR 10Y D14 Corp	-
TLSNSS CDS EUR SR 10Y D14 Corp	0,82	TLSNSS CDS EUR SR 10Y D14 Corp	-
OIBRBZ CDS EUR SR 10Y D14 Corp	4,96	OIBRBZ CDS EUR SR 10Y D14 Corp	4,08
Média 2013	2,38	Média 2014	1,86

Fonte: Bloomberg

3.3 Anexo III - Gearing

		2010	2011	2012	2013	2014	Gearing Médio de 5
Belgacom	Total Interest-bearing liabilities	2 189	1 972	1 976	2 266	2 548	
	Total Liabilities and Equity	8 511	8 312	8 243	8 417	8 522	
	Gearing	25,72%	23,72%	23,97%	26,92%	29,90%	
BT Group	Total Interest-bearing liabilities	12 791	9 856	10 486	10 013	9 814	
	Total Liabilities and Equity	28 680	23 540	23 948	24 879	24 898	
	Gearing	44,60%	41,87%	43,79%	40,25%	39,42%	
Deutsche Telekom	Total Interest-bearing liabilities	50 546	48 318	44 614	51 599	55 227	
	Total Liabilities and Equity	127 812	122 542	107 942	118 148	129 360	
	Gearing	39,55%	39,43%	41,33%	43,67%	42,69%	
Elisa OYJ	Total Interest-bearing liabilities	808	847	878	1 109	1 043	
	Total Liabilities and Equity	1 972	1 999	2 009	2 324	2 243	
	Gearing	40,98%	42,37%	43,73%	47,71%	46,49%	
Hellenic Telecommunications	Total Interest-bearing liabilities	5 300	4 902	4 051	2 956	2 639	
	Total Liabilities and Equity	9 538	9 091	8 366	7 860	7 804	
	Gearing	55,57%	53,92%	48,42%	37,61%	33,81%	
KPN KV	Total Interest-bearing liabilities	12 537	13 099	13 896	13 664	10 441	
	Total Liabilities and Equity	22 737	22 387	22 301	25 872	18 556	
	Gearing	55,14%	58,51%	62,31%	52,81%	56,27%	
Magyar Telekom	Total Interest-bearing liabilities	361 847	368 114	342 309	424 478	480 482	
	Total Liabilities and Equity	1 109 006	1 098 028	1 057 844	1 091 248	1 190 776	
	Gearing	32,63%	33,53%	32,36%	38,90%	40,35%	
Orange	Total Interest-bearing liabilities	36 142	39 373	39 214	37 395	34 373	
	Total Liabilities and Equity	94 276	96 083	89 980	85 833	88 404	
	Gearing	38,34%	40,98%	43,58%	43,57%	38,88%	
PT SGPS	Total Interest-bearing liabilities	7 206	12 281	7 375	7 371	7 227	
	Total Liabilities and Equity	15 170	23 176	12 829	12 020	11 825	
	Gearing	47,50%	52,99%	57,49%	61,32%	61,12%	
Swisscom	Total Interest-bearing liabilities	9 772	8 831	8 783	8 823	8 604	
	Total Liabilities and Equity	21 075	19 450	19 796	20 496	20 932	
	Gearing	46,37%	45,40%	44,37%	43,05%	41,10%	
Telecom Italia	Total Interest-bearing liabilities	41 230	41 951	40 241	37 203	37 011	
	Total Liabilities and Equity	89 040	83 886	77 555	70 220	71 551	
	Gearing	46,31%	50,01%	51,89%	52,98%	51,73%	
Telefónica	Total Interest-bearing liabilities	61 100	66 311	66 853	60 699	59 782	
	Total Liabilities and Equity	129 775	129 623	129 773	118 862	122 299	
	Gearing	47,08%	51,16%	51,52%	51,07%	48,88%	
Telekom Austria	Total Interest-bearing liabilities	3 584	3 949	3 881	3 968	3 726	
	Total Liabilities and Equity	7 556	7 449	7 257	7 801	8 316	
	Gearing	47,43%	53,02%	53,48%	50,87%	44,80%	
Telenor	Total Interest-bearing liabilities	34 452	33 924	50 101	58 292	68 201	
	Total Liabilities and Equity	172 731	166 339	167 868	180 971	195 252	
	Gearing	19,95%	20,39%	29,85%	32,21%	34,93%	
TeliaSonera	Total Interest-bearing liabilities	65 436	79 842	91 587	90 723	101 489	
	Total Liabilities and Equity	250 551	252 883	253 046	252 828	272 066	
	Gearing	26,12%	31,57%	36,19%	35,88%	37,30%	

Fonte: Relatórios e Contas das Empresas retirados do Bloomberg

3.4 Anexo IV – Determinação do Beta

Empresas comparáveis	Raw Beta	Adjusted Beta	Gearing médio 5 anos	Debt to Equity	Asset Beta 5 anos (Fórmula Harris & Pringle)	Gearing óptimo	Debt to Equity	Equity Beta 5 anos (Fórmula Harris & Pringle)
Belgacom	0,541	0,694	26,05%	35,22%	0,513	42,97%	75,35%	0,900
BT Group	0,773	0,849	41,98%	72,37%	0,493	42,97%	75,35%	0,864
Deutsche Telekom	0,625	0,750	41,33%	70,46%	0,440	42,97%	75,35%	0,772
Elisa OYJ	0,431	0,621	44,26%	79,39%	0,346	42,97%	75,35%	0,607
Hellenic Telecommunications	1,116	1,077	45,87%	84,73%	0,583	42,97%	75,35%	1,022
KPN NV	0,190	0,460	57,01%	132,60%	0,198	42,97%	75,35%	0,347
Magyar Telekom	0,394	0,596	35,55%	55,16%	0,384	42,97%	75,35%	0,674
Orange	0,621	0,747	41,07%	69,69%	0,440	42,97%	75,35%	0,772
PT SGPS	0,977	0,985	56,08%	127,71%	0,433	42,97%	75,35%	0,759
Swisscom	0,417	0,611	44,06%	78,76%	0,342	42,97%	75,35%	0,599
Telecom Italia	0,891	0,927	50,58%	102,35%	0,458	42,97%	75,35%	0,803
Telefónica	0,940	0,960	49,94%	99,76%	0,481	42,97%	75,35%	0,843
Telekom Austria	0,348	0,565	49,92%	99,68%	0,283	42,97%	75,35%	0,496
Telenor ASA	0,657	0,771	27,47%	37,86%	0,559	42,97%	75,35%	0,981
TeliaSonera AB	0,438	0,625	33,41%	50,18%	0,416	42,97%	75,35%	0,730
Média		0,749	42,97%					0,744

Fonte: Bloomberg

3.5 Anexo V – Esclarecimento das questões levantadas pela MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. no âmbito dos parâmetros da taxa de custo de capital

Face às divergências apontadas pela MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. na audiência prévia sobre a taxa de custo de capital, vimos por este meio esclarecer os aspetos relacionados com o trabalho desempenhado pela Mazars no âmbito da determinação da taxa do custo de capital.

A) GEARING

A MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. apontou a existência de divergências em 3 entidades comparáveis entre o Relatório de 2014 e o Relatório de 2015.

		Relatório da Mazars de 28.04.2014				Relatório da Mazars de 31.07.2015			
		2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
BT Group	Total Interest-bearing Liabilities	12,791	9,856	10,486	10,013	12,791	9,856	10,486	10,013
	Total Liabilities and Equity	28,68	23,54	23,948	21,896	28,68	23,54	23,948	24,879
	Gearing	44,60%	41,87%	43,79%	45,73%	44,60%	41,87%	43,79%	40,25%
Orange	Total Interest-bearing Liabilities	38,683	41,651	39,807	37,929	36,142	39,373	39,214	37,395
	Total Liabilities and Equity	94,276	96,083	89,98	85,833	94,276	96,083	89,98	85,833
	Gearing	41,03%	43,35%	44,24%	44,19%	38,34%	40,98%	43,58%	43,57%
Telenor	Total Interest-bearing Liabilities	35,577	35,583	34,069	42,305	34,452	33,924	50,101	58,292
	Total Liabilities and Equity	172,731	166,339	169,364	169,365	172,731	166,339	167,86	180,971
	Gearing	20,60%	21,39%	20,12%	24,98%	19,95%	20,39%	29,85%	32,21%

BT Group

Nesta entidade identifica-se uma diferença no ano de 2013 na linha *Total Liabilities and Equity*. Esta divergência de valores deve-se ao efeito conjugado: (i) da reexpressão pela Empresa das demonstrações financeiras do exercício de 2013, espelhadas no Relatório & Contas de 2014 e (ii) de um erro de digitação no Relatório de 2014, corrigido no Relatório de 2015.

Orange

Nesta entidade identificam-se divergência na linha *Total interest bearing liabilities* ao longo do período 2010-2014. No Relatório de 2014 foram atualizados os elementos com base nos dados precedentes do cálculo do *gearing*. No Relatório 2015, efetuámos uma análise da coerência dos dados e desconsideramos da linha de *Total interest bearing liabilities* a rubrica do balanço da Orange “*financial liabilities at fair value through profit or loss*” que espelha alterações de justo valor assumindo claramente uma natureza distinta dos juros (remuneração de dívida).

Telenor

Para esta entidade as diferenças surgem do efeito combinado: (i) da reexpressão pela Empresa das demonstrações financeiras do exercício de 2013 (à semelhança da Orange) e (ii) da inclusão no Relatório de 2014 e anteriores de valores relativos à rubrica *Non-current non-interest-bearing liabilities*.

Foi nosso entendimento que, no Relatório de 2015, haveria necessidade de proceder à revisão dos dados inseridos na amostra (face aos dados inscritos nos relatórios de exercícios anteriores) desconsiderando desta feita os montantes relativos à rubrica (do passivo) *Non-current non-interest-bearing liabilities*. Consideramos que esta abordagem estava mais alinhada com metodologia definida pela Anacom na medida em que acomoda toda a dívida remunerada (excluindo a dívida financeira não remunerada), aspeto vertido no Relatório de 2015.

B) PRÉMIO DE DÍVIDA

Designação em 2013	Designação em 2014	Credit Default Swap - 2013			
		Relatório da Mazars de 28.04.2014	Relatório da Mazars de 31.07.2015	Diferenças	Relatório final após SPD
BRITEL CDS EUR SR 10Y Corp	BRITEL CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,22	1,22	-	1,22
DT CDS EUR SR 10Y Corp	DT CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,19	1,2	0,01	1,20
ELIAV CDS EUR SR 10Y Corp	ELIAV CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,09	0,54	-0,55	1,09
ORAFP CDS EUR SR 10Y Corp	ORAFP CDS EUR SR 10Y D14 Corp	1,54	1,54	-	1,54
HTOGA CDS EUR SR 10Y Corp	HTOGA CDS EUR SR 10Y D14 Corp	6,09	6,14	0,05	6,14
KPN CDS EUR SR 10Y Corp	KPN CDS EUR SR 10Y D14 Corp	2,08	2,08	-	2,08
TKAAV CDS EUR SR 10Y Corp	TKAAV CDS EUR SR 10Y Corp	1,91	1,11	-0,8	1,91
TITIM CDS EUR SR 10Y Corp	TITIM CDS EUR SR 10Y D14 Corp	4,04	4,04	-	4,04
TELEFOA CDS EUR SR 10Y Corp	TELEFOA CDS EUR SR 10Y D14 Corp	2,75	2,73	-0,02	2,73
TELNO CDS EUR SR 10Y Corp	TELNO CDS EUR SR 10Y D14 Corp	0,78	0,39	-0,39	0,78
TLSNSS CDS EUR SR 10Y Corp	TLSNSS CDS EUR SR 10Y D14 Corp	0,83	0,41	-0,42	0,82
PORTEL CDS EUR SR 10Y Corp	OIBRBZ CDS EUR SR 10Y D14 Corp	4,96	4,96	-	4,96
	Média 2013	2,37	2,2		2,38

Na definição do prémio de dívida para o ano de 2015 foi feito o recálculo do prémio da dívida com vista a manter a coerência histórica e o novo exercício económico (ano de 2014). Seguindo a mesma metodologia retirou-se da plataforma *Bloomberg* os CDS com maturidade de 10 anos das Empresas que compõe a amostra para os anos 2013 e 2014. O número de observação é idêntico nas duas observações. Somente 12 das 15 empresas tiveram emissão de empréstimos obrigacionistas, ainda dentro deste lote existem três entidades que apresentaram series incompletas em 2013.

Identificámos a existência de diferenças entre os dados relativos aos CDS, nos relatórios de 28/04/2014 (Relatório de 2014) e 31/07/2015 (Relatório de 2015). Procurámos identificar os motivos associados a tal facto e apurámos que as divergências decorriam da adoção dos critérios ISDA (*International Swaps and Derivatives Association*) em 2014. Esta justificação foi-nos confirmada pelo serviço de apoio da Bloomberg, especificamente o departamento Global Data encarregue das questões mais complexas. Como se pode observar no quadro acima, as designações dos CDS passaram a incorporar o símbolo “D14” o que significa que está de acordo com os critérios da ISDA, que levou à reexpressão de determinados valores.

Não obstante, face aos comentários da MEO - SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, S.A. revisitámos o modelo e identificámos que cometemos um erro inerente à exportação do ficheiro da plataforma Bloomberg para as séries incompletas que incluem valores a “0”. Face ao automatismo por nós criado, a média extraída contabiliza os valores a “0” o que resultou num erro de cálculo que conduziu à subvalorização da média de 2013 (patente no Relatório de 2015) e com impacto também no valor apurado para 2014 (presente no Relatório de 2015).

Impactos finais

Em suma, para efeitos da definição do *Gearing* as divergências apontadas não trazem qualquer alteração no valor final do *Gearing* e concomitantemente na taxa de custo de capital.

Por oposição, quanto ao prémio da dívida, as correções a realizar terão um impacto na média do prémio da dívida passando de 1,98% (média obtida com 2,20% de 2013 e 1,76% de 2014) para 2,12% (média obtida com 2,38% de 2013 e 1,86% de 2014), que por sua vez se traduz num aumento de 0,0587% na taxa de custo de capital inscrita no relatório anterior, passando de 9,2660% (na versão obsoleta) para 9,3247%.

Parâmetros	2015
Taxa de juro sem risco	2,42%
Prémio de dívida	2,12%
Beta	0,744
Prémio de risco	9,00%
Gearing	42,97%
Taxa imposto	29,50%
Custo de capital próprio	9,12%
CMPC pre-tax	9,3247%

Lisboa

Rua Tomás da Fonseca
Torres de Lisboa, Torre G, 5.º Andar
1600-209 Lisboa

Porto

Rua do Campo Alegre N.º 830
3.º Andar, Sala 14
4150-171 Porto

Leiria

Estrada de Leiria, 212
Edifício Pinus Park Fr. X
2430 Marinha Grande

Angola

Rua Dr. Agostinho Tomé das Neves, N.º 156 / 158