

PROJETO DE DECISÃO

SOBRE

**a taxa de custo de capital da MEO – Serviços de Comunicações e
Multimédia, S.A.**

(exercício de 2018)

ANACOM

2019

Índice

1. Enquadramento.....	3
2. Taxa de custo de capital	4
2.1. Metodologia	5
2.1.1. Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) <i>pre-tax</i>	7
2.1.2. <i>Capital Asset Pricing Model</i> (CAPM)	8
2.2. Metodologia de cálculo dos parâmetros	9
2.2.1. Custo do capital próprio (K_e)	9
2.2.1.1. Taxa de juro sem risco (R_f)	9
2.2.1.2. Beta (β)	10
2.2.1.3. Prémio de risco ($R_m - R_f$)	13
2.2.2. Custo do capital alheio (K_d)	15
2.2.2.1. Prémio de dívida	15
2.2.2.2. Taxa de imposto	16
2.2.3. <i>Gearing</i>	18
2.3. Base de remuneração do custo de capital	20
2.4. Definição da taxa de custo de capital	21
3. Conclusão.....	21

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.

A Lei das Comunicações Eletrónicas, Lei n.º 5/2004, de 10 de fevereiro, na sua redação atual, prevê, no n.º 2 do artigo 74.º, 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 adotar 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 rendibilidade 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 (n.º 5.1 do seu Anexo), indica que: “as taxas de interligação sejam orientadas para os custos, incluindo uma taxa de rendibilidade razoável do investimento” e que “o custo do capital dos operadores deve refletir o custo de opção dos fundos investidos em componentes da rede e outro ativo afim”.

Ainda segundo o n.º 5.1 do Anexo referido “O custo do capital dos operadores reflete, 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 rendibilidade que os acionistas 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 = $r_e * E/(D+E) + r_d * D/(D+E)$ em que r_e é o custo do capital próprio, r_d é o custo da dívida, E é o valor total do capital próprio e D é o valor total da dívida com juros”.

A Autoridade Nacional de Comunicações (ANACOM), desde 2009¹, tem vindo a estabelecer a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., (adiante também designada como MEO), e a determinar a taxa de custo de capital a considerar por este operador no seu SCA, tendo, e na sequência da revisão crítica dos parâmetros aplicáveis ao exercício de 2016, por Deliberação de 15.09.2016 procedido a uma atualização do leque de comparáveis, atendendo a que, uma das entidades integrantes, a PHAROL SGPS (antiga PT SGPS) deixou de ser considerada uma entidade comparável com a atividade da MEO.

Neste contexto, e no sentido de determinar a taxa de custo de capital a utilizar pela MEO no seu SCA, aplicável ao exercício de 2018, e que traduza de forma adequada a obtenção de um lucro razoável, tendo em consideração o risco incorrido nos investimentos realizados, a ANACOM adjudicou à Mazars & Associados, SROC, S.A. (doravante Mazars) a revisão crítica da atual metodologia e a atualização dos dados necessários ao cálculo de cada parâmetro da taxa de custo de capital, matéria sobre a qual versa o presente documento e que integra o relatório “*Determinação da taxa de custo de capital da MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A – aplicável ao exercício de 2018*”, elaborado pela Mazars (Anexo 1).

2. Taxa de custo de capital

Desde a deliberação da ANACOM, de 2010, referida anteriormente, que a metodologia a utilizar pela MEO no cálculo da taxa de custo de capital a considerar no seu sistema de contabilidade analítica (SCA), se encontra definida por esta Autoridade, estando também estabelecida a metodologia para apuramento dos diversos parâmetros considerados, bem como das fontes de informação a utilizar.

¹ [Deliberação da ANACOM de 28.06.2017](#), [Deliberação da ANACOM de 15.09.2016](#), [Deliberação da ANACOM de 17.12.2015](#), [Deliberação da ANACOM de 23.05.2014](#), [Deliberação da ANACOM de 05.12.2013](#), [Deliberação da ANACOM de 30.08.2012](#), [Deliberação da ANACOM de 26.08.2011](#), [Deliberação da ANACOM de 10.02.2010](#).

2.1. Metodologia

A metodologia utilizada no SCA da MEO para cálculo do custo de capital, baseia-se no custo médio ponderado de capital (CMPC), na variante da fórmula do CMPC nominal antes de impostos (*pre-tax*), e recorrendo ao modelo *capital asset pricing model* (CAPM) para calcular o custo dos capitais próprios.

Adicionalmente, importa ainda referir que, quanto aos parâmetros cujo cálculo teve como base a utilização de uma metodologia assente num *benchmark*, com recurso a empresas comparáveis, nos critérios utilizados na escolha das referidas empresas teve-se em conta: (i) o rendimento *per capita* dos respetivos países; (ii) a oferta de produtos semelhantes; (iii) a posição no mercado; (iv) a taxa de crescimento) e, (v) o valor da empresa.

A este respeito salienta-se que, a revisão da elegibilidade das entidades comparáveis, realizada pela Mazars (ver Anexo I), não identificou: (i) a existência de alterações significativas no modelo de negócios das empresas selecionadas, ou a inexistência de pelo menos 80% das observações que poderia implicar a exclusão de qualquer uma destas entidades, e (ii) qualquer outra empresa que pudesse ser considerada comparável a fim de o integrar, concluindo assim que o *benchmark* a utilizar deve manter-se inalterado face à anterior deliberação da ANACOM² (ver Quadro 1):

² [Taxa de custo de capital da MEO aplicável ao exercício de 2017.](#)

Quadro 1. Benchmark de empresas comparáveis

<i>Empresa Comparável</i>	País
BT Group	Reino Unido
Deutsche Telekom	Alemanha
Elisa OYJ	Finlândia
Hellenic Telecommunications	Grécia
KPN NV	Holanda
Magyar Telekom	Hungria
NOS SGPS	Portugal
Orange	França
Proximus (anterior Belgacom)	Bélgica
Swisscom	Suíça
TDC	Dinamarca
Telecom Italia	Itália
Telefónica	Espanha
Telekom Austria	Áustria
Telenor ASA	Suécia
Telia Company AB (anterior Teliasonera AB)	Noruega

Adicionalmente, entende-se que, sempre que tal se justifique, o atual *benchmark* deve ser revisto e atualizado, não só por se considerar que alguma das empresas do *benchmark* possa ter, por algum motivo, deixado de se considerar comparável, como para permitir a inclusão de outras empresas comparáveis que, entretanto, venham a surgir, e que não só cumpram os critérios acima referidos, como também apresentem um historial de cotação em bolsa mínimo (dois anos) que permita diluir eventuais variações especulativas do valor da sua ação nos primeiros meses de cotação.

Não obstante a definição, *à priori*, da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, e atendendo a que o atual contexto macroeconómico aconselha a que os parâmetros sejam regularmente revistos, pelo que a sua revisão deverá ser anual, tendo por base a metodologia em vigor, sendo competência da ANACOM determinar a taxa de custo de capital, aplicável a cada exercício, até ao fim do primeiro semestre do ano em questão, com base na disponibilidade dos elementos necessários à sua determinação.

A este respeito, e sempre que ocorram situações nas quais não seja possível utilizar a totalidade dos dados, e respetivas séries, necessários à determinação dos parâmetros

considerados no cálculo do custo de capital, quer devido à não existência de informação disponível, quer devido à ocorrência de factos que coloquem em causa a continuidade ou a validade das séries utilizadas, o apuramento dos referidos parâmetros deve, sempre que possível, ser efetuado da forma mais próxima à estipulada na metodologia em vigor, apenas se introduzindo os desvios necessários para colmatar a inexistência e/ou insuficiência da informação em causa.

Neste sentido, sempre que se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, e não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua alteração/substituição (somente se não for possível garantir a inclusão no cálculo de pelo menos 80% das observações ou das fontes de informação necessárias para o apuramento dos parâmetros, considerando que todas as empresas comparáveis continuam a cumprir os critérios de seleção), que poderá ser espoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de maio do ano em questão e posterior submissão aos procedimentos de audiência prévia aos interessados e de consulta pública, caso contrário, apenas se procederá à atualização do cálculo do valor para o exercício em causa.

2.1.1. Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC) *pre-tax*

Em termos metodológicos, o CMPC consiste na média ponderada do custo de capital próprio (K_e) e do custo de capital alheio (K_d).

A atual metodologia utilizada para determinar o custo de capital, no SCA da MEO, tem como base a fórmula *pre-tax* do CMPC, resultante do ajustamento decorrente do imposto na fórmula CMPC *post-tax*, incorporando assim o gasto com o imposto, levando à sua alocação aos diferentes produtos e/ou serviços, no sentido de respeitar, de forma mais adequada o critério da causalidade, por contraponto com a metodologia *post-tax*, a qual tende a imputar o gasto de imposto via gastos comuns.

A metodologia *pre-tax* do CMPC resulta assim da seguinte fórmula:

$$\text{CMPC}_{\text{pre-tax}} = \text{CMCP}_{\text{post-tax}} \times \frac{1}{(1 - t_i)}$$

sendo que:

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

em que:

K_e – representa o custo do capital próprio calculado pelo método *Capital Asset Pricing Model* – CAPM – (ver secção 2.1.2. *Capital Asset Pricing Model* – CAPM);

K_d – representa a taxa de custo do capital alheio, obtido através da soma da taxa de juro sem risco e do prémio de dívida;

Gearing – representa o peso dos capitais alheios no total de capitais investidos; e

t_i – representa a taxa de imposto (nominal) sobre o rendimento de pessoas coletivas.

2.1.2. *Capital Asset Pricing Model* (CAPM)

A taxa do custo do capital próprio (K_e) é baseada na metodologia *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 (R_f) – corresponde à taxa de rendibilidade esperada por um investidor em resultado de um investimento em ativos sem qualquer risco associado, ou seja, investimentos relativamente aos quais não existe qualquer incerteza quanto ao rendimento a obter.

β (Beta) – representa a covariância entre a rendibilidade das ações de uma empresa e o mercado bolsista como um todo, ou seja, reflete o risco de uma ação dessa empresa face ao risco de mercado.

Risco de mercado (R_m) – corresponde ao rendimento esperado por um investidor ao investir no mercado bolsista numa carteira diversificada.

Prémio de risco ($R_m - R_f$) – corresponde ao diferencial entre o risco de investir no mercado bolsista, numa carteira diversificada (R_m) e o investimento efetuado em ativos isentos de risco (R_f), traduzindo-se assim na rendibilidade adicional exigida pelos investidores tendo em conta o risco assumido, por comparação ao retorno de um investimento num ativo sem risco.

O modelo CAPM é o mais utilizado³ pelo facto de apresentar uma base teórica clara e de ser de simples implementação. Este modelo tem subjacente a teoria da carteira eficiente, a qual sustenta que, num mercado, os agentes económicos investirão numa carteira eficiente, ou seja, numa carteira que lhes maximize os resultados esperados para um determinado nível de risco, atendendo ao grau de aversão ao risco por parte de cada agente.

2.2. Metodologia de cálculo dos parâmetros

2.2.1. Custo do capital próprio (K_e)

2.2.1.1. Taxa de juro sem risco (R_f)

A taxa de juro sem risco (R_f) reflete a remuneração obtida por um investidor ao investir em ativos isentos de risco, não obstante a estes mesmos ativos poder estar sempre subjacente um certo grau de risco, ainda que reduzido, nomeadamente:

- a) Risco de mercado: mudanças na taxa de retorno de mercado;

³ Graham and Harvey (2001), *The theory and practice of corporate finance: evidence from the field*, *Journal of Financial Economics*. A pesquisa realizada a 400 Diretores Financeiros demonstrou que três/quartos utilizam o CAPM.

- b) Risco de liquidez: risco associado à incapacidade de venda de instrumentos financeiros no curto prazo.

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

A metodologia determinada pela ANACOM estabelece que a taxa de juro sem risco é determinada tendo como base a média das taxas implícitas (*yields*) das obrigações de tesouro portuguesas, com maturidade a 10 anos (série histórica, com base nas observações mensais dos dois anos anteriores ao ano da decisão – fonte: Banco Central Europeu).

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars em função da metodologia acima descrita, cujo detalhe pode ser consultado no Anexo 1, a ANACOM considera que o valor a utilizar relativamente à **taxa de juro sem risco**, para o exercício de 2018, deverá ser de **3,11%** (ver Quadro 2).

Quadro 2. Taxa de juro sem risco

	Média
Taxa sem risco 2016	3,17%
Taxa sem risco 2017	3,05%
Média 2016 e 2017	3,11%

Fonte: Banco Central Europeu

2.2.1.2. Beta (β)

A metodologia CAPM, tal como já referido anteriormente, assenta na determinação do risco de um ativo cotado em bolsa (ação), o qual contempla o risco sistemático (ou de mercado) e o risco específico (ou de empresa).

O risco geral de mercado (risco sistemático), corresponde ao risco relacionado com todos os aspectos (e.g., políticos, económicos, etc.) que possam alterar o comportamento dos investidores, representando assim o risco inerente a uma carteira já por si diversificada, sendo distinto do risco individual associado a cada um dos valores cotados.

O risco associado à ação é definido através do cálculo do seu beta (β), que no contexto da definição do custo de capital da empresa, corresponde ao β do capital próprio, e traduz a sensibilidade de um ativo específico face às variações na rentabilidade da carteira de mercado, ou seja, a exposição da empresa face ao ciclo económico.

Atendendo a que a atividade regulada da MEO não se encontra cotada em bolsa, de forma isolada, a metodologia definida pela ANACOM estabelece que o β deve ser determinado tendo por base um *benchmark* de empresas com atividades similares (ver Quadro 1), metodologia esta que não difere substancialmente da utilizada pela generalidade dos países europeus nesta matéria.

Neste sentido, e a respeito da definição do *benchmark* de empresas comparáveis e do cálculo do β , a metodologia utilizada tem subjacente as seguintes características:

- a) Definição de um conjunto de empresas com base em: (i) rendimento *per capita* dos respetivos países; (ii) oferta de produtos semelhantes; (iii) posição no mercado; (iv) taxa de crescimento; e, (v) o valor da empresa;
- b) Utilização do modelo *Harris and Pringle*⁴ para apurar os β dos capitais próprios das empresas comparáveis. Esta fórmula permite calcular o β desalavancado do ativo, isto é, o β sem o efeito da estrutura de capital, sendo posteriormente alavancado com a estrutura de capital definida como ótima para a MEO;
- c) Frequência de observações: o β pode ser estimado através de observações diárias, semanais, mensais ou trimestrais. Neste sentido, à semelhança do que foi considerado para o apuramento da taxa de juro sem risco, a metodologia definida estabelece como sendo mais adequada a utilização das observações mensais;
- d) Período de tempo: a utilização de séries curtas pode distorcer os resultados e suprimir informações relevantes, na medida em que as observações mais recentes podem conter eventuais efeitos que não traduzam corretamente as expectativas futuras, recomendando-se assim o uso de séries com um período suficientemente alargado que permita corrigir os efeitos da volatilidade de curto prazo. Neste sentido, a metodologia definida estabeleceu que o período da série deve acomodar as

⁴ A fórmula de cálculo de *Harris & Pringle* é considerada uma fórmula com maior aderência à realidade β (Capital próprio) = β (Ativo) x (1 + D/E) em que: D/E – estrutura de capital.

observações relevantes que permitam garantir um resultado robusto e representativo dos riscos inerentes à atual estrutura da empresa, sendo notória a preferência dos reguladores europeus por períodos de tempo longos. Por conseguinte, considera-se adequado utilizar um período de 5 anos, por forma a permitir um adequado nível de robustez e segurança nos resultados obtidos; e,

- e) Os dados relativamente aos β são retirados da *Bloomberg* por corresponderem aos valores ajustados através da fórmula de *Bayes*, isto é, o *adjusted beta*⁵, o que permite o apuramento de uma estimativa mais robusta e menos volátil às flutuações.

Neste contexto, o β é determinado através da média simples dos β apurados para as diferentes empresas do *benchmark* (ver Quadro 1), os quais correspondem ao seu *adjusted beta*, proveniente da *Bloomberg* – séries históricas referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão, com base em observações mensais, sendo cada um dos β extraídos da *Bloomberg* desalavancados da respetiva estrutura financeira da empresa a que respeitam, e posteriormente alavancados através da fórmula *Harris & Pringle* (β capital próprio = β ativo x (1 + D/E⁶)), utilizando a estrutura de capital (*gearing*) definida para o ano em decisão (ver Quadro 7), a qual terá em consideração o valor contabilístico do seu capital próprio.

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars, em função da metodologia acima descrita, cujo detalhe pode ser consultado no Anexo 1, a ANACOM considera que o valor a utilizar relativamente ao β , para o exercício de 2018, deverá ser de **0,804** (ver Quadro 3).

⁵ O beta de uma empresa pode ser apresentado como *adjusted beta* ou como *raw beta*. O *raw beta* (ou beta histórico) é baseado na comparação do retorno do título com o retorno de mercado. O *adjusted beta* é uma estimativa para o futuro do retorno do título face ao retorno do mercado. Deriva inicialmente de dados históricos, sendo efetuado um ajustamento, assumindo que o beta do título considerado irá sempre tender para o retorno médio proporcionado pelo mercado. A fórmula de cálculo para apuramento do *adjusted beta* é de: *adjusted beta* = 0,67 x (*raw beta*) + 0,33 x 1 (beta do mercado).

⁶ D/E – *Debt/Equity* ou *gearing*, corresponde à estrutura de capital dada pelo rácio entre capitais alheios e capitais próprios.

Quadro 3. Beta

Empresas comparáveis	Equity Beta 5 anos (Fórmula Harris & Pringle)
BT Group	1,023
Deutsche Telekom	0,838
Elisa OYJ	0,605
Hellenic Telecommunications	1,021
KPN NV	0,601
Magyar Telekom	0,459
NOS SGPS	0,739
Orange	0,872
Proximus	0,822
Swisscom	0,689
TDC	0,869
Telecom Italia	0,976
Telefónica	1,010
Telekom Austria	0,770
Telenor ASA	0,792
Telia Company AB (anterior Teliasonera AB)	0,770
Média	0,804

Fonte: *Bloomberg*

2.2.1.3. Prémio de risco ($R_m - R_f$)

O prémio de risco, por definição, corresponde ao diferencial de rendibilidade exigido para investir num determinado ativo, inserido num determinado mercado, comparativamente à realização de um investimento num ativo sem risco.

$$\text{Prémio de risco} = R_m - R_f$$

em que:

R_m – representa o rendimento esperado de um investimento no mercado bolsista numa carteira diversificada;

R_f – representa a taxa de juro sem risco.

Quer em termos metodológicos, quer em termos conceptuais, a determinação do prémio de risco esperado do mercado acionista não é uma tarefa consensual. A análise do seu comportamento é complexa, na medida em que, quer o prémio de risco, quer os seus determinantes, não são diretamente observáveis, variando este ao longo do tempo de acordo com a atitude dos investidores, face ao risco e à sua perceção quanto ao risco do ativo em causa. Assim, à semelhança de vários reguladores europeus, a ANACOM no âmbito das anteriores deliberações relativas à metodologia de cálculo do custo de capital decidiu que a definição do prémio de risco deveria basear-se numa metodologia *ex-post* e assentar na utilização de um *benchmark*.

A metodologia definida pela ANACOM privilegiou as observações baseadas em séries mais longas, tal como defendido por *Damodaran* no estudo que realizou sobre este tema⁷, no qual refere que as observações baseadas em séries mais longas (25 a 100 anos) superam a vantagem das observações mais relevantes, associadas aos períodos mais curtos e recentes, ao permitirem um menor erro padrão, tendendo a sua consistência a aumentar com o alargamento da extensão do período considerado.

Neste sentido a metodologia determinada pela ANACOM para o cálculo do prémio de risco definiu estabeleceu o seu apuramento com base nas estimativas provenientes da base de dados de *Damodaran*⁸ (que tem em conta o risco intrínseco do acesso ao investimento do país em causa) e nos estudos de *Pablo Fernandez* (através da realização de inquéritos a analistas, académicos e empresas portuguesas financeiras e não financeiras), assentes em expectativas futuras (*ex-ante*), dados estes publicamente disponíveis e, considerados de autores de referência tendo, a partir de 2016, este cálculo passado a contemplar os dados da série *Dimson, Marsh e Staunton* (DMS), constante no *Global Investment Returns Yearbook*, publicado pela Credit Suisse, que incorpora séries longas de informação (o prémio de risco resulta da série de valores de obrigações de longo prazo de 1966-2015), fornecendo assim estabilidade à metodologia e alinhando o apuramento do prémio de risco com o praticado por outros reguladores europeus (por exemplo, Espanha e Irlanda), e incorporando um maior número de *inputs* de fontes academicamente e profissionalmente, periodicamente utilizadas.

⁷ *Damodaran, Aswath, "Equity Risk Premiums", Stern School of Business.*

⁸ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

O prémio de risco é assim determinado com base na média simples entre os dados *ex-ante* (Damodaran, Pablo Fernandez e Dimson, Marsh e Staunton - DMS), contemplando as expetativas referentes a Portugal, calculadas com base nas publicações mais recentes disponíveis em relação ao ano da decisão.

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars (Anexo 1), em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que o valor a utilizar relativamente ao **prémio de risco**, para o exercício de 2018, deverá ser de **6,22%** (ver Quadro 4).

Quadro 4. Prémio de risco para 2018

Prémio de risco para 2018		Valor
<i>Damodaran</i>	<i>Portuguese market risk premium⁹</i>	7,96%
<i>Pablo Fernandez</i>	<i>Market Risk Premium and Risk rate used for 59 countries in 2018 Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin – IESE Business School April 4, 2018.¹⁰</i>	7,20%
<i>DMS</i>	<i>Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2018</i>	3,50%
	Prémio de risco para 2018 (Média)	6,22%

2.2.2. Custo do capital alheio (K_d)

2.2.2.1. Prémio de dívida

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

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

⁹ <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls>

¹⁰ https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3155709

Neste sentido, a metodologia de cálculo do custo de capital da MEO, determinada pela ANACOM, considera que o prémio de dívida a utilizar no apuramento do custo do capital alheio deve ser obtido recorrendo à ferramenta *Bloomberg Value Curve*, considerando a curva “*EUR Europe Communications BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y (BVSC0007)*”, e determinado com base na média das referidas *yields* nos dois anos anteriores ao ano da decisão.

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars (Anexo 1), em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que o valor a utilizar relativamente ao **prémio de dívida**, para o exercício de 2018, deverá ser de **1,363%** (ver Quadro 5).

Quadro 5. Prémio da dívida

	31.12.2016	31.12.2017	Média 2016/2017
<i>EUR Europe Communications BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y (BVSC0007)</i>	1,327%	1,398%	1,363%

Fonte: *Bloomberg*

2.2.2.2. Taxa de imposto

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

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

Por conseguinte, a taxa de imposto a utilizar no apuramento da taxa de custo de capital deve corresponder 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) taxa de imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas (IRC)

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 2018, a ANACOM considera que **a taxa de imposto (IRC)** a considerar deverá ser de **21%**.

(ii) taxa de derrama estadual

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, incidindo, em 2018, sobre o lucro tributável excedente a 1.500.000 euros e até ao montante de 7.500.000 euros uma taxa de 3%, uma taxa de 5% para o lucro tributável entre os valores de 7.500.000 euros e 35.000.000 euros, e uma taxa de 9% para o lucro tributável que exceda o valor de 35.000.000 euros¹¹.

Neste contexto, entende a ANACOM que, no pressuposto de os resultados não diferirem significativamente dos anos anteriores, a taxa da derrama estadual a aplicar deverá corresponder à taxa resultante da aplicação da legislação em vigor para o ano em causa, à média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao do ano de aplicação, ou na eventualidade de nesse período de tempo não se terem registado resultados tributáveis positivos, considerar uma taxa de derrama estadual de 0%.

Assim, e na medida em que os Relatórios e Contas da MEO, relativamente aos últimos três anos (2015-2017), evidenciam a inexistência de lucros tributáveis em sede de IRC, em cada um dos anos deste período, e conseqüentemente não se encontrando sujeitos à derrama estadual, a ANACOM entende que, em função da metodologia acima descrita, a taxa de imposto a considerar no cálculo da taxa de custo de capital, para o exercício de 2018, deverá incorporar uma **taxa de derrama estadual de 0%**.

¹¹ Artigo 87.º-A da Lei n.º 82-B/2014, de 31 de dezembro.

(iii) taxa de derrama municipal

No que respeita à derrama municipal, atendendo a que se trata de um parâmetro exógeno à empresa, na medida em que não resulta do valor dos seus lucros tributáveis em cada exercício, a metodologia definida determinou que, em face da dispersão de localizações por municípios com diferentes taxas de derrama municipal, e com o intuito de simplificar o processo de cálculo e apuramento do seu valor, a derrama municipal corresponde ao valor máximo estabelecido legislativamente para o ano da decisão.

Neste sentido, e em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que a **taxa de imposto**, a considerar no apuramento da taxa de custo de capital, aplicável ao exercício de 2018, deverá ser de **22,50%** (ver Quadro 6), conforme o cálculo efetuado pela Mazars (Anexo 1).

Quadro 6. Taxa de imposto

Taxa de Imposto		
Artigo 87.º do CIRC ¹²	- Taxa de IRC	21,00%
Artigo 87.º- A do CIRC	- Taxa de Derrama estadual	0,00%
	Derrama Municipal	1,50%
Taxa de Imposto		22,50%

2.2.3. *Gearing*

A estrutura financeira da empresa (*gearing*), traduzida pelo peso dos capitais alheios no total dos capitais investidos, assume particular importância na determinação do CMPC.

A escolha da relação ótima entre capitais próprios e capitais alheios, de forma a otimizar o CMPC, é conhecida como a estrutura de capital ótima.

Existem várias metodologias de apuramento do *gearing* que têm sido utilizadas pelos reguladores europeus, nomeadamente: (i) o *gearing*; (ii) o *target gearing*; (iii) o *gearing* ótimo; e, (iv) os precedentes regulatórios.

A este respeito, a ANACOM, em anteriores deliberações, decidiu que o *gearing* a utilizar na determinação do custo de capital da MEO deve resultar de um *benchmark* de empresas

¹² CIRC – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas.

comparáveis (ver Quadro 1), resultando da média do valor do *gearing* médio de cada uma das empresas do referido *benchmark*, tendo em consideração os relatórios e contas das referidas empresas, provenientes da *Bloomberg*, relativamente aos 5 anos anteriores ao ano da decisão.

Assim, tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars (Anexo 1), em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que deverá ser utilizado um ***gearing* de 40,05%** (ver Quadro 7).

Quadro 7. *Gearing*

Empresas comparáveis	Gearing Médio (2013-2017)
BT Group	35,99%
Deutsche Telekom	41,86%
Elisa OYJ	45,55%
Hellenic Telecommunications	31,51%
KPN NV	55,66%
Magyar Telekom	35,40%
NOS SGPS	39,02%
Orange	38,06%
Proximus	28,12%
Swisscom	39,99%
TDC	41,19%
Telecom Italia	47,52%
Telefónica	46,66%
Telekom Austria	41,00%
Telenor ASA	36,72%
Telia Company AB (anterior Teliasonera AB)	36,62%
Média 2018	40,05%

Fonte: Cálculo da Mazars com base nos relatórios e contas da Bloomberg

2.3. Base de remuneração do custo de capital

O custo de capital resulta do produto da taxa do CMPC pela base de remuneração, assumindo esta última uma particular relevância, na medida em que deve refletir o investimento realizado pelo operador no desenvolvimento da sua atividade operacional.

A este respeito, a Lei das Comunicações Eletrónicas¹³ prevê no n.º 2 do artigo 74.º que “*ao impor as obrigações a Autoridade Reguladora Nacional (ARN) deve: a) 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 conseguinte, a metodologia definida pela ANACOM estabeleceu deve existir uma correspondência direta entre o capital investido e o investimento realizado em ativos não correntes necessários ao desenvolvimento da sua atividade, o que traduzirá de forma mais adequada o custo de oportunidade incorrido pelos seus investidores.

Neste contexto, e estando o modelo de custeio da MEO assente na metodologia de gastos totalmente distribuídos, a metodologia definida considerou como razoável que a base de remuneração incorpore o valor total do ativo médio não corrente (associado a produtos e serviços regulados e não regulados), constante das suas demonstrações financeiras, na medida em que o custo de capital apurado será alocado aos produtos regulados, apenas e só na proporção dos ativos não correntes que concorrem para a sua prestação, tendo por base a metodologia *activity based costing* (ABC), a qual visa criar uma relação direta entre a alocação de gastos e as atividades necessárias à prestação e/ou venda de um serviço e/ou produto.

Por conseguinte, a metodologia definida estabeleceu que a base de remuneração a utilizar no cálculo do custo de capital da MEO deve corresponder ao ativo não corrente, nomeadamente as rubricas de ativos tangíveis, ativos intangíveis e investimentos financeiros, excluindo-se os ativos detidos para venda, traduzindo-se numa remuneração mais direta do investimento concretizado pelo operador no âmbito da sua atividade operacional.

¹³ Lei n.º 5/2004, de 10 de fevereiro, na sua redação em vigor.

Qualquer outro ativo que a MEO classifique como investimento e, que na sua ótica, deva ser remunerado, terá de ser remetido à ANACOM e, devidamente justificado, com vista à validação da bondade da sua inclusão na base de remuneração.

2.4. Definição da taxa de custo de capital

A adoção prévia de uma metodologia clara e a consequente definição *à priori* do valor da taxa de custo de capital promove a previsibilidade regulatória e a transparência nos mercados.

Assim, e tendo em consideração os parâmetros obtidos nos pontos anteriores, aplicando a fórmula do custo médio ponderado de capital *pre-tax*¹⁴, a ANACOM entende que a **taxa de custo de capital**, aplicável ao exercício de 2018, deverá ser de **8,0660%** (ver Quadro 8).

Quadro 8. Taxa de custo de capital (2018)

Parâmetros	2018
Taxa de juro sem risco	3,11%
Beta	0,804
Prémio de risco	6,22%
<i>Gearing</i>	40,05%
Prémio de dívida	1,363%
Taxa de imposto	22,50%
Custo de capital próprio	8,11%
Média 2018	8,0660%

3. Conclusão

Atendendo à metodologia acima descrita e ao cálculo apresentado no ponto anterior, delibera-se que, no contexto dos resultados de 2018 do SCA da MEO, deve ser utilizada a **taxa de custo de capital de 8,0660%**.

¹⁴ $CMPC_{pre-tax} = [K_e \times (1 - G) + K_d \times G \times (1 - t_i)] \times \frac{1}{(1 - t_i)}$

Anexo I: Lista de acrónimos e abreviaturas

ABC	<i>Activity based costing</i>
ARN	Autoridade reguladora nacional
CAPM	<i>Capital asset pricing money</i>
CIRC	Código do imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas
CMPC	Custo médio ponderado de capital
DMS	<i>Dimson, Marsh & Staunton</i>
IRC	Imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas
ODP	Obrigações de dívida pública
SCA	Sistema de contabilidade analítica

Anexo II: Lista de operadores

MEO	MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A..
PT SGPS	Portugal Telecom, SGPS, S.A.
PHAROL SGPS	PHAROL SGPS, S.A.

Anexo III: Lista de outras entidades/organizações

ANACOM	Autoridade Nacional de Comunicações
--------	-------------------------------------