

## **DECISÃO FINAL SOBRE**

**Taxa de custo de capital da MEO – Serviços de  
Comunicações e Multimédia, S.A.  
(exercício de 2023)**



(Página intencionalmente deixada em branco)

## Índice

---

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. ENQUADRAMENTO</b> .....   | <b>1</b>  |
| <b>2. TAXA DE CUSTO DE CAPITAL</b> .....  | <b>3</b>  |
| 2.1. METODOLOGIA .....  | 3         |
| 2.2. VALORES DOS PARÂMETROS.....  | 5         |
| 2.2.1. <i>Cálculo da taxa de juro sem risco (Risk Free Rate - RFR)</i> .....          | 5         |
| 2.2.2. <i>Grupo de pares</i> .....  | 6         |
| 2.2.3. <i>Debt premium and cost of debt</i> .....                                     | 9         |
| 2.2.4. <i>Cálculo do beta e do gearing</i> .....                                      | 10        |
| 2.2.5. <i>Cálculo do prémio de risco de mercado (Equity Risk Premium – ERP)</i> ..... | 11        |
| 2.2.6. <i>Taxa de imposto</i> .....   | 13        |
| 2.3. DEFINIÇÃO DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL.....                                       | 14        |
| <b>3. DECISÃO</b> .....   | <b>15</b> |

## Lista de Tabelas

---

|   |    |
|---|----|
| Tabela 1: <i>BEREC Risk Free Rate</i> .....                                     | 6  |
| Tabela 2: <i>BEREC peer group 2023</i> .....                                    | 7  |
| Tabela 3: <i>Debt premium and Cost of debt</i> .....                            | 9  |
| Tabela 4: <i>BEREC peer group 2023 – Equity beta, Gearing, Asset beta</i> ..... | 10 |
| Tabela 5: <i>Prémio de risco de mercado – ERP</i> .....                         | 12 |
| Tabela 6: <i>Taxa de imposto</i> .....  | 14 |
| Tabela 7: <i>Taxa de custo de capital (2023)</i> .....                          | 15 |

(Página intencionalmente deixada em branco)

## 1. Enquadramento

A taxa de custo de capital traduz-se na taxa de retorno apropriada para compensar o custo de oportunidade do investimento.

No contexto da regulação do mercado das comunicações eletrónicas procura-se com a determinação da taxa de custo de capital: (i) assegurar os corretos incentivos ao investimento; (ii) garantir que não existem distorções nos mercados, através de práticas discriminatórias e anti competitivas; (iii) eliminar possíveis barreiras à entrada de novos concorrentes; e, (iv) proteger os consumidores de preços excessivos, considerando-se essencial a definição de uma metodologia que permita apurar, sem quaisquer constrangimentos contabilísticos e/ou analíticos, de uma forma adequada, a taxa de custo de capital para remunerar os investimentos das empresas reguladas.

Para efeitos do cálculo da taxa do custo do capital, a Autoridade Nacional de Comunicações (doravante designada por “ANACOM”), entendeu, desde o exercício de 2020<sup>1</sup>, seguir os preceitos definidos na comunicação CE 2019/C 375/01, de 6 de novembro de 2019, intitulada “*Commission Notice on the calculation of the cost of capital for legacy infrastructure in the context of the Commission’s review of national notifications in the EU electronic communications*”<sup>2</sup> (doravante designada por “comunicação da Comissão”), concordando com a Comissão Europeia (doravante designada por “CE”) que “*tal desincentivará a distorção dos investimentos originada por incoerências nas abordagens das ARN ao longo do tempo e na União, que poderiam entravar gravemente o funcionamento do mercado único digital*” (§4).

Salienta-se, ainda, que o parágrafo 71 do ponto 9.º da comunicação da Comissão refere explicitamente que na análise das notificações previstas no procedimento descrito no (então) artigo 7.º, a CE utilizará, em geral, a metodologia descrita nessa comunicação a partir de 1 de julho de 2020.

Com vista a operacionalizar o cálculo harmonizado do custo de capital (doravante “WACC”), o BEREC foi convidado pela CE a estimar anualmente os parâmetros do WACC em conformidade com a abordagem descrita na comunicação da Comissão, tendo nesse

---

<sup>1</sup> Disponível em: [https://www.anacom.pt/streaming/DecisaoFinal11mar2021\\_WACC\\_MEO.pdf?contentId=1604180&field=ATTACHED\\_FILE](https://www.anacom.pt/streaming/DecisaoFinal11mar2021_WACC_MEO.pdf?contentId=1604180&field=ATTACHED_FILE).

<sup>2</sup> Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52019XC1106%2801%29>.

contexto publicado a 8 de junho de 2023 o relatório “BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission’s WACC Notice (WACC parameters Report 2023)”<sup>3</sup>.

Refira-se ainda que nos casos em que o trabalho das instâncias internacionais (CE e/ou BEREC) é omissivo no detalhe da implementação da abordagem a prosseguir ou no cálculo dos parâmetros do WACC, a ANACOM entende que a melhor aproximação, nomeadamente por favorecer a certeza regulatória, será a manutenção da abordagem utilizada até à adoção da comunicação da Comissão no cálculo da taxa de custo de capital da MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., (doravante designada por “MEO”)<sup>4</sup>.

Face ao exposto, e na sequência da abordagem já seguida em exercícios anteriores, a ANACOM determinou a taxa de custo de capital a utilizar pela MEO no seu sistema de contabilidade analítica (doravante designado por “SCA”) e aplicável ao exercício de 2023.

Neste contexto, em 08.08.2023, o Conselho de Administração da ANACOM aprovou o sentido provável de decisão (SPD) sobre a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2023<sup>5</sup>. Na mesma data, foi deliberado submeter o referido SPD a audiência prévia dos interessados, ao abrigo dos artigos 121.º e 122.º do Código do Procedimento Administrativo (CPA), e a consulta pública, nos termos do artigo 10.º da Lei das Comunicações Eletrónicas (LCE), publicada em anexo à Lei n.º 16/2022, de 16 de agosto. Em ambos os casos, foi fixado o prazo de 30 dias úteis para que os interessados se pronunciassem.

No prazo fixado foram recebidos dois contributos, cuja análise e entendimento da ANACOM sobre os mesmos consta do “Relatório do procedimento de audiência prévia aos interessados e da consulta pública relativas ao Sentido Provável de Decisão sobre a taxa de custo de capital da MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (exercício de 2023)”, o qual foi aprovado, em 17 de outubro de 2023, em simultâneo com o projeto de Decisão e constitui parte integrante do mesmo.

---

<sup>3</sup> Disponível em:

<https://www.berec.europa.eu/en/document-categories/berec/reports/berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commissions-wacc-notice-of-6th-november-2019-wacc-parameters-report-2023>.

<sup>4</sup> A ANACOM estabeleceu em 2010 a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., utilizada até 2019 para a determinação da taxa de custo de capital a considerar por este operador para efeitos regulatórios. Disponível em: [ANACOM - Custo de capital](#).

<sup>5</sup> Disponível em: [ANACOM - Taxa de custo de capital da MEO aplicável ao exercício de 2023](#).

Na mesma data (em 17 de outubro de 2023) foi também aprovada a notificação do projeto de decisão à Comissão Europeia, ao Organismo de Reguladores Europeus das Comunicações Eletrónicas (ORECE) e às autoridades reguladoras nacionais dos outros Estados-Membros, juntamente com os respetivos fundamentos.

Em 24 de outubro de 2023, a CE solicitou informação à ANACOM sobre o cálculo do *equity beta* utilizado pela ANACOM para efeitos da determinação da taxa de custo de capital notificada, tendo a ANACOM respondido em 26 de outubro de 2023. Em 31 de outubro de 2023, a CE questionou ainda a ANACOM sobre o calendário das análises de mercado, tendo a ANACOM remetido o esclarecimento solicitado em 2 de novembro de 2023.

Nesta sequência, em 17 de novembro de 2023, a CE comunicou à ANACOM que não tinha observações sobre o apuramento da taxa de custo de capital da MEO objeto da notificação. A pronúncia da CE sobre o projeto de decisão pode ser consultada na página da ANACOM na Internet, juntamente com a presente decisão.

Considerados os comentários da CE, a ANACOM entendeu transformar o projeto de decisão sobre a taxa de custo de capital a aplicar à MEO no exercício de 2023, em decisão final, sem alterações face ao projeto de decisão, para além de referências ao procedimento de consulta à CE, ao BEREC e às ARN dos restantes Estados-Membros e de correções de natureza editorial.

## **2. Taxa de custo de capital**

### **2.1. Metodologia**

Relativamente ao cálculo dos parâmetros do WACC, o Organismo de Reguladores Europeus das Comunicações Eletrónicas (doravante designado por “BEREC”) foi convidado pela CE a estimar anualmente aqueles parâmetros em conformidade com a abordagem descrita na comunicação da Comissão, tendo publicado a 8 de junho de 2023, no seu sítio na Internet, o relatório “*BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC (WACC parameters Report 2023)*”. Este documento apresenta para cada um dos parâmetros do WACC, os resultados dos cálculos deste organismo seguindo o mais próximo possível a metodologia elencada na comunicação da Comissão.

A CE refere que esta abordagem facilitará significativamente o trabalho das Autoridades Reguladoras Nacionais (doravante designadas por “ARN”) na preparação das revisões periódicas do WACC e a análise das notificações subsequentes por parte da CE. A metodologia, o cálculo e os valores dos vários parâmetros considerados neste contexto podem ser consultados no supracitado relatório do BEREC.

Releva-se ainda que no exercício de cálculo anual, o BEREC, em estreita cooperação com a CE, estima:

- a) os parâmetros que refletem condições económicas gerais;
- b) os parâmetros específicos das empresas para o grupo de pares (*peer group*).

No que se refere aos parâmetros que refletem condições económicas gerais, o BEREC estimou no seu mais recente relatório a taxa de juro sem risco (*Risk Free Rate – RFR*) para cada Estado-Membro e um único prémio de risco de mercado (*Equity Risk Premium – ERP*)<sup>6</sup> aplicável ao espaço comunitário.

No que se refere aos parâmetros específicos aplicáveis às empresas reguladas, o BEREC preparou uma lista de empresas consideradas adequadas para integrar o grupo de pares, tendo para estas entidades estimado o *beta* do capital próprio, o *gearing*, o prémio da dívida e o custo da dívida. Adicionalmente, o BEREC descreve os fatores que podem justificar a remoção de uma ou mais empresas pelas ARN da lista de pares preparada, com vista a ter em consideração as especificidades nacionais.

Para uma compreensão detalhada e aprofundada da metodologia utilizada no cálculo de cada um dos parâmetros recomenda-se a análise conjunta dos dois documentos supracitados: a comunicação da Comissão e o relatório do BEREC, sobre os quais o presente documento se suporta.

---

<sup>6</sup> Optou-se por manter as siglas em inglês para a taxa de juro sem risco e prémio de risco de mercado de modo a facilitar a ligação entre o presente documento e o mencionado relatório do BEREC.



## **2.2. Valores dos parâmetros**

### **2.2.1. Cálculo da taxa de juro sem risco (*Risk Free Rate* - RFR)**

Para a determinação da RFR por país, o BEREC baseou-se em dados publicados pelo Eurostat, tendo este parâmetro sido determinado com base na média aritmética das taxas implícitas da dívida pública com maturidade próxima de 10 anos no período (de cinco anos) compreendido entre 1 de abril de 2018 e 31 de março de 2023, para cada Estado-Membro. Para Portugal, o valor de referência calculado é 1,16%. Os resultados para cada um dos Estados-Membros são apresentados na Tabela 1.

Tabela 1: *BEREC Risk Free Rate*

| Country Code | Country     | Country Credit Rating | Risk Free Rate 5 year arithmetic average |
|--------------|-------------|-----------------------|--|
| AT           | Austria     | AA1                   | 0.54                                     |
| BE           | Belgium     | AA3                   | 0.62                                     |
| BG           | Bulgaria    | BAA1                  | 0.76                                     |
| HR           | Croatia     | BAA2                  | 1.56                                     |
| CY           | Cyprus      | BA1                   | 1.61                                     |
| CZ           | Czechia     | AA3                   | 2.32                                     |
| DK           | Denmark     | AAA                   | 0.36                                     |
| EE           | Estonia     | A1                    | 0.93                                     |
| FI           | Finland     | AA1                   | 0.53                                     |
| FR           | France      | AA2                   | 0.59                                     |
| DE           | Germany     | AAA                   | 0.17                                     |
| EL           | Greece      | BA3                   | 2.49                                     |
| HU           | Hungary     | BAA2                  | 3.97                                     |
| IE           | Ireland     | AA3                   | 0.70                                     |
| IT           | Italy       | BAA3                  | 2.05                                     |
| LV           | Latvia      | A3                    | 0.84                                     |
| LT           | Lithuania   | A2                    | 0.45                                     |
| LU           | Luxembourg  | AAA                   | 0.39                                     |
| MT           | Malta       | A2                    | 1.20                                     |
| NL           | Netherlands | AAA                   | 0.33                                     |
| PL           | Poland      | A2                    | 3.15                                     |
| PT           | Portugal    | BAA2                  | 1.16                                     |
| RO           | Romania     | BAA3                  | 4.98                                     |
| SK           | Slovakia    | A2                    | 0.75                                     |
| SI           | Slovenia    | A3                    | 0.77                                     |
| ES           | Spain       | BAA1                  | 1.09                                     |
| SE           | Sweden      | AAA                   | 0.56                                     |
|              |             |                       |  |
| IS           | Iceland     | A2                    | 3.76                                     |
| NO           | Norway      | AAA                   | 1.73                                     |

Fonte: *BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice (WACC parameters Report 2023)*

### 2.2.2. Grupo de pares

O BEREC refere ter seguido de perto os critérios constantes da comunicação da Comissão ao decidir sobre quais empresas a incluir no grupo de pares (*peer group*), tendo considerado os seguintes critérios para a elaboração deste grupo. As empresas devem:

- a) estar cotadas em Bolsa e revelar liquidez nas ações negociadas;

- b) possuir e investir em infraestrutura de comunicações eletrónicas;
- c) ter as suas principais operações localizadas na UE;
- d) ter um grau de investimento (classificação de crédito BBB/Baa3 ou superior);
- e) não estarem envolvidas ou não se terem envolvido recentemente em fusões e aquisições significativas.

De acordo com o BEREC, se uma empresa cumprir quatro dos cinco critérios (desde que cumpra com o primeiro critério), será considerada elegível para inclusão no grupo de pares.

Com base nos critérios referidos e nas especificidades nacionais, o grupo de pares proposto pelo BEREC para 2023 é o apresentado na Tabela 2.

**Tabela 2: BEREC peer group 2023**

| Company                    | Country | S&P rating as of April 2023 | Rating last reviewed by S&P | Stock Symbol |
|----------------------------|---------|-----------------------------|-----------------------------|--------------|
| Deutsche Telekom AG        | DE      | BBB                         | 23 May 2022                 | DTE GR       |
| DIGI Communications N.V.   | RO      | BB-                         | 28 March 2023               | DIGI BVB     |
| Elisa Oyj                  | FI      | BBB+                        | 28 March 2023               | ELISA FH     |
| Koninklijke KPN N.V.       | NL      | BBB                         | 27 March 2023               | KPN NA       |
| NOS                        | PT      | BBB-                        | 28 March 2023               | NOS PT       |
| Orange S.A.                | FR      | BBB+                        | 28 Sept. 2022               | ORA FP       |
| Proximus S.A.              | BE      | BBB+                        | 07 Feb. 2023                | PROX BB      |
| Tele 2 AB                  | SE      | BBB                         | 26 Nov. 2022                | TEL2B SS     |
| Telecom Italia             | IT      | B+                          | 14 Oct. 2022                | TIT_MI       |
| Telefónica                 | ES      | BBB-                        | 15 Dec. 2022                | TEF SM       |
| Telekom Austria AG         | AT      | A-                          | 25 Oct. 2022                | TKA AV       |
| Telenet Group Holding N.V. | BE      | BB-                         | 18 Oct. 2022                | TNET BB      |
| Telenor                    | NO      | A-                          | 18 May 2022                 | TEQ          |
| Telia Company AB           | SE      | BBB+                        | 25 Jan. 2023                | TELIA SS     |
| Vodafone Group plc         | UK      | BBB                         | 14 Nov 2022                 | VOD LN       |

**Fonte:** BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice (WACC parameters Report 2023)

O BEREC considera que as ARN devem, sempre que necessário, selecionar da tabela anterior o conjunto de empresas que mais refletem as especificidades nacionais. De acordo

com o parágrafo 67<sup>7</sup> da comunicação da Comissão, tal pode envolver a remoção de empresas do grupo listado, mas não a adição de nenhuma outra empresa. O BEREC recomenda que as ARN mantenham, sempre que possível, um grupo de pares o mais amplo possível, utilizando para tal as empresas da anterior lista que são mais representativas das especificidades nacionais.

Segundo o BEREC, a remoção de empresas da lista de pares pode ser justificada por um ou mais dos seguintes motivos:

- a) certas empresas do grupo de pares podem não refletir a dimensão do operador com poder de mercado significativo (PMS) num Estado-Membro particular;
- b) as condições de concorrência no sector de comunicações eletrónicas, e em particular a concorrência baseada em infraestrutura, podem variar entre os Estados-Membros;
- c) a parcela das receitas reguladas *versus* não reguladas dos membros do grupo de pares pode variar;
- d) o âmbito dos segmentos de atividade de certas empresas no grupo de pares pode diferir significativamente dos tipos de negócios do operador nacional com PMS a ponto de não ser representativo.

Releva-se que o BEREC não considera apropriado excluir empresas do grupo de pares com base na notação de crédito ou na taxa de juro sem risco do respetivo Estado-Membro.

Face ao que acima foi descrito, esta Autoridade entende que calcular o WACC regulatório aplicável à MEO com base no conjunto completo de empresas proposto pelo BEREC se afigura como a opção mais aconselhável, uma vez que o grupo de pares é o mesmo que foi considerado no ano transato e considerando também que, não existindo empresas perfeitamente comparáveis à MEO, há alguma vantagem em adotar um conjunto relativamente vasto de empresas comparáveis por forma a mitigar a influência que hipotéticas características particularmente distintas da MEO possam ter.

---

<sup>7</sup> §67 “Regarding the company-specific parameters, BEREC will prepare a list of companies suitable for the peer group and estimate the equity beta, gearing, debt premium and cost of debt for each company included in the list. Further, BEREC will describe factors that may justify NRAs removing one or more companies from the list to take account of national specificities.”.

### 2.2.3. Debt premium and cost of debt

O BEREC estimou os prémios de dívida para as empresas do grupo de pares acima listado com vista a possibilitar que as ARN possam selecionar o valor apropriado para efeitos do cálculo da taxa de custo de capital do operador regulado. Este valor deverá ser posteriormente adicionado ao valor da taxa de juro sem risco (RFR) nacional para apuramento do custo da dívida de cada empresa.

**Tabela 3: Debt premium and Cost of debt**

| Company                                      | Debt premium(basis point) | Domestic RFR | Cost of debt |
|--|---------------------------|--------------|--------------|
| Deutsche Telekom AG                          | 128                       | 0.17         | 145          |
| DIGI Communications N.V.                     | 305                       | 4.98         | 803          |
| Elisa Oyj                                    | 84                        | 0.53         | 137          |
| Koninklijke KPN N.V.                         | 119                       | 0.33         | 153          |
| NOS  | -                         | 1.16         | -            |
| Orange S.A.                                  | 86                        | 0.59         | 146          |
| Proximus S.A.                                | 91                        | 0.62         | 153          |
| Tele 2 AB                                    | 148                       | 0.56         | 204          |
| Telecom Italia                               | 185                       | 2.05         | 391          |
| Telefónica S.A.                              | 52                        | 1.09         | 162          |
| Telekom Austria AG                           | -                         | 0.54         | -            |
| Telenet Group Holding N.V.                   | 329                       | 0.62         | 391          |
| Telenor                                      | 111                       | 1.73         | 284          |
| Telia Company AB                             | 142                       | 0.56         | 199          |
| Vodafone Group plc                           | 140                       | 1.25         | 264          |
| <b>Weighted Average (information only)</b>   |                           |              |              |
|  | 120                       |              |              |
| <b>Arithmetic Average (information only)</b> |                           |              |              |
|  | 148                       |              |              |

**Fonte:** BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC (WACC parameters Report 2023)

Face à metodologia acima descrita, esta Autoridade entende que o valor do prémio de dívida a considerar para efeitos do cálculo da taxa de custo de capital da MEO é 1,48%, média aritmética de todas as empresas consideradas com base na coluna *Debt premium (basis point)* da Tabela 3: *Debt premium and Cost of debt*, tal como recomendado pela CE e pelo BEREC e em linha com a abordagem anteriormente seguida.

#### 2.2.4. Cálculo do *beta* e do *gearing*

O BEREC, para além do detalhe do cálculo realizado, forneceu os dados para o *asset beta* e o *gearing* de cada empresa do grupo de pares, a partir dos quais os intervalos de valores correspondentes para cada parâmetro podem ser usados para estimar o *equity beta* final na fórmula WACC pelas ARN. Os valores determinados pelo BEREC para *equity beta*, *gearing* e *asset beta* são os constantes na Tabela 4.

**Tabela 4: BEREC peer group 2023 – Equity beta, Gearing, Asset beta**

| Company                               | Equity Beta | Asset beta | Gearing | MarketCap (Billion Euro) |
|---------------------------------------|-------------|------------|---------|--------------------------|
| Deutsche Telekom AG                   | 0.72        | 0.38       | 56.15%  | 77.39                    |
| DIGI Communications N.V.              | 0.50        | 0.22       | 70.90%  | 0.44                     |
| Elisa Oyj                             | 0.42        | 0.38       | 13.04%  | 7.61                     |
| Koninklijke KPN N.V.                  | 0.57        | 0.39       | 38.18%  | 11.17                    |
| NOS                                   | 0.67        | 0.45       | 38.02%  | 2.11                     |
| Orange S.A.                           | 0.62        | 0.34       | 54.09%  | 30.90                    |
| Proximus S.A.                         | 0.55        | 0.41       | 31.96%  | 6.15                     |
| Tele2 AB                              | 0.54        | 0.43       | 23.85%  | 7.90                     |
| Telecom Italia                        | 1.07        | 0.35       | 75.02%  | 8.92                     |
| Telefónica S.A.                       | 0.95        | 0.44       | 60.70%  | 28.21                    |
| Telekom Austria AG                    | 0.65        | 0.47       | 33.27%  | 4.49                     |
| Telenet Group Holding N.V.            | 0.65        | 0.34       | 57.41%  | 3.94                     |
| Telenor                               | 0.31        | 0.24       | 34.58%  | 20.79                    |
| Telia Company AB                      | 0.57        | 0.39       | 37.70%  | 14.69                    |
| Vodafone Group plc                    | 0.85        | 0.44       | 55.62%  | 41.85                    |
| Weighted Average (information only)   | 0.70        | 0.38       | 50.26%  |                          |
| Arithmetic Average (information only) | 0.64        | 0.38       | 45.36%  |                          |

**Fonte:** BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice (WACC parameters Report 2023)

Face aos valores apurados pelo BEREC, esta Autoridade entende que o valor do *equity beta* e do *gearing* a considerar para efeitos do cálculo da taxa de custo de capital da MEO deve considerar a totalidade do grupo de pares, cuja média aritmética resulta em 0,64 e 45,36%, respetivamente.

### **2.2.5. Cálculo do prémio de risco de mercado (*Equity Risk Premium – ERP*)**

A comunicação da Comissão refere entender que um prémio de risco de mercado pan-europeu é a abordagem mais apropriada para a determinação da taxa de custo de capital para efeitos regulatórios uma vez que é consistente com a evidência que sugere que os mercados financeiros europeus estão em convergência crescente, aliado ao facto de uma parcela significativa do capital de empresas de comunicações eletrónicas ser detida por investidores não nacionais.

Para apurar o valor deste parâmetro, o BEREC fez uma análise dos constrangimentos, limitações e compatibilidade da informação passível de ser trabalhada, conforme descrito no relatório produzido por aquele organismo.

Como resultado do trabalho realizado, o BEREC balizou o valor para o prémio de risco de mercado entre 4,56% e 5,92% (ver Tabela 5), consoante o apuramento com base nos elementos históricos do retorno do mercado acionista e do retorno das obrigações de tesouro fosse realizado por referência a uma média geométrica (limite inferior), ou por referência a uma média aritmética (limite superior) – ver Tabela 5.

Não obstante o BEREC apurar um intervalo de valores dentro do qual espera que o parâmetro ERP se situe, reconhece que a comunicação da CE favorece a utilização do valor apurado com base na média aritmética, sendo que qualquer desvio face a esta preferência deverá ser justificado pela ARN.

Importa salientar que a ANACOM concorda com o apuramento deste parâmetro com recurso à média aritmética, que aliás foi utilizada e fundamentada nas sucessivas intervenções desta Autoridade em matéria de custo de capital, pelo menos desde 2010<sup>8</sup>, motivo pelo qual se considera adequado utilizar o valor de 5,92% como referência para o parâmetro ERP no âmbito do cálculo da taxa de custo de capital da MEO para 2023.

---

<sup>8</sup> Disponível em: [https://www.anacom.pt/streaming/Decisao\\_final\\_taxasconsulta20112009.pdf?contentId=1010823&field=ATTACHED\\_FILE](https://www.anacom.pt/streaming/Decisao_final_taxasconsulta20112009.pdf?contentId=1010823&field=ATTACHED_FILE).

**Tabela 5: Prémio de risco de mercado – ERP**

| Country           | Geometric Mean in % | Arithmetic Mean in % | Available years weight |
|-------------------|---------------------|----------------------|------------------------|
| Austria           | 5.06%               | 25.43%               | 100% (123/123)         |
| Belgium           | 2.55%               | 4.66%                | 100% (123/123)         |
| Bulgaria          | 11.66%              | 12.23%               | 14% (17/123)           |
| Croatia           | 6.60%               | 7.64%                | 14% (17/123)           |
| Cyprus            | 30.30%              | 31.44%               | 7% (8/123)             |
| Czechia           | 5.67%               | 6.08%                | 14% (17/123)           |
| Denmark           | 3.80%               | 5.53%                | 100% (123/123)         |
| Estonia           | 14.92%              | 15.80%               | 2% (2/123)             |
| Finland           | 5.66%               | 9.20%                | 100% (123/123)         |
| France            | 3.42%               | 5.72%                | 100% (123/123)         |
| Germany           | 5.06%               | 8.31%                | 98% (121/123)          |
| Greece            | -6.16%              | 0.26%                | 56% (69/123)           |
| Hungary           | 4.41%               | 5.22%                | 18% (22/123)           |
| Ireland           | 2.90%               | 4.88%                | 100% (123/123)         |
| Italy             | 3.18%               | 6.50%                | 100% (123/123)         |
| Latvia            | 9.63%               | 10.52%               | 15% (18/123)           |
| Lithuania         | 6.90%               | 7.47%                | 15% (18/123)           |
| Luxembourg        | 3.39%               | 3.40%                | 6% (7/123)             |
| Malta             | No data available   |                      |                        |
| Netherlands       | 3.59%               | 5.85%                | 100% (123/123)         |
| Poland            | 3.39%               | 4.13%                | 18% (22/123)           |
| Portugal          | 5.45%               | 9.53%                | 100% (123/123)         |
| Romania           | 8.77%               | 9.40%                | 14% (17/123)           |
| Slovakia          | 3.68%               | 4.25%                | 15% (18/123)           |
| Slovenia          | 5.56%               | 6.13%                | 15% (18/123)           |
| Spain             | 1.77%               | 3.76%                | 100% (123/123)         |
| Sweden            | 3.40%               | 5.61%                | 100% (123/123)         |
| <b>EU-ERP</b>     | <b>4.56%</b>        | <b>5.92%</b>         |                        |
| Norway            | 2.81%               | 5.62%                | 100% (123/123)         |
| Iceland           | 0.03%               | 0.69%                | 11% (14/123)           |
| <b>EU/EEA-ERP</b> | <b>4.56%</b>        | <b>5.90%</b>         |                        |

**Fonte:** BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice (WACC parameters Report 2023)



### 2.2.6. Taxa de imposto

De acordo com a comunicação da Comissão deve ser utilizada a taxa do imposto sobre as sociedades aplicável a nível nacional para estimar o WACC antes de impostos, que é a abordagem comum adotada pelas ARN. Por conseguinte, a ANACOM considera que a metodologia<sup>9</sup> até agora utilizada para a determinação da taxa de imposto nos anos precedentes deve continuar a ser aplicada, a qual corresponde ao somatório dos valores de cada uma das componentes que a constituem (atualmente, a taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas, a taxa de derrama estadual e a taxa de derrama municipal), obtidos através da aplicação da metodologia a seguir descrita:

- i) A taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC) deverá corresponder à taxa de IRC em vigor para o ano a que respeita o exercício para o qual se está a determinar o custo de capital. Neste sentido, e tendo em conta a metodologia acima descrita, que estabelece a utilização da taxa nominal de IRC em vigor para 2023, a ANACOM considera que a taxa de imposto (IRC) a considerar deverá ser de 21%.
- ii) A taxa de derrama estadual, em virtude das alterações legislativas ocorridas nos últimos anos, passou a ser determinada de forma progressiva em função do lucro tributável da empresa, devendo esta corresponder à taxa resultante da aplicação da legislação em vigor à média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao ano de aplicação.

A este respeito importa assinalar que a informação recolhida junto da MEO, relativamente aos exercícios de 2020, 2021 e 2022, permitiu concluir que nesses exercícios a MEO não reportou lucro fiscal, pelo que não efetuou pagamento de derrama estadual relativamente aos exercícios referidos.

Neste sentido, em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que a taxa de imposto a considerar no cálculo do custo de capital, para o exercício de 2023, deverá incorporar uma taxa de derrama estadual de 0%.

- iii) Relativamente à componente da derrama municipal, atendendo a que se trata de um parâmetro exógeno à empresa, na medida em que não resulta do valor dos seus lucros

---

<sup>9</sup> Para mais detalhe sobre a metodologia, ver o documento “Decisão final sobre a taxa de custo de capital da MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (exercício de 2018), disponível em [https://www.anacom.pt/streaming/DecisaoFinal\\_09052019\\_WACC\\_MEO2018.pdf?contentId=1471758&field=ATTACHED\\_FILE](https://www.anacom.pt/streaming/DecisaoFinal_09052019_WACC_MEO2018.pdf?contentId=1471758&field=ATTACHED_FILE).

tributáveis em cada exercício, a metodologia anteriormente definida prevê que, em face da dispersão de localizações por municípios com diferentes taxas individuais de derrama municipal, e com o intuito de simplificar o processo de cálculo e apuramento do seu valor, para este efeito, a derrama<sup>10</sup> municipal deve corresponder ao valor máximo estabelecido legislativamente (1,5%) para as taxas de derrama municipal incidentes sobre o lucro tributável do período fiscal de 2023.

Neste sentido, face ao exposto, e em função da metodologia definida, a ANACOM considera que a taxa de imposto a considerar no apuramento da taxa de custo de capital, aplicável ao exercício de 2023, deverá ser de 22,5% (ver Tabela 6).

**Tabela 6: Taxa de imposto**

| Taxa de Imposto                                   |        |
|---|--------|
| Artigo 87.º do CIRC12 - Taxa de IRC               | 21,00% |
| Artigo 87.º- A do CIRC - Taxa de Derrama estadual | 0,00%  |
| Derrama Municipal                                 | 1,50%  |
|   | <hr/>  |
|   | 22,50% |

### 2.3. Definição da taxa de custo de capital

Tendo em consideração os valores dos parâmetros obtidos e detalhados no supracitado documento do BERE e apresentados nos pontos anteriores, a ANACOM entende que a taxa de custo de capital, aplicável ao exercício de 2023, deverá ser 4,6962%.

<sup>10</sup> Ofício Circulado N.º 20250 de 2023-01-31 da Autoridade Tributária e Aduaneira sobre IRC – taxas de derrama municipal incidentes sobre o lucro tributável do período fiscal de 2022, disponível no sítio na Internet [Ofício\\_circulado\\_20250\\_2023.pdf \(portal.dasfinancas.gov.pt\)](https://portal.dasfinancas.gov.pt/Oficio_circulado_20250_2023.pdf).

**Tabela 7: Taxa de custo de capital (2023)**

| Parâmetros  |                |
|---|----------------|
| Taxa de juro sem risco                              | 1,1600%        |
| Prémio de dívida                                    | 1,4769%        |
| <i>Equity beta</i>                                  | 0,6427         |
| Prémio de risco                                     | 5,9200%        |
| <i>Gearing</i>                                      | 45,3660%       |
| Taxa de imposto                                     | 22,5000%       |
| Custo de capital próprio                            | 4,9648%        |
| <b>Taxa de custo de capital (2023)<sup>11</sup></b> | <b>4,6962%</b> |

### 3. Decisão

Atendendo ao exposto, o Conselho de Administração da ANACOM, na prossecução das atribuições previstas nas alíneas a) e h) do n.º 1 do artigo 8.º dos Estatutos da ANACOM, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 39/2015, de 16 de março, das competências previstas na alínea a) do n.º 1 e na alínea b) do n.º 2 do artigo 9.º dos mesmos Estatutos, tendo em conta os objetivos de regulação previstos nas alíneas b) e d) do n.º 1 do artigo 5.º, ao abrigo do n.º 3 do artigo 92.º e do artigo 93.º, todos da Lei das Comunicações Eletrónicas, aprovada pela Lei n.º 16/2022, de 16 de agosto, e no exercício das competências que lhe são conferidas pela alínea b) do n.º 1 do artigo 26.º dos Estatutos da ANACOM, delibera que, no contexto dos resultados de 2023 do sistema de contabilidade analítica da MEO, deve ser utilizada a **taxa de custo de capital de 4,6962%**.

<sup>11</sup> Valores arredondados à 4ª casa decimal.