



**COMENTÁRIOS DA MEO – SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, S.A.**

***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***

## **Audiência prévia sobre a taxa de custo de capital da MEO, Serviços de Comunicação e Multimédia, S.A. (MEO), aplicável ao exercício de 2015**

### **1. Introdução**

O presente documento representa a pronúncia da MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (doravante “MEO”) à audiência prévia relativa ao sentido provável de decisão sobre a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2015.

Para além desta secção introdutória, este documento inclui 4 secções adicionais: (I) “Considerações Gerais”, (II) “Metodologia”, onde são efetuados alguns comentários à proposta de abordagem metodológica da ANACOM e à determinação da taxa de custo de capital aplicável à MEO, (III) “Parâmetros da Taxa de Custo de Capital”, onde é realizada uma análise ponto a ponto das propostas de atualização da ANACOM aos parâmetros utilizados no cálculo da taxa de custo de capital, e (IV) “Conclusões”.

### **2. Considerações Gerais**

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 no exercício de 2015, face à existência de limitações nos elementos de suporte ao seu cálculo.

De facto, analisado o SPD, verifica-se que as limitações existentes têm implicações no cálculo da taxa de custo de capital, pelo que, a bem da transparência e da previsibilidade regulatória, é recomendável que as partes interessadas tenham a 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 de custo de capital, aprovada em dezembro de 2013.

Ainda relativamente a este processo de atualização/determinação da taxa de custo de capital da MEO, a aplicar ao exercício de 2015, a MEO não pode deixar de referir que os prazos estabelecidos na deliberação de dezembro de 2013, referente ao cálculo da taxa de custo de capital da MEO, não foram cumpridos.

De facto, a deliberação de dezembro de 2013 determinou que a atualização da taxa deveria ser realizada anualmente, até ao final do 1º semestre do ano em questão. Determinou também 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.

Ora, como se verifica, todos estes prazos foram ultrapassados, sendo o SPD em análise de 13 de agosto de 2015, pelo que 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, que ela própria definiu.

### 3. Metodologia

A MEO encontra-se de acordo com a abordagem adotada pela ANACOM de definição *a priori* de uma metodologia de cálculo da taxa de custo de capital e a sua atualização anual. Esta abordagem permite ver refletidos a evolução do mercado e o enquadramento macroeconómico ao longo de cada um dos exercícios, eliminando a existência de desfasamentos temporais como os ocorridos no passado.

Neste âmbito, a MEO concorda também que taxa de custo de capital a aplicar à MEO deve continuar a seguir a metodologia do Custo Médio Ponderado de Capital, na variante antes de imposto, e a metodologia CAPM para cálculo da taxa de custo de capital próprio.

Este método é normalmente utilizado em sectores de atividade regulados, permitindo efetuar comparações de forma relativamente simples. Por outro lado, a sua simplicidade, quando comparada com outros modelos, permite uma melhor aferição dos valores determinados por este método, mitigando eventuais assimetrias de informação.

Parte integrante e fundamental da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital é a definição, também *a priori*, de um mecanismo de revisão do cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital.

Sendo grande parte dos parâmetros 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, caso algum dos dados

comparáveis deixe de o ser ou passe a não ser de acesso público, contribuindo assim para a previsibilidade regulatória.

A este respeito, é opinião da MEO 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.

Como é possível verificar na atualização agora proposta pela ANACOM para o parâmetro prémio 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.

Um outro exemplo de quanto esta proposta de abordagem pode comprometer uma atualização efetiva dos parâmetros da taxa de custo de capital é o caso do *gearing*. Sendo o *gearing* calculado com base em séries históricas de dados de *gearing* de empresas comparáveis referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão, 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.

Face ao acima exposto, não pode a MEO concordar 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”.*

Ainda relativamente às limitações relativas às fontes de informação, a MEO encontra-se de acordo com a proposta da ANACOM de, para o ano de 2014, considerar somente os dados referentes ao 1º trimestre da PT SGPS. De facto, com a redução do total do ativo e do total do passivo da PT SGPS, a 5 de maio de 2014, em

resultado da operação de entrada em espécie no aumento de capital da Oi, a estrutura de capitais resultante não reflete a de um operador de telecomunicações.

Adicionalmente, existem ainda alguns aspetos na operacionalização desta metodologia que continuam a constituir fatores de preocupação para a MEO, os quais se resumem nos seguintes dois pontos:

a) Incoerência face ao modelo de custeio implementado

Sendo o atual modelo de custeio da MEO um modelo de custos históricos (*Historic Cost Accounting – HCA*) com imputação total de custos (*Full Distributed Cost - FDC*), cuja base fundamental de suporte são as peças contabilísticas da organização (Balanço e Demonstração de Resultados), 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.

b) Utilização de *benchmarking* não comparáveis

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).

A ANACOM, na sua proposta de abordagem, 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 da MEO.

#### 4. Parâmetros da Taxa de Custo de Capital

Considerada a metodologia de cálculo estabelecida pela ANACOM para a taxa de custo de capital, a MEO realiza nesta secção uma análise detalhada da proposta de atualização da ANACOM de cada um dos parâmetros a contemplar no cálculo da taxa do custo de capital para o exercício 2015.

##### a) Taxa de juro sem risco

Tendo por base a metodologia de cálculo da taxa de juro sem risco determinada pela ANACOM na sua deliberação de 5 de dezembro de 2013, a MEO encontra-se de acordo com a atualização realizada, nomeadamente com as opções tomadas pela ANACOM, face aos constrangimentos verificados na atualização da informação referente a alguns países da Zona Euro (Estónia, Luxemburgo, Letónia e Lituânia).

No entanto, é de referir que, tal como é do conhecimento da ANACOM, a MEO não concorda com a metodologia de cálculo da taxa de juro de sem risco determinada pela ANACOM.

É opinião da MEO que o recurso a *benchmarking* para a determinação da taxa de juro sem risco esbata o enquadramento macroeconómico específico do país no cálculo final da taxa de custo de capital, o que não deveria ser o caso.

Relembra-se que a proposta da ANACOM de calcular a taxa de juro sem risco com recurso a *benchmarking* foi fundamentada pelo facto de as OT portuguesas não terem constituído uma boa *proxy* de um ativo sem risco durante a crise financeira internacional que ocorreu e o conseqüente contexto macroeconómico que o país viveu. Esta opção foi reforçada pelo facto de durante este período os títulos locais não apresentaram emissões de base constante e não possuíram suficiente liquidez.

Apesar de, face ao enquadramento atual do país, a taxa de juro das OT portuguesas já poder ser considerada como a correspondente à de um ativo sem risco, a MEO 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:

- Valor médio das ODP da Alemanha e dos EUA + *Credit Default Swaps* de Portugal - os valores de cada uma destas variáveis seriam baseados em observações mensais dos dois últimos anos.

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.

#### b) Prémio de risco

No âmbito da metodologia determinada pela ANACOM para o cálculo do prémio de risco a integrar a taxa de custo de capital, a atualização agora apresentada pela ANACOM encontra-se de acordo com o definido.

No entanto, a MEO não pode deixar de expressar, mais uma vez, a sua discordância face à metodologia de cálculo deste parâmetro, nomeadamente a utilização de uma das suas fontes de informação.

Traduzindo o prémio de risco a diferença entre a taxa de rendimento proporcionada pelo mercado bolsista e a que é proporcionada pelos investimentos sem risco, o seu cálculo está intrinsecamente condicionado pelo cálculo da taxa de juro sem risco.

Tendo em consideração este aspeto e o facto de a ANACOM ter determinado o cálculo da taxa de juro sem risco com base nas taxas implícitas das obrigações de tesouro de todos os países da zona euro (ponderadas pelo PIB do respetivo país), e não nas ODP portuguesas, o cálculo do prémio de risco deve ser realizado em conformidade e não com base em fontes de informação que tenham por referência a taxa de juro sem risco das ODP portuguesas.

Este é o caso dos dados do *Pablo Fernandez*, que têm como as pressuposto as ODP portuguesas.

Reiterando o já referido, a MEO considera essencial que o cálculo do prémio de risco deve 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*.

**c) Beta**

A atualização realizada pela ANACOM do *beta* a incorporar na taxa de custo de capital da MEO encontra-se de acordo com a metodologia definida na deliberação de 5 de dezembro de 2013.

Sobre esta metodologia a MEO gostaria de reiterar a sua preocupação sobre 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.

Adicionalmente, e como já diversas vezes referido, a MEO é da opinião que para o apuramento do *beta* dos ativos e consequentemente 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 *Hamadas* e não a fórmula de *Harris and Pringle*, dado este não ter em consideração o efeito do imposto na estrutura de capitais.

Fórmula de *Hamadas*:

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

onde:

$\beta_e$  é o *beta* alavancado da empresa

$\beta_a$  é o *beta* desalavancado da empresa

$\frac{D}{E}$  é a relação entre a dívida e o património líquido da empresa

$t$  é a taxa de imposto

Esta fórmula tem como pressuposto que a estrutura de capitais se manterá ao longo do tempo, mantendo-se constante o peso da dívida. Não sendo previsível que o peso da dívida se mantenha inalterado a longo prazo, também não é expectável que este se venha a alterar significativamente, não se colocando em causa a aderência desta fórmula à realidade.



Por outro lado, e 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. Salienta-se 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.

#### d) Gearing

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

É apenas de referir que alguns dos valores do *benchmarking* agora apresentados (relatório de consultoria elaborado pela Mazars) 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 bem da transparência, seria conveniente que tais diferenças fossem investigadas e explicadas.

		Relatório da Mazars de 28.04.2014				Relatório da Mazars de 31.07.2014			
		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	28.680	23.540	23.948	21.896	28.680	23.540	23.948	24.879
	<b>Gearing</b>	<b>44,60%</b>	<b>41,87%</b>	<b>43,79%</b>	<b>45,73%</b>	<b>44,60%</b>	<b>41,87%</b>	<b>43,79%</b>	<b>40,25%</b>
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	89.980	85.833	94.276	96.083	89.980	85.833
	<b>Gearing</b>	<b>41,03%</b>	<b>43,35%</b>	<b>44,24%</b>	<b>44,19%</b>	<b>38,34%</b>	<b>40,98%</b>	<b>43,58%</b>	<b>43,57%</b>
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	167.860	180.971
	<b>Gearing</b>	<b>20,60%</b>	<b>21,39%</b>	<b>20,12%</b>	<b>24,98%</b>	<b>19,95%</b>	<b>20,39%</b>	<b>29,85%</b>	<b>32,21%</b>

#### e) Prémio de dívida

Metodologicamente a atualização do valor associado ao prémio de dívida encontra-se de acordo com o determinado pela ANACOM na sua deliberação de 5 de dezembro de 2013.

No entanto, relativamente aos dados de suporte verifica-se a inexistência de uma parte significativa da informação associada ao exercício de 2014 e a ausência de dados completos para o ano 2013.

Para o exercício de 2014, das empresas que constituem o *benchmarking* e que procederam a emissão de empréstimos obrigacionistas com maturidade a 10 anos, existem dados para apenas 7 empresas em 12, cerca de 58% do universo utilizado no *benchmarking* referente a 2014 e 79% do universo total de observações utilizadas para apuramento do prémio da dívida. Os valores de 2013 integram dados incompletos de 4 empresas.

Na opinião da MEO, a existência de uma limitação tão significativa na informação de base do *benchmarking* que suporta o cálculo do prémio de dívida a integrar o cálculo da taxa de custo de capital da MEO coloca em causa a metodologia definida e o valor apurado para este parâmetro.

Assim, para o exercício de 2014, a ANACOM deveria complementar a listagem das empresas que integram os *benchmarks* utilizados no cálculo dos diversos parâmetros da taxa de custo de capital, de forma a permitir um apuramento mais consistente dos parâmetros da taxa de custo de capital, sob pena de os cálculos efetuados serem enviesados face ao número reduzido de observações utilizados, nomeadamente do que respeita ao prémio da dívida.

Adicionalmente, chama-se ainda à atenção para o facto de os valores dos "*Credit Default Swaps*", respeitantes ao ano de 2013 das empresas cuja informação para o ano de 2014 não se encontra disponível, apresentarem diferenças muito significativas face aos valores anteriormente divulgados, quando da atualização da taxa de custo de capital de 2014 (ver quadro abaixo).

	Credit Default Swap - 2013		
	Relatório da Mazars de 28.04.2014	Relatório da Mazars de 31.07.2014	Diferenças
BRITEL CDS EUR SR 10Y Corp	1,22	1,22	-
DT CDS EUR SR 10Y Corp	1,19	1,2	0,01
ELIAV CDS EUR SR 10Y Corp	1,09	0,54	-0,55
ORAFP CDS EUR SR 10Y Corp	1,54	1,54	-
HTOGA CDS EUR SR 10Y Corp	6,09	6,14	0,05
KPN CDS EUR SR 10Y Corp	2,08	2,08	-
TKAAV CDS EUR SR 10Y Corp	1,91	1,11	-0,8
TITIM CDS EUR SR 10Y Corp	4,04	4,04	-
TELEFOA CDS EUR SR 10Y Corp	2,75	2,73	-0,02
TELNO CDS EUR SR 10Y Corp	0,78	0,39	-0,39
TLSNSS CDS EUR SR 10Y Corp	0,83	0,41	-0,42
PORTEL CDS EUR SR 10Y Corp	4,96	4,96	-
<b>Média 2013</b>	<b>2,37</b>	<b>2,20</b>	

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.

#### 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.

Como é do conhecimento da ANACOM, é opinião da MEO que numa ótica concetual a taxa de imposto a considerar no cálculo da taxa de custo de capital deverá corresponder à taxa de imposto efetiva, dado ser a esta taxa que traduz o efetivo encargo fiscal a que a empresa é sujeita. Em termos regulatórios, nomeadamente para apuramento dos custos no âmbito de um sistema de contabilidade analítica, este facto ganha um peso acrescido ao estarmos a lidar com um SCA suportado em custos históricos, ou seja, baseado em peças contabilísticas que refletem uma taxa efetiva de imposto, como é o caso na MEO.

Dada a existência de alguns impactos na taxa de imposto efetiva, resultantes de decisões estratégicas e financeiras (trespasses, alienações de ativos, etc.), que não devem ser refletidos ao nível do custo dos produtos e serviços, deverão ser realizados alguns ajustamentos ao cálculo da taxa de imposto efetiva, de forma que sejam expurgados tais impactos. Contudo, custos efetivos de exploração corrente e contabilisticamente reconhecidos, como algumas amortizações e determinadas naturezas de custo (ex: provisões não dedutíveis ou para além dos limites legais, que o fisco não aceita), deveriam ser incluídos no cálculo da taxa de imposto, constituindo um argumento adicional para o recurso à taxa de imposto efetiva em oposição à nominal.

No entanto, 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 expetável 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.

## 5. Conclusão

Como referido, a MEO considera que, face aos constrangimentos verificados na atualização da taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2015, e à proposta de alteração da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, a realização de uma audiência prévia para determinação da referida taxa de custo de capital é fundamental, tal como determinado pela ANACOM, promovendo uma atuação totalmente transparente por parte deste entidade reguladora.

No entanto, refere-se que existindo prazos definidos para a atualização e determinação da taxa de custo de capital da MEO a ser aplicada em cada um dos anos, estes devem ser cumpridos, facto que não se verificou neste ano de 2015.

No que se refere às existentes limitações de informação para atualização do cálculo de alguns parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente os que são apurados com recurso a *benchmarkings*, e à consequente proposta de alteração da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, a MEO não concorda com a proposta da ANACOM, em particular pelo seguinte: o estabelecimento de um patamar mínimo de observações ou fontes de informação para determinar os diversos parâmetros apurados com base em *benchmarking*, pode enviesar os resultados obtidos mesmo cumprindo o patamar mínimo, nomeadamente no que se refere à incorporação das condições económicas, financeiras e mercado mais recentes.

Face a esta posição, a MEO propõe uma proposta de redação alternativa do aditamento a realizar à metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, aprovada em dezembro de 2015, conforme se segue:

*“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”.*

No que se refere ao cálculo dos diversos parâmetros, existem ainda alguns aspetos que, na opinião da MEO, deviam ser passíveis de reformulação, com vista a robustecer o cálculo do custo de capital da MEO, para que traduza efetivamente o custo real do capital investido.

Para que tal objetivo seja alcançado, resumem-se de seguida os aspetos que o MEO considera ser mais relevante reformular:

- Análise dos parâmetros de cálculo da taxa de custo de capital de forma agregada, conjunta e para a sua totalidade, e não espartilhada, nomeadamente no que se refere à determinação da taxa de juro sem risco e do prémio de risco, com vista a que, conjuntamente, estes parâmetros traduzam um custo do capital próprio que reflita a remuneração efetiva esperada pelos acionistas, tendo em conta em particular o enquadramento macroeconómico do país.
- Incorporação do efeito do imposto na estrutura de capitais no cálculo do parâmetro *beta*, através da utilização da fórmula de *Hamadas* para cálculo do *beta* do ativo.

Por fim realça-se a existência de diferenças significativas entre alguns dados referentes a anos anteriores, utilizados nos *benchmarks*, e os valores anteriormente divulgados, quando da atualização da taxa de custo de capital de 2014, nomeadamente nos dados de suporte ao cálculo do *gearing* e do prémio de dívida. Estas diferenças 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, aplicável ao exercícios de 2015.

