

**ESCLARECIMENTO DAS QUESTÕES LEVANTADAS NO ÂMBITO DO APURAMENTO DOS PARÂMETROS DA
TAXA DE CUSTO DE CAPITAL**

Face às questões levantadas pela MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. e pela Vodafone Portugal, Comunicações Pessoais, S.A. na audiência prévia sobre a taxa de custo de capital, vimos por este meio esclarecer os aspetos relacionados com o trabalho desenvolvido pela Mazars no âmbito da determinação da taxa do custo de capital.

A) PRÉMIO DE DÍVIDA

No âmbito do apuramento da taxa de custo de capital, constante no sentido provável de decisão, definiu-se que para efeitos de determinação do prémio de dívida seria utilizada a ferramenta *Bloomberg Value Curve*.

Apontando a MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia S.A. (adiante MEO) a necessidade de se realizar uma maior explicitação desta ferramenta, vimos por este meio proceder à realização de uma exposição mais detalhada da ferramenta BVAL.

Convém referir que a utilização de este recurso já havia sido empregue no passado, designadamente no *Assessment* da análise do custo do capital da Portugal Telecom Comunicações (atualmente MEO) de Julho de 2009.

A ferramenta BVAL, *Bloomberg's Securities Valuation Services*, permite retirar informação relativa ao preço derivado de títulos obrigacionistas. Mais concretamente, indica em que intervalo deverá ser negociado o preço de um título, com base nos preços de títulos transacionados com *ratings* e maturidades comparáveis.

Este sistema foi desenvolvido internamente pela Bloomberg, pela *Tel Aviv Bloomberg Quantitative Team*, no ano 1995, na altura designado por *Bloomberg Fair Value* (BFV).

A BVAL fornece avaliações de preços credíveis e transparentes para um amplo leque de títulos. Esta avaliação está baseada em dados de mercado, recolhidos junto de 4.000 participantes do mercado. Esta ampla base de dados e observações do mercado é combinada com técnicas analíticas avançadas e cumprem criteriosamente as políticas definidas nos termos e condições das bases dados da Bloomberg, traduzindo-se em avaliações objetivas com profunda transparência sobre a forma como os preços são derivados.

Uma característica importante da ferramenta BVAL no que se refere à indexação é o BVAL Score, que mede a quantidade e consistência dos dados utilizados para produzir a análise dos preços. Estas pontuações são globalmente utilizadas por reguladores, auditores e outros agente que necessitem de preços fiáveis para realizar (i) *benchmarks* ao mercado, (ii) gestão do risco de carteira de obrigações e (iii) comparativos de avaliações relativas.

A ferramenta BVAL gera dois subprodutos:

- Uma curva das *yields* do cupão dos títulos sem opção, e;
- Um preço objetivo de um título obrigacionista, que pode ou não corresponder ao fixado pelo *trader*.

De acordo com a Bloomberg LP, além dos benefícios elencados anteriormente, esta ferramenta permite fazer análises fiáveis a títulos obrigacionistas num contexto de fraca transparência no mercado (por exemplo, a maioria dos títulos são negociados *over-the-counter*, inexistência de informação fiável quanto aos preços praticados) e em situações de reduzida liquidez no mercado.

Como referido, o BVAL gera curvas referentes ao justo valor do setor, ou *best fit curves*, para diversos setores de títulos obrigacionistas e são agrupados por moeda, soberania, agência, empresa, indústria, emissor e avaliações de crédito.

Todos os sectores de crédito são agrupados em *clusters* que geralmente contêm 1 ou mais sectores similares. Ou seja para cada indústria existem 9 diferentes setores de crédito, que são agrupados em 4 *clusters*, da seguinte forma:

- AAA = {AAA}
- AA = {AA1, AA2, AA3}
- A = {A1, A2, A3}
- BBB = {BBB1, BBB2, BBB3}

Para a inclusão das empresas num determinado setor de crédito é utilizado o *Bloomberg Composite Rating System*, que por sua vez se baseia na média das notações de crédito da Moody's, Standard and Poor's and Fitch.

Assim, consideramos que este recurso garante um elevado nível de qualidade e fiabilidade da informação, revelando-se portanto um opção válida para o apuramento do prémio de dívida. Além disso, foi adotada esta ferramenta na medida em que dentro do possível, permite manter um certo grau de consistência com a metodologia prévia e se revela aderente com as práticas adotadas na medida em que se reúnem os seguintes critérios de apuramento desta variável:

- Empresas de telecomunicações europeias, constantes na base de dados *Bloomberg Value Curve*;

- Entidades com *ratings* compreendidos entre BBB- a BBB+, enquadrado no *rating* médio das 16 entidades que constituem o leque comparáveis para efeitos de definição do *Gearing* e do *Beta*;
- Obrigações com maturidade a 10 anos.

Por sua vez, a Vodafone Portugal, Comunicações Pessoais, S.A. (adiante Vodafone) considera que se deveria manter o método de apuramento do prémio da dívida com recurso ao *spread* dos CDS das entidades comparáveis. Não obstante as relevantes considerações da Vodafone, julgamos que este método carecia de revisão, na medida em que a decisão final sobre a taxa de custo de capital da MEO aplicável ao exercício de 2015 veio introduzir a seguinte disposição:

“Não obstante, caso se verifique que as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros apresentam limitações, não sendo possível aplicar a metodologia definida, justifica-se a sua 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 despoletada por ambas as partes, até ao dia 31 de Maio do ano em questão e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederá a uma atualização do cálculo”.

Assim, dado que apenas 5 entidades comparáveis apresentam dados referentes a CDS com maturidade a 10 anos, observa-se que não se cumpre o critério de 80% das observações necessárias para o apuramento desta variável.

Adicionalmente, é reconhecida a tendência de diminuição, que se prevê perdure nos próximos anos, do recurso a este tipo de instrumento financeiro. Neste sentido entendemos que a utilização da ferramenta BVAL irá conferir uma maior estabilidade temporal para o apuramento deste parâmetro.

B) PRÉMIO DE RISCO

A MEO - Serviços de Comunicações e Multimédia, nos comentários ao SPD sobre a taxa de custo do capital aplicável ao ano de 2016, questiona a disparidade entre os indicadores calculados por Pablo Fernández e Damodaran. Este *gap* deve-se, em nosso entender, à abordagem metodológica subjacente. O apuramento realizado por Fernández segue uma aproximação mais “prática” sendo obtido com recurso a inquérito a académicos, analistas e *managers* (5.056 respostas para 41 países no estudo realizado em 2015). Por sua vez, o prémio de risco apurado por Damodaran surge de um estudo empírico que incorpora um conjunto de considerações teóricas.

A MEO propõe que se use, para efeitos do parâmetro do prémio de risco, o estudo realizado por Fernández referente ao ano de 2016, publicado em Maio de 2016. Não obstante, não partilhamos a opinião da MEO dado que foi seguida a metodologia definida previamente pela ANACOM, não se tendo procedido a qualquer alteração neste aspeto. Consideramos que a alteração sugerida não é consistente com o método utilizado anteriormente, na medida em que iriar criar um hiato entre o estudo utilizado no apuramento da taxa de custo do capital em 2015 e 2016. Além disso, convém referir que o estudo de Fernández não tem uma data fixa de publicação (em 2014 foi publicado em Junho) pelo que no futuro esta informação poderá não estar disponível à data da elaboração do apuramento da taxa de custo de capital, obrigando novamente a revistar a metodologia. Assim, entendemos que a manutenção do estudo de Fernández referente a 2015, revela consistência com a metodologia definida e assegura a estabilidade e amplitude temporal do método de apuramento.

Relativamente à fonte de informação - *Global Investment Returns Yearbook 2016* publicado pela Credit Suisse, a MEO pediu um explicação mais detalhada desta fonte e quais os motivos que levaram à sua inclusão.

O *Global Investment Returns Yearbook 2016* contém os mais recentes dados de longo prazo dos retornos e estimativas dos prémios de risco para os mercados de ações e obrigações e o desempenho do país em diferentes variáveis, como dimensão, valor, crescimento, rendimentos e *momentum*. Este anuário é constituído por 23 perfis nacionais e três mercados regionais. Para cada um destes países e regiões, o relatório indica os retornos, ajustados à inflação, desde 1900 para ações, obrigações, moeda e prémios de risco.

Em linha com a MEO, identificámos a existência de *gap* entre os prémio de risco reportado por Fernández e Damodaran (pelos motivos já elencados), neste sentido consideramos que se deverá incluir um maior número de *inputs*, visando estabilizar/atenuar eventuais diferenças mais vincadas em termos de abordagem. Neste sentido incluímos o *Global Investment Returns Yearbook*, na medida em que esta fonte apresenta séries longas de informação, atualizadas periodicamente, o que confere estabilidade à metodologia (o prémio de risco resulta da série valores de obrigações de longo prazo de 1966-2015).

Convém referir ainda que, a introdução desta fonte de informação está alinhada com o praticado por outros reguladores europeus (por exemplo, Espanha e Irlanda). A adoção deste recurso, no âmbito de trabalhos de avaliação, tem vindo a aumentar em Portugal, desde que em 2014 passou a disponibilizar dados nacionais.

Além disso, indo de encontro à questão levantada pela Vodafone, consideramos que o apuramento do prémio de risco deverá ser feito com recurso a uma diversidade de metodologias, pois como referido, Fernández utiliza uma aproximação mais prática por oposição à aproximação

teórica de Damodaran, por sua vez o estudo da Credit Suisse baseia-se em dados históricos (e séries longas de informação).

C) BETAS E GEARING DAS EMPRESAS COMPARÁVEIS

No âmbito dos comentários feitos ao SPD sobre a taxa de custo de capital da MEO aplicável ao ano de 2016, a Vodafone sugeriu a utilização da Mediana ao invés da Média dos valores do *beta* e *gearing*.

As ferramentas estatísticas como a média e a mediana são indicadores que permitem perceber a tendência central da amostra. A média, em linha com o que a Vodafone afirma, é um indicador sensível às variações nos dados. Por sua vez, a mediana é um indicador mais robusto na medida em que retira ênfase às observações mais “distantes”. Esta medida estatística revela-se muito eficiente para análises estatísticas baseadas em distribuições contínuas, ao contrário das amostras com distribuição normal. Esta ineficiência relativa faz com que existam diferenças entre os resultados obtidos em ambos indicadores, sendo atenuada pelo aumento da dimensão da amostra. Existe neste campo uma grande disparidade de opiniões, expressas em diversos estudos académicos, quanto ao número de observações mínimas que garanta a fiabilidade da utilização da mediana.

Assim, no que toca às 16 entidades comparáveis consideramos que a amostra definida revela um elevado grau de consistência, ainda mais quando comparado com o praticado por outros reguladores europeus que utilizam amostras mais reduzidas (conforme referido no relatório da MAZARS).

Estas entidades espelham distintas realidades empresariais partilhando no entanto, um conjunto de características “core” definidas na metodologia da ANACOM com a MEO. De salientar que no âmbito do trabalho desenvolvido pela MAZARS revisitámos para as entidades comparáveis a manutenção da sua adequação, nomeadamente no que concerne aos seguintes parâmetros:

Critérios de selecção	Detalhe
(a) Rendimento per capita	Operação em países com níveis de rendimentos semelhantes.
(b) Produtos / linha de serviços	Fornecimento de produtos e serviços semelhantes.
(c) Posição no mercado	Posição de mercado semelhante à MEO Comunicações.
(d) Taxa de crescimento	Fase do seu ciclo de vida semelhante.
(e) Valor de negócio	Dimensão semelhante com a MEO Comunicações

Não obstante, de um ponto de vista puramente estatístico a referida amostra tem um reduzido número de observações, pelo que as ineficiências associadas à utilização da mediana poderiam desvirtuar os valores obtidos sobretudo em amostras pouco homogéneas.

O objetivo deste exercício é identificar a estrutura “ótima” do operador pelo que deverão ser consideradas igualmente todas as realidades empresariais das entidades classificadas como

comparáveis com a MEO (à luz dos critérios definidos), sem qualquer exclusão, na medida em que nenhum dos *peers* deveria ser considerado como *outlier*.

Pese embora a pertinência da questão elencada pela Vodafone, somos de opinião que não deverão ser excluídas entidades por via do recurso à mediana (na medida em que existem pouca observações e todas elas enquadradas como comparáveis adequados). Note-se ainda a este propósito, uma vez que a amostra é relativamente homogénea, que o impacto estimado seria residual.