

ANACOM

Determinação da taxa de custo de capital da MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A.

31 de Julho de 2015



Conteúdo

1.	SUMÁRIO EXECUTIVO	2
1.1	Enquadramento e Objectivos	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.....	11
2.6	Beta	12
2.7	Taxa de imposto.....	13
2.8	Cálculo da Taxa de Custo de Capital	13
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

1. SUMÁRIO EXECUTIVO

1.1 Enquadramento e Objectivos

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 actualização 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 actualização 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.

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 adoptar;
- 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 accionistas 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 Activos PT, os quais consistem na totalidade dos negócios do Grupo Portugal Telecom naquela data (com excepção 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

accionistas 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 activos financeiros e sem qualquer actividade 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 activo 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 activo 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 selecção:

- i. *Critério produto/linha de serviço*: dado que não terá actividade operacional efectiva no âmbito das telecomunicações;
- ii. *Critério posição no mercado*: visto ser apenas detentora de um activo 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 actualizada 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 actualização 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 actualização 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*).

Neste contexto, após a aplicação da referida metodologia, a MAZARS apura uma taxa de custo de capital a utilizar no exercício de 2015 de 9,27%.

Parâmetros	2015
Taxa de juro sem risco	2,42%
Prémio de dívida	1,98%
Beta	0,74
Prémio de risco	9,00%
Gearing	42,97%
Taxa imposto	29,50%
Custo de capital próprio	9,12%
<i>CMPC pre-tax</i>	9,27%

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 colectivo; 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 activos isentos de risco.
- β : representa a covariância entre a rendibilidade das acções de uma empresa e o mercado bolsista como um todo, ou seja, reflecte o risco de uma acção 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 reflecte a remuneração de activos isentos de risco. Porém, estes activos 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 reflectir 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 respectiva 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 respectivo 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 reflecte 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 reflecte a qualidade do receptor 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 2,20%, e, em 2014 a 1,76%, como se pode verificar no quadro seguinte:

	CDS
CDS - Média 2013	2,20%
CDS - Média 2014	1,76%
Média 2013 e 2014	1,98%

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 1,98%, 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 activo com risco inserido num determinado mercado face ao investimento em activos 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 investidos¹. A determinação da estrutura financeira da empresa revela-se muito importante na determinação do CMPC. A escolha da relação óptima entre capitais próprios e capitais alheios, de forma a otimizar o CMPC é

¹ *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).

conhecida como a estrutura de capital óptima (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* óptimo.

2.6 Beta

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

O risco sistemático corresponde ao risco geral do mercado, representando o risco relacionado com todos os aspectos (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 acção 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*².

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 0,74.

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 efectiva de imposto, decorrentes fundamentalmente de correcções anuais para efeitos de determinação da matéria colectável, bem como de variações ocorridas nos impostos

The Harris and Pringle Formula

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

2

diferidos; (ii) o apuramento da taxa de imposto nominal é menos complexo que o apuramento da taxa de imposto efectiva; (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%
		<hr/> 29,50%

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

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	1,98%
Beta	0,74
Prémio de risco	9,00%
Gearing	42,97%
Taxa imposto	29,50%
Custo de capital próprio	9,12%
<i>CMPC pre-tax</i>	<u>9,27%</u>

Decorrente da aplicação da referida metodologia apurou-se uma taxa de custo de capital a utilizar no exercício de 2015 de 9,27%.

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

Fontes: Eurostat e Banco Central Europeu

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.*

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	0,54	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	1,11	TKAAV CDS EUR SR 10Y Corp	-
TITIM CDS EUR SR 10Y D14 Corp	4,04	TITIM CDS EUR SR 10Y D14 Corp	2,00
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	0,39	TELNO CDS EUR SR 10Y D14 Corp	-
TLSNSS CDS EUR SR 10Y D14 Corp	0,41	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	2,20	Média 2014	1,76

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	26,05%
	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	41,98%
	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	41,33%
	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	44,26%
	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	45,87%
	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	57,01%
	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	35,55%
	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	41,07%
	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	56,08%
	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	44,06%
	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	50,58%
	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	49,94%
	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	49,92%
	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	27,47%
	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	33,41%
	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	0,54	0,69	26,05%	35,22%	0,51	42,97%	75,35%	0,90
BT Group	0,77	0,85	41,98%	72,37%	0,49	42,97%	75,35%	0,86
Deutsche Telekom	0,63	0,75	41,33%	70,46%	0,44	42,97%	75,35%	0,77
Elisa OYJ	0,43	0,62	44,26%	79,39%	0,35	42,97%	75,35%	0,61
Hellenic Telecommunications	1,12	1,08	45,87%	84,73%	0,58	42,97%	75,35%	1,02
KPN NV	0,19	0,46	57,01%	132,60%	0,20	42,97%	75,35%	0,35
Magyar Telekom	0,39	0,60	35,55%	55,16%	0,38	42,97%	75,35%	0,67
Orange	0,62	0,75	41,07%	69,69%	0,44	42,97%	75,35%	0,77
PT SGPS	0,98	0,99	56,08%	127,71%	0,43	42,97%	75,35%	0,76
Swisscom	0,42	0,61	44,06%	78,76%	0,34	42,97%	75,35%	0,60
Telecom Italia	0,89	0,93	50,58%	102,35%	0,46	42,97%	75,35%	0,80
Telefónica	0,94	0,96	49,94%	99,76%	0,48	42,97%	75,35%	0,84
Telekom Austria	0,35	0,57	49,92%	99,68%	0,28	42,97%	75,35%	0,50
Telenor ASA	0,66	0,77	27,47%	37,86%	0,56	42,97%	75,35%	0,98
TeliaSonera AB	0,44	0,63	33,41%	50,18%	0,42	42,97%	75,35%	0,73
Média		0,75	42,97%					0,74

Fonte: Bloomberg

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