

**SENTIDO PROVÁVEL DE DECISÃO SOBRE**

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

**(exercício de 2020)**



*(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 .....	4
2.2.1. <i>Cálculo da taxa de juro sem risco (RFR)</i> .....	4
2.2.2. <i>Grupo de pares</i> .....	5
2.2.3. <i>Debt premium and cost of debt</i> .....	8
2.2.4. <i>Cálculo do beta e do gearing</i> .....	8
2.2.5. <i>Cálculo do prémio de risco de mercado (ERP)</i> .....	10
2.2.6. <i>Taxa de imposto</i> .....	11
2.2.7. <i>Definição da taxa de custo de capital</i> .....	14
<b>3. CONCLUSÃO</b> .....	<b>15</b>

## Lista de Tabelas

TABELA 1: <i>BEREC RISK FREE RATE EU MEMBER STATES</i> .....	5
TABELA 2: <i>BEREC PEER GROUP 2020</i> .....	6
TABELA 3: <i>DEBT PREMIUM AND COST OF DEBT</i> .....	8
TABELA 4: <i>BEREC PEER GROUP 2020 – EQUITY BETA, GEARING, ASSET BETA</i> .....	9
TABELA 5: <i>PRÉMIO DE RISCO DE MERCADO</i> .....	10
TABELA 6: <i>LUCRO TRIBUTÁVEL MEO (2017-2019)</i> .....	13
TABELA 7: <i>TAXA DE DERRAMA ESTADUAL</i> .....	13
TABELA 8: <i>TAXA DE IMPOSTO</i> .....	14
TABELA 9: <i>TAXA DE CUSTO DE CAPITAL (2020)</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.

A Autoridade Nacional de Comunicações (doravante designada por “ANACOM”) tem vindo, desde 2010, a estabelecer a metodologia<sup>1</sup> de cálculo da taxa de custo de capital da MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A., (doravante designada por “MEO”), e a determinar a taxa de custo de capital a considerar por este operador para efeitos regulatórios.

Por decisão<sup>2</sup> de 17 de abril de 2020, a ANACOM decidiu suspender os trabalhos com vista à definição da taxa de custo de capital para efeitos regulatórios a considerar no sistema de contabilidade analítica de 2020 da MEO, até que houvesse maior visibilidade sobre os resultados do trabalho da Comissão Europeia (doravante designada por “CE”) e do Organismo de Reguladores Europeus das Comunicações Eletrónicas (doravante designado por “BEREC”), tendo em consideração a comunicação<sup>3</sup> 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*” (doravante designada por “comunicação

---

<sup>1</sup> Disponível no sítio da Internet: <https://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1010799>

<sup>2</sup> Disponível no sítio da Internet: <https://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1523188>

<sup>3</sup> Disponível no sítio da Internet: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52019XC1106%2801%29>

da Comissão”), sem prejuízo de poder, tal como referido na decisão, de proceder a uma reavaliação desta situação a partir de 30 de junho de 2020.

A comunicação da Comissão visa promover a harmonização do cálculo da taxa de custo de capital para efeitos regulatórios no espaço comunitário e para o sector das comunicações eletrónicas. Os valores dos parâmetros considerados no cálculo do *Weighted Average Cost of Capital* (doravante designado por “WACC”), ou Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), serão calculados e publicados anualmente pelo BEREC, com base na metodologia constante da referida comunicação. A CE utilizará esses valores como referência para a análise de projetos de medidas notificados ao abrigo do artigo 7.º da Diretiva-Quadro.

Salienta-se que o parágrafo 71 do ponto 9.º da comunicação da Comissão<sup>4</sup> refere explicitamente que na análise das notificações previstas no procedimento descrito no artigo 7.º, a CE utilizará, em geral, a metodologia descrita na presente comunicação a partir de 1 de julho de 2020. No entanto, em casos justificados e a pedido da Autoridade Reguladora Nacional (doravante designada por “ARN”) notificante, a CE não baseará a sua análise do projeto de medidas nesta metodologia durante um período de transição máximo de um ano (com início em 1 de julho de 2020).

Relativamente ao trabalho desenvolvido pelo BEREC, foi publicado por este organismo a 29 de junho de 2020 o relatório *BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission’s WACC Notice of 7<sup>th</sup> November 2019 (WACC parameters Report 2020)*<sup>5</sup>. 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. O BEREC presume que as ARN levem em conta os valores destes parâmetros na determinação do WACC.

Realça-se que embora a comunicação da Comissão não seja coincidente em todos os seus pontos com a metodologia que a ANACOM tem vindo a aplicar nos últimos anos, como

---

<sup>4</sup> Ponto 9.º da comunicação da Comissão: “Período de transição para a adoção da metodologia constante da presente comunicação”.

<sup>5</sup> Relatório disponibilizado a 29/06/2020 no sítio da Internet

[https://berec.europa.eu/eng/document\\_register/subject\\_matter/berec/reports/9364-berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commission8217s-wacc-notice](https://berec.europa.eu/eng/document_register/subject_matter/berec/reports/9364-berec-report-on-wacc-parameter-calculations-according-to-the-european-commission8217s-wacc-notice).

esta Autoridade já referiu na decisão de 17 de abril de 2020, a ANACOM apoia os esforços de harmonização entre Estados-Membros em matéria relacionada com o apuramento da taxa de custo de capital para efeitos regulatórios. De facto, a ANACOM entende e acolhe os esforços de harmonização da CE, que contribuem também para a previsibilidade regulatória e, essencialmente, para a redução de potenciais assimetrias no espaço concorrencial do sector das comunicações eletrónicas entre os operadores dos diversos Estados-Membros. Neste sentido, a ANACOM entende dever seguir os preceitos da referida comunicação da Comissão, concordando com a 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”. Adicionalmente, nos casos em que o trabalho das instâncias internacionais é omissivo na abordagem a prosseguir, a ANACOM entende que a melhor aproximação, nomeadamente por favorecer a certeza regulatória, será a manutenção da metodologia até aqui utilizada.

Face ao exposto, após análise e ponderação da comunicação da Comissão e dos resultados do trabalho do BEREC acima referidos, a ANACOM decidiu prosseguir com a determinação da taxa de custo de capital a utilizar pela MEO no seu sistema de contabilidade analítica (doravante designado por “SCA”) e aplicável ao exercício de 2020.

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

### **2.1. Metodologia**

Relativamente à determinação de cada um dos parâmetros necessários ao cálculo do WACC, a CE convidou o BEREC a estimar os parâmetros necessários ao cálculo do WACC em conformidade com a abordagem descrita na comunicação da Comissão. Tal facilitará, segundo a CE, o trabalho das ARN na preparação das revisões periódicas do WACC e a análise das notificações subsequentes por parte da CE. A metodologia e os valores dos vários parâmetros 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, estimará:

- a) os parâmetros que refletem condições económicas gerais,

- b) os parâmetros específicos das empresas para o grupo de pares. No que se refere aos parâmetros que refletem condições económicas gerais, o BEREC estimará 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>.

No que se refere aos parâmetros específicos das empresas, o BEREC preparou uma lista de empresas adequadas para integrar o grupo de pares, tendo estimado o beta do capital próprio, o *gearing*, o prémio da dívida e o custo da dívida para cada empresa incluída na lista. Ademais, o BEREC descreve os fatores que podem justificar a remoção de uma ou mais empresas da lista fornecida pelas ARN, a fim de se 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.

## **2.2. Valores dos parâmetros**

### **2.2.1. Cálculo da taxa de juro sem risco (RFR)**

Na determinação da RFR por país o BEREC baseou-se em dados publicados pelo Eurostat (*Eurostat Long term government bond yields 2015M04 to 2020M03*), de acordo com a média aritmética das taxas implícitas da dívida pública com maturidade próxima de 10 anos durante cinco anos (1 de abril de 2015 a 31 de março de 2020) para cada Estado-Membro da UE. Para Portugal o valor de referência calculado é 2,16%. Os resultados para cada um dos Estados-Membros são apresentados na Tabela 1.

---

<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 do BEREC.



**Tabela 1: BEREC Risk Free Rate EU Member States**

Country Code	Country	Country Credit Rating	5 year arithmetic average
AT	Austria	AA+	0,46
BE	Belgium	AA	0,57
BG	Bulgaria	BBB	1,41
HR	Croatia	BBB-	2,53
CY	Cyprus	BBB-	2,58
CZ	Czech Rep.	AA-	1,16
DK	Denmark	AAA	0,32
EE	Estonia	AA-	1,09
FI	Finland	AA+	0,44
FR	France	AA	0,57
DE	Germany	AAA	0,17
EL	Greece	BB-	5,67
HU	Hungary	BBB	2,96
IE	Ireland	AA-	0,75
IT	Italy	BBB	1,96
LV	Latvia	A+	0,67
LT	Lithuania	A+	0,59
LU	Luxembourg	AAA	0,29
MT	Malta	A-	1,09
NL	Netherlands	AAA	0,37
PL	Poland	A-	2,93
PT	Portugal	BBB	2,16
RO	Romania	BBB-	4,06
SK	Slovakia	A+	0,66
SI	Slovenia	AA-	0,94
ES	Spain	A	1,30
SE	Sweden	AAA	0,49
UK	United Kingdom	AA	1,25

Fonte: BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 7th November 2019 (WACC parameters Report 2020)

### 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,

- 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, será considerada elegível para inclusão no grupo de pares. No entanto, releva-se que cumprir com o primeiro critério é um pré-requisito para inclusão.

Com base nos critérios referidos e nas especificidades nacionais, o grupo de pares proposto pelo BEREC para 2020 é apresentado na Tabela 2.

**Tabela 2: BEREC peer group 2020**

Company	Country	S&P rating as of 22 April 2020	Rating last reviewed by S&P	Stock Symbol
<b>BT Group plc</b>	UK	BBB	20 Sept. 2019	BT/A LN
<b>Deutsche Telekom-AG</b>	DE	BBB+	01 April 2020	DTE GR
<b>Elisa Oyj</b>	FI	BBB+	26 March 2020	ELISA FH
<b>Koninklijke KPN N.V.</b>	NL	BBB	13 March 2020	KPN NA
<b>NOS</b>	PT	BBB-	27 March 2020	NOS PT
<b>Orange S.A.</b>	FR	BBB+	27 Sept. 2019	ORA FP
<b>Proximus S.A.</b>	BE	A	10 April 2020	PROX BB
<b>Tele 2</b>	SE	BBB	25 Nov. 2019	TEL2B SS
<b>Telecom Italia</b>	IT	BB+	28 Oct. 2019	TIT_MI
<b>Telefónica</b>	ES	BBB	01 April 2020	TEF SM
<b>Telekom Austria</b>	AT	BBB+	10 April 2020	TKA AV
<b>Telenet</b>	BE	BB-	29 July 2019	TNET BB
<b>Telia Company AB</b>	SE	BBB+	20 January 2020	TELIA SS
<b>Vodafone Group plc</b>	UK	BBB	01 August 2019	VOD LN

Fonte: BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 7th November 2019 (WACC parameters Report 2020)

Relativamente a cada Estado-Membro, 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

<sup>7</sup> §67 refere que “No que se refere aos parâmetros específicos das empresas, o BEREC preparará uma lista de empresas adequadas para integrar o grupo de pares e estimará o beta do capital próprio, a multiplicação, o prémio da dívida e o custo da dívida para cada empresa incluída na lista. Além disso, o BEREC descreverá os fatores que possam justificar a remoção de uma ou mais empresas da lista pelas ARN, a fim de ter em consideração as especificidades nacionais”.

possível, um grupo de pares o mais amplo possível, utilizando para tal as empresas da Tabela 2 que são mais representativas das especificidades nacionais.

Segundo o BEREC, a fim de evitar escolhas “arbitrárias”, a remoção de empresas da lista pode ser justificada pelos seguintes motivos:

- a) Certas empresas do grupo de pares podem não refletir a dimensão do operador com poder de mercado significativo (PMS) no Estado-Membro em 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 Estado-Membro, uma vez que podem não ser diretamente comparáveis às condições experimentadas pelo operador com PMS no Estado-Membro.

Face ao que acima foi descrito esta Autoridade entende que, uma vez que a maioria<sup>8</sup> das empresas consideradas pelo BEREC para efeitos de comparabilidade já eram consideradas adequadas pela ANACOM na metodologia até agora em vigor e considerando também que não existem empresas perfeitamente comparáveis à MEO, há alguma vantagem em ter um conjunto relativamente vasto de empresas comparáveis por forma a mitigar a influência de hipotéticas características distintas da MEO. Assim, entende-se que considerar o conjunto completo de empresas proposta pelo BEREC se afigura como a opção mais aconselhável.

---

<sup>8</sup> BT Group, Deutsche Telekom, Elisa OYJ, KPN NV, Nos SGPS, Orange, Proximus, Telecom Italia, Telefónica, Telekom Austria e Telia Company.

### 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 a partir das quais as ARN podem selecionar o valor apropriado para o operador regulado. Este valor será posteriormente adicionado ao valor da taxa de juro sem risco (RFR) nacional para apurar o custo da dívida de cada empresa.

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

Company	Debt premium (basis point)	Domestic RFR	Cost of debt
BT GROUP PLC	167	1,25%	2,92%
DEUTSCHE TELEKOM AG	131	0,17%	1,48%
ELISA OYJ	100	0,44%	1,44%
KONINKLIJKE KPN NV	117	0,37%	1,54%
NOS	42	2,16%	2,58%
ORANGE	87	0,57%	1,44%
PROXIMUS	89	0,57%	1,46%
TELE2 AB-B SHS	178	0,49%	2,27%
TELECOM ITALIA SPA	161	1,96%	3,57%
TELEFONICA SA	45	1,30%	1,75%
TELEKOM AUSTRIA AG	81	0,46%	1,27%
TELENET GROUP HOLDING NV	302	0,57%	3,59%
TELIA CO AB	150	0,49%	1,99%
VODAFONE GROUP PLC	170	1,25%	2,95%

Fonte: BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 7th November 2019 (WACC parameters Report 2020)

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 1,3% (média aritmética de todas as empresas consideradas com base na coluna *Debt premium (basis point)* da Tabela 3.

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

Considerando o grupo de pares selecionados (ver ponto 2.2.2), a abordagem seguida pelo BEREC na determinação do *equity beta* foi a seguinte:

- a) Estimar o *equity beta* para cada umas das empresas;
- b) Estimar o nível de *gearing* de cada empresa;

- c) Apurar o *asset beta* para cada empresa no grupo de pares, incluindo o operador com PMS (usando o *equity beta* e o nível de *gearing* de cada empresa);
- d) Realavancar o *asset beta* para obter o *equity beta* final.

O BEREC 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 2020 – Equity beta, Gearing, Asset beta**

Company	Equity Beta	Gearing	Asset beta
BT GROUP PLC	0,65	33,14%	0,47
DEUTSCHE TELEKOM AG	0,91	42,57%	0,57
ELISA OYJ	0,59	13,51%	0,52
KONINKLIJKE KPN NV	0,72	38,75%	0,48
NOS	0,77	25,80%	0,60
ORANGE	0,85	43,99%	0,52
PROXIMUS	0,74	19,48%	0,62
TELE2 AB-B SHS	0,80	16,64%	0,69
TELECOM ITALIA SPA	1,12	63,80%	0,47
TELEFONICA SA	1,07	50,39%	0,58
TELEKOM AUSTRIA AG	0,69	41,82%	0,45
TELENET GROUP HOLDING NV	0,63	47,55%	0,38
TELIA CO AB	0,75	34,10%	0,53
VODAFONE GROUP PLC	0,80	45,77%	0,49

Fonte: BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 7th November 2019 (WACC parameters Report 2020)

Face à metodologia acima descrita, esta Autoridade entende que o valor<sup>9</sup> do *beta*<sup>10</sup> 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, resultando num valor de 0,7921 e 36,9507% respetivamente.

<sup>9</sup> Obtido através da média aritmética dos valores da Tabela 4.

<sup>10</sup> Média aritmética da coluna *Equity Beta*

### 2.2.5. Cálculo do prémio de risco de mercado (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 efectuou 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 mercado entre 4,18% e 5,31% (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).

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

Country	Geometric mean (%)	Arithmetic mean (%)	Available years weight (%)
<b>Austria</b>	2,7	21	100% (120/120)
<b>Belgium</b>	2,1	4,1	100% (120/120)
<b>Bulgaria</b>	7,1	7,7	11,67% (14/120)
<b>Croatia</b>	7,9	8,1	10% (12/120)
<b>Cyprus</b>	25,3	26,5	4,17% (5/120)
<b>Czech Rep,</b>	4,6	5	9,17% (11/120)
<b>Denmark</b>	3,4	5,1	100% (120/120)
<b>Estonia</b>			
<b>Finland</b>	3,4	5,1	100% (120/120)
<b>France</b>	3,1	5,3	100% (120/120)
<b>Germany</b>	4,9	8,2	98,3% (118/120)
<b>Greece</b>	7,2	8,5	15% (18/120)
<b>Hungary</b>	0,7	0,9	9,17% (11/120)
<b>Ireland</b>	2,6	4,6	100% (120/120)
<b>Italy</b>	3,1	6,4	100% (120/120)
<b>Latvia</b>	9,7	10,1	12,50% (15/120)
<b>Lithuania</b>	3,8	4,2	12,50% (15/120)
<b>Luxembourg</b>			

<b>Malta</b>			
<b>Netherlands</b>	3,3	5,5	100% (120/120)
<b>Poland</b>	3,1	3,2	15,83% (19/120)
<b>Portugal</b>	5	9,1	100% (120/120)
<b>Romania</b>	7,1	7,2	5,% (6/120)
<b>Slovakia</b>	1,6	1,7	12,50% (15/120)
<b>Slovenia</b>	3,5	3,6	12,50% (15/120)
<b>Spain</b>	1,6	3,5	100% (120/120)
<b>Sweden</b>	3,2	5,4	100% (120/120)
<b>United Kingdom<sup>11</sup></b>	3,6	4,9	100% (120/120)
<b>EU-ERP</b>	<b>4,18</b>	<b>5,31</b>	

Fonte: *BEREC Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 7th November 2019 (WACC parameters Report 2020)*

Não obstante o BEREC apurar um intervalo de valores dentro do qual espera que o parâmetro ERP se situe, reconhece que a nota da CE favorece a utilização do valor apurado com base na média aritmética<sup>12</sup>, sendo que qualquer desvio deverá ser justificado pela ARN.

Importa salientar que a ANACOM concorda com o apuramento deste parâmetro com recurso à média aritmética, que aliás tem vindo a ser utilizada nas sucessivas intervenções desta Autoridade em matéria de custo de capital, motivo pelo qual se considera adequado utilizar o valor de 5,31% como referência para o parâmetro ERP no âmbito do cálculo da taxa de custo de capital da MEO para 2020.

### 2.2.6. Taxa de imposto

De acordo com o parágrafo 60<sup>13</sup> da comunicação da Comissão, é considerado adequado utilizar 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

<sup>11</sup> O documento do BEREC refere considerar o Reino Unido dado ter sido um Estado-Membro da UE até 31 de janeiro de 2020.

<sup>12</sup> Segundo o §29 do comunicado da Comissão “A Comissão considera o método da média aritmética o mais adequado para estimar os parâmetros do CMPC, desde logo porque a utilização de um único método de cálculo da média é suscetível de ser mais transparente para os acionistas do que combinações de vários métodos”.

<sup>13</sup> §60 refere que “A Comissão considera adequado utilizar a taxa do imposto sobre as sociedades aplicável a nível nacional para estimar o CMPC antes de impostos, que é a abordagem comum adotada pelas ARN.

consequente, a ANACOM considera que a metodologia<sup>14</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 2020, 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 para o ano aplicável do custo de capital à média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao ano de aplicação.

A este respeito importa assinalar que a análise dos Relatórios e contas da MEO, relativamente aos exercícios de 2017, de 2018 e de 2019, permitiu identificar que apenas no exercício de 2018 houve lugar a um lucro tributável e consequente pagamento de derrama estadual relativamente ao exercício em causa.

Conforme referido anteriormente, a taxa de derrama estadual é determinada de forma progressiva em função do lucro tributável da empresa, incidindo, em 2020, sobre o lucro 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 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 euros<sup>15</sup>.

---

<sup>14</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)

<sup>15</sup> Artigo 87.º-A do CIRC, conforme redação dada pela Lei n.º 114/2017, de 29 de dezembro.



Por conseguinte, e sendo a derrama estadual determinada pela aplicação da taxa resultante da legislação em vigor à média dos lucros tributáveis positivos do triénio anterior ao ano de aplicação, e atendendo a que no referido triénio apenas no exercício de 2018 houve lugar a lucro tributável, a derrama estadual resultará da aplicação das taxas em vigor diretamente ao lucro tributável apurado no exercício de 2018.

**Tabela 6: Lucro tributável MEO (2017-2019)**

Ano	Lucro tributável (mil euros)	Taxa efetiva da derrama estadual (mil euros)
2017		
2018	445.108	38.465
2019		
<b>Média</b>	<b>445.108</b>	<b>38.465</b>

**Fonte:** Valor da derrama estadual conforme modelo 22 da MEO.

Neste sentido, em função da metodologia acima descrita, a ANACOM considera que a taxa de imposto estadual a considerar no cálculo do custo de capital, para o exercício de 2020, deverá incorporar uma taxa de derrama estadual de 8,64% (ver Tabela 7).

**Tabela 7: Taxa de derrama estadual**

Escalão de Lucro tributável	Taxa Derrama Estadual	Escalão de lucro tributável (mil euros)	Derrama Estadual (mil euros)	Taxa de derrama estadual média
Até 1.500.000 euros	0%	1500	0	
De 1.500.000 euros a 7.500.000 euros	3%	6.000	180	
De 7.500.000 euros a 35.000.000 euros	5%	27.500	1.375	
Superior a 35.000.000 euros	9%	410.108	36.910	
		(1) 445.108	(2) 38.465	(2)/(1) 8,64%

**Fonte:** Cálculos efetuados pela ANACOM com base em informação disponibilizada pela MEO.

- iii) A 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<sup>16</sup> 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 as taxas de derrama municipal incidentes sobre o lucro tributável do período fiscal de 2020.

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 2020, deverá ser de 31,1417% (ver Tabela 8).

**Tabela 8: Taxa de imposto**

Taxa de Imposto	
Artigo 87.º do CIRC12 - Taxa de IRC	21,00% <sup>17</sup>
Artigo 87.º- A do CIRC - Taxa de Derrama estadual	8,6417%
Derrama Municipal	1,50%
	31,1417%

### 2.2.7. 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 valores dos parâmetros obtidos e detalhados no documento supracitado do BEREC e apresentados nos pontos anteriores, a ANACOM entende que a **taxa de custo de capital**, aplicável ao exercício de 2020, deverá ser de **7,1077%** (ver Tabela 9).

<sup>16</sup> Ofício Circulado N.º 20218 de 2020-02-19 da Autoridade Tributária e Aduaneira sobre IRC - taxas de derrama municipal incidentes sobre o lucro tributável do período fiscal de 2019, disponível no sítio da Internet [https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao\\_fiscal/legislacao/instrucoes\\_administrativas/Documents/Oficio\\_circulado\\_20218\\_2020.pdf](https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/legislacao/instrucoes_administrativas/Documents/Oficio_circulado_20218_2020.pdf)

<sup>17</sup> De acordo com a informação disponível a 13.07.2020 no sítio da Internet da Autoridade Tributária e Aduaneira [https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao\\_fiscal/codigos\\_tributarios/CIRC\\_2R/Pages/circ-codigo-do-irc-indice.aspx](https://info.portaldasfinancas.gov.pt/pt/informacao_fiscal/codigos_tributarios/CIRC_2R/Pages/circ-codigo-do-irc-indice.aspx)

**Tabela 9:Taxa de custo de capital (2020)**

<b>Parâmetros</b>	
Taxa de juro sem risco	2,1600%
<i>Beta</i>	0,7921
Prémio de risco	5,3100%
<i>Gearing</i>	36,9507%
Prémio de dívida	1,3000%
Taxa de imposto	31,1417%
Custo de capital próprio	6,3663%
<b>Taxa de custo de capital (2020)</b>	<b>7,1077%</b>

### **3. Conclusão**

Atendendo aos resultados dos vários parâmetros necessários ao cálculo da taxa de custo de capital, delibera-se que, no contexto dos resultados de 2020 do sistema de contabilidade analítica da MEO, deve ser utilizada a **taxa de custo de capital de 7,1077%**.