

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PRÉVIA

**TAXA DE CUSTO DE CAPITAL DA MEO SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E
MULTIMÉDIA, S.A., APLICÁVEL AO EXERCÍCIO DE 2016**

1. INTRODUÇÃO

Por deliberação de 25 de Maio de 2016, o Conselho de Administração da ANACOM aprovou o sentido provável de decisão (SPD) sobre a taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (MEO), aplicável a partir do exercício de 2016.

Com o objetivo de identificar as opiniões e as preocupações das entidades interessadas relativamente à matéria em causa, o documento acima referido foi submetido a audiência prévia dos interessados, nos termos do Código do Procedimento Administrativo, e ao procedimento geral de consulta, tendo-se disponibilizado simultaneamente o relatório de consultoria elaborado pela MAZARS ao custo de capital da MEO.

2. CONTRIBUTOS RECEBIDOS

Na sequência do lançamento da consulta, foram recebidos os contributos das seguintes entidades:

- MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (MEO);
- Skylogic SpA (SKYLOGIC);
- Vodafone Portugal – Comunicações Pessoais, S.A. (VODAFONE)

A MEO dá boa nota do facto de a ANACOM colocar em audiência prévia a determinação da taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2016, considerando que existem limitações nos elementos de suporte ao seu cálculo, e, apesar de favorável em alguns pontos, apresenta algumas observações críticas ao SPD.

A SKYLOGIC não se pronunciou sobre o conteúdo do SPD, apenas referindo não prestar serviços a qualquer cliente nacional, solicitando confirmação de que não está sujeita à regulação que vier a ser aplicável na sequência do SPD em questão.

Por sua vez, a VODAFONE reitera os comentários e posições que partilhou no contexto do SPD de 13 de agosto de 2015 sobre a taxa de custo de capital a incorporar nos modelos de custeio de terminação fixa e salienta as discrepâncias que entende existirem entre os valores apurados para o custo de capital da MEO para o exercício de 2016 e os considerados na decisão de 06 de Agosto de 2015 sobre a regulação dos preços máximos de terminação móvel.

Apresenta-se seguidamente uma síntese integradora das respostas recebidas, sem prejuízo da consulta individual de cada contributo, disponível na página de Internet da ANACOM.

3. CONSIDERAÇÕES GERAIS

A MEO realça positivamente a decisão da ANACOM de colocar em audiência prévia a determinação da taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2016, dada a existência de limitações na informação de suporte ao cálculo do mesmo que culminou numa revisão metodológica do cálculo de alguns parâmetros. Neste sentido, considera que, a bem da transparência e da previsibilidade regulatória, é sempre recomendável que as partes interessadas tenham a oportunidade de expressar as suas posições referentes às tomadas de decisão da ANACOM neste âmbito e às alterações propostas à metodologia de cálculo da taxa de custo de capital.

Adicionalmente, a MEO refere que algumas das limitações existentes resultam do facto de a metodologia de cálculo se basear em *benchmarkings* de empresas comparáveis afirmando que, por diversas vezes, alertou a ANACOM para eventuais constrangimentos que poderiam advir da utilização de tais *benchmarkings*. Por fim, salienta que qualquer alteração metodológica deve ser justificada, tal como foi efetuado pela ANACOM, e incluir o dimensionamento do respetivo impacto (*impact assessment*), de modo a que seja possível proceder a uma análise comparativa da evolução da taxa de custo de capital, algo que a MEO alega não ter sido realizado pela ANACOM.

A VODAFONE entende existirem discrepâncias entre os valores apurados para o custo de capital da MEO para os exercícios de 2015 e 2016 e os considerados na decisão de 6 de agosto de 2015 sobre a especificação da obrigação de controlo de preços nos mercados grossistas de terminação de chamadas vocais em redes móveis individuais. No seu entender, afirma em particular não existirem razões objetivas que justifiquem a utilização de taxas de imposto distintas entre a terminação móvel, onde se assume uma taxa de 27,5%, e o apuramento do custo de capital da MEO, onde se estabelece uma taxa de imposto de 29,5%.

Neste sentido, considera haver agora oportunidade de corrigir as discrepâncias e imprecisões que dizem existir na decisão final referente à terminação móvel nos despachos da ANACOM que estabelecem os preços de terminação móvel a aplicar a partir de 1 de julho de 2016 e (futuramente) para 2017.

Com efeito, a VODAFONE considera que para além de refletir os valores do Índice de Preços do Consumidor do ano anterior e a previsão do valor da inflação inscrito no Orçamento de Estado do ano em curso, a ANACOM pode igualmente refletir a correção dos parâmetros considerados incorretamente no modelo de custeio de terminação móvel, como é o caso notório da taxa de imposto, contribuindo assim para uma atuação regulatória transparente e proporcional.

Por fim, face ao exposto, requer que as alterações da taxa de custo aplicáveis à MEO sejam incorporadas e refletidas nos preços das ofertas grossistas reguladas da MEO, considerando que as descidas verificadas nos últimos anos sobre a taxa de custo de capital aplicável à MEO não têm sido

refletidas nos preços finais de ofertas de referência relevantes, tais como a ORALL, a ORAC ou a ORCE, acrescentando ainda que a ANACOM não tem tido o cuidado em esclarecer os agentes de mercado sobre as condicionantes que determinam a manutenção dos preços, apesar de se verificarem descidas significativas das taxas de custo de capital para remunerar os investimentos da empresa regulada.

A MEO concorda com o procedimento adotado pela ANACOM de colocar em audiência prévia o presente SPD, possibilitando a oportunidade das partes interessadas expressarem a sua opinião.

No que respeita às alegadas limitações relacionadas com a utilização de *benchmarks* para o cálculo de alguns parâmetros, a ANACOM reitera que, para além de essa ser uma prática corrente no seio de outros reguladores europeus, a presente revisão metodológica não pretendeu rever a utilização do *benchmarking*, mas apenas promover uma revisão das fontes de informação utilizadas para o cálculo dos parâmetros em análise.

Relativamente à inclusão do dimensionamento do impacto (*impact assessment*), a ANACOM salienta que as revisões metodológicas foram realizadas com base na metodologia que melhor se adequa ao fim em vista, considerando as limitações identificadas no cálculo de alguns parâmetros. Não obstante, todas as informações relativamente ao cálculo da taxa de custo de capital, desde o exercício de 2009, são públicas, possibilitando a qualquer entidade a realização de todos os cálculos e comparações que entender necessários para uma avaliação de impacto.

Sobre a o processo que levou à fixação de preços máximos de terminação móvel, referido pela VODAFONE, recorda-se que este tema foi amplamente debatido em sede própria, não sendo no entendimento da ANACOM este o fórum adequado para reabrir a discussão dessa matéria.

Em qualquer caso, a ANACOM recorda que as filosofias subjacentes ao apuramento da taxa de custo de capital da MEO e ao apuramento da taxa de custo de capital a incluir nos modelos LRIC de terminação (móvel ou fixa) são substancialmente diferentes, e por essa via resultam em abordagens que não podem ser diretamente comparáveis.

Em particular, o custo de capital da MEO é atualizado ano a ano com vista à sua incorporação no sistema anual de contabilidade analítica da MEO e à produção de demonstrações de resultados imediatos, motivo pelo qual existe uma forte preocupação em apurar parâmetros que reflitam – o melhor possível – a realidade presente que, como se tem verificado no passado recente, pode ser particularmente volátil em períodos de tempo relativamente curtos.

Já no que se prende com os modelos LRIC desenvolvidos recentemente, a abordagem seguida privilegia a incorporação de um valor para a taxa de custo de capital que possa estar genericamente em linha com as expectativas para uma taxa representativa do período extenso ao longo do qual o modelo opera. Por esta razão entende-se que não seria possível, nem desejável, refletir as flutuações específicas de curto prazo num modelo que opera por um período de tempo tão alargado.

Esta diferença de perspetiva e abordagem deve estar presente quando se comparam as abordagens seguidas em ambos os processos.

Em qualquer caso, recorda-se que o plano de atividades recentemente colocado a consulta contempla a revisão dos modelos LRIC utilizados na fixação de preços de terminação fixa e móvel, cujos trabalhos se preveem começar em 2017, considerando-se que essa sede será a mais adequada para rever esta e outras questões pertinentes.

Por fim, no respeito aos preços finais de ofertas de referência relevantes, tais como a ORALL, a ORAC ou a ORCE, é entendimento da ANACOM que este não é o fórum adequado para discussão dessas matérias, na medida em que as decisões sobre os preços respeitantes a essas ofertas deverão ser discutidas com as entidades interessadas em sede de consulta pública e audiência aos interessados.

Em qualquer caso importa salientar que a evolução dos custos não é determinada apenas pela evolução do custo de capital, havendo também diversos outros fatores a considerar.

4. METODOLOGIA

A MEO está de acordo com a definição *a priori* da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital e da sua atualização anual, manifestando também a sua concordância com a adoção do Custo Médio Ponderado de Capital, na variante antes de imposto, como metodologia de cálculo, e com o CAPM como metodologia de cálculo da taxa de custo de capital próprio.

Adicionalmente, considera que a definição *a priori* de um mecanismo de revisão do cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital que se baseiam em *benchmarkings* é fundamental e que contribui para a previsibilidade regulatória.

No que respeita à operacionalização da metodologia, a MEO remete para os seus comentários ao SPD sobre a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2015: a) incoerência face ao modelo de custeio implementado; b) utilização de *benchmarking* não comparáveis.

Regista-se que a MEO concorda com a definição *a priori* da taxa de custo de capital, bem como a sua atualização anual. A ANACOM salienta ainda que o mecanismo de revisão estabelecido no contexto da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital prevê a revisão do cálculo de todos os parâmetros e não apenas no que se baseiam em *benchmarkings*, nos termos em que se aplique a revisão.

Relativamente aos pontos a) incoerência face ao modelo de custeio implementado; e b) utilização de *benchmarking* não comparáveis, a ANACOM reitera todos os pontos incluídos na decisão de 29 de

outubro, salientando nomeadamente que a MEO recorreu à utilização de *benchmarking* em anos anteriores a 2009, bem como a outras metodologias, tais como a utilização de um *gearing* teórico, não tendo nessas circunstâncias sido posta em causa a base do modelo de custeio implementado, idêntico ao atual.

5. PARÂMETROS DA TAXA DE CUSTO DE CAPITAL / COMENTÁRIOS ESPECÍFICOS

A MEO realiza nesta secção uma análise detalhada da proposta de atualização da ANACOM de cada um dos parâmetros a contemplar no cálculo da taxa de custo de capital.

A VODAFONE realça a necessidade de uma análise mais rigorosa e específica nos seguintes parâmetros: beta, *gearing*, prémio de risco e prémio da dívida.

a) Taxa de juro sem risco

A MEO concorda e congratula-se com a metodologia proposta pela ANACOM para o cálculo da taxa de juro sem risco, uma vez que vai ao encontro do que a MEO tem vindo a defender ao longo do tempo, e que na sua opinião, permite uma maior aderência do valor final da taxa de custo de capital ao enquadramento macroeconómico específico do país, facto que, segundo a MEO, não ocorria com a metodologia anterior.

Adicionalmente, salienta que, dado que qualquer alteração metodológica acarreta um impacto nos resultados finais obtidos, é imprescindível a apresentação de uma comparação entre os resultados apurados com a anterior e com a nova metodologia, algo que não foi realizado pela ANACOM. Na opinião da MEO, só esta comparação permitirá compreender o impacto efetivo da alteração metodológica no valor da taxa de custo de capital de 2016 e obter uma perceção dos possíveis impactos na taxa de juro sem risco apurada em anos anteriores, com base em *benchmankings*, e na correspondente taxa de custo de capital.

A MEO concorda com a atualização realizada, contudo salienta que qualquer alteração deverá ser acompanhada da respetiva análise de impacto.

No que respeita à alteração metodológica, a ANACOM recorda que o recurso às obrigações de tesouro portuguesas é uma prática que vinha sendo adotada no passado (antes da crise das dívidas soberanas) e salienta que apenas em 2016 foi possível retomar a utilização das obrigações

portuguesas para o apuramento da taxa de juro sem risco essencialmente considerando que: (i) o risco no mercado de dívida português tem apresentado menor volatilidade; (ii) a intervenção do Banco Central Europeu na compra de títulos soberanos (sobretudo dos países periféricos) veio conferir maior estabilidade; e (iii) os valores das *yields* anormalmente elevados que se registaram no passado já não se verificam. No entanto, à luz da metodologia em vigor, caso se verifiquem situações no atual contexto que coloquem em causa a utilização das obrigações de tesouro portuguesas como referência para o cálculo da taxa de juro sem risco, a forma de cálculo do parâmetro terá de ser revista.

No que se prende com a análise de impacto, a ANACOM sublinha que todas as informações relativamente ao cálculo da taxa de custo de capital, desde o exercício de 2009, são públicas, possibilitando a qualquer entidade a realização de todos os cálculos e comparações que entender necessários para uma avaliação de impacto, quer em termos globais, quer no contexto individual de cada um dos parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente da taxa de juro sem risco.

b) Prémio de dívida

A MEO considera que a utilização da base de dados *Bloomberg Value Curve – EUR EUROPE COMMUNICATIONS BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y* constitui, na verdade, um *benchmarking* e, por isso, reforça e mantém a sua opinião de que a utilização de *benchmarks* deve ser realizada com recurso a valores de empresas que sejam diretamente comparáveis com a estrutura de negócios e envolvente de mercado onde a MEO se insere, ao nível da oferta, posição de mercado, taxa de crescimento e condições macroeconómicas envolventes.

Face ao referido, a MEO acrescenta também que a informação referente ao “indicador/*benchmarking*” proposto é muito escassa e solicita à ANACOM a disponibilização de informação de suporte ao cálculo, de modo a poder avaliar se o comparável espelha a realidade que se pretende retratar no modelo de custeio da MEO. Adicionalmente, a MEO afirma ser indispensável que a ANACOM proceda à apresentação do respetivo *impact assessment* no valor da taxa de custo de capital.

A VODAFONE afirma que a ANACOM não disponibilizou a informação necessária sobre o cabaz de *peers* utilizado no cálculo do prémio da dívida presente em EUR EUROPE COMMUNICATIONS BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y e que, por esse motivo, procedeu ao apuramento das *yields* dos empréstimos dos *peers* da MEO mencionados no SPD, considerando para o efeito empresas diretamente comparáveis (*peers*) com a MEO e utilizando:

- *Peers* com *ratings* de BBB+ a BBB-, à semelhança do intervalo de *ratings* proposto pela ANACOM no SPD;
- Maturidades de 6 a 15 anos;
- Emissões de dívida desde 2013 a 2015; e,

- Emissões em Euros.

A VODAFONE considera que, tendo em conta a média ponderada do custo da dívida dos *peers* e assumindo somente as obrigações emitidas em euros, o prémio de dívida deverá ser de 0,74%, em vez dos 1,58% propostos pela ANACOM. Na opinião da VODAFONE, um prémio de dívida de 0,74% é metodologicamente mais rigoroso e consoante com os objetivos subjacentes ao apuramento do custo de capital da MEO, nomeadamente, atendendo tratar-se de um parâmetro relevante na determinação dos preços das ofertas grossistas reguladas para o mercado das comunicações eletrónicas portuguesas.

Relativamente ao *benchmark* de empresas comparáveis, importa referir que na impossibilidade de selecionar empresas totalmente comparáveis com a atividade de comunicações fixas da MEO, a ANACOM optou pela seleção de uma base de empresas comparáveis mais alargada e diversificada, respeitando um conjunto de critérios específicos definidos na deliberação de 2013, de forma a enriquecer a base de cálculo e tornar o valor mais robusto. Este *benchmark* de empresas foi utilizado para o cálculo do beta e do gearing. Contudo, em 2016 não foi possível aplicar esse mesmo *benchmark* ao cálculo do prémio de dívida, tal como explanado no SPD, considerando que: (i) o número de entidades que utilizam *Credit Default Swaps* associados à emissão de empréstimos obrigacionistas tem vindo a diminuir; (ii) em 2014, apenas 12 das 15 empresas tiveram emissão de empréstimos obrigacionistas com maturidade a 10 anos e dessas apenas 6 apresentavam séries completas; em 2015, apenas 6 empresas apresentavam observações, em que uma delas apresentava observações para um período inferior a um ano; (iii) há preocupações crescentes com a utilização de CDS's que apontam para a necessidade de limitar a utilização desses instrumentos sobre dívidas soberanas e corporativas europeias, dando-se cada vez mais ênfase ao risco de contraparte.

Alternativamente, e avaliadas as diversas hipóteses possíveis, a base de dados *Bloomberg Value Curve - EUR EUROPE COMMUNICATIONS BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y*, revela-se adequada para o cálculo do prémio de dívida, na medida em que reflete a situação de empresas de telecomunicações europeias com *ratings* entre BBB- e BBB+, correspondentes, na sua maioria, aos *ratings* das empresas que compõem a base de empresas comparáveis utilizadas para efeito de *benchmark* para o cálculo do gearing e do beta.

Relativamente ao ponto levantado pela MEO sobre a disponibilização de informações adicionais sobre a fonte de informação utilizada, a ANACOM salienta que não obstante a *Bloomberg* apresentar informações detalhadas sobre a base de dados utilizada, a MAZARS explica de forma detalhada em documento anexo as particularidades que caracterizam a referida base de dados (*vide* anexo), demonstrando que essa fonte de informação garante um elevado nível de qualidade e fiabilidade de informação, bem como se revela consistente com o *benchmark* utilizado para o cálculo do beta e do gearing, constituindo-se uma opção válida para o apuramento do prémio de dívida, à luz da metodologia anteriormente utilizada.

No que respeita à análise de impacto, a ANACOM sublinha que todas as informações relativamente ao cálculo da taxa de custo de capital, desde o exercício de 2009, são públicas, possibilitando a qualquer entidade a realização de todos os cálculos e comparações que entender necessários para uma avaliação de impacto, no contexto individual de cada um dos parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente do prémio de dívida.

Por sua vez, a VODAFONE propõe a manutenção da metodologia anterior com base nos *spreads* dos *credit default swaps* das empresas comparáveis. No entanto, o cálculo proposto pela VODAFONE contempla apenas 4 das empresas comparáveis utilizadas para efeitos de benchmarking para o cálculo do gearing e do beta, correspondendo a uma amostra de empresas muito reduzida e pouco significativa para o cálculo do parâmetro. Adicionalmente, considerando o disposto na deliberação da ANACOM a metodologia definida deve ser alterada/substituída “*se não for possível garantir a inclusão no cálculo de pelo menos 80% de observações ou das fontes de informação necessárias para o apuramento dos parâmetros*”, situação que não seria cumprida com a seleção de empresas proposta pela VODAFONE.

Adicionalmente, conforme anteriormente referido e de acordo com a MAZARS (*vide anexo*) é reconhecida a tendência de diminuição, que se prevê perdure nos próximos anos, do recurso a este tipo de instrumento financeiro, pelo que a ferramenta *Bloomberg Value Curve - EUR EUROPE COMMUNICATIONS BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y* poderá conferir uma maior estabilidade temporal para o apuramento do prémio de dívida.

c) Prémio de risco

Relativamente às fontes utilizadas para o cálculo do prémio de risco – *Pablo Fernandez e Damodaran* a MEO afirma não entender o motivo de existirem evoluções de sentido oposto e com uma variação tão significativa destes dois indicadores, em especial a de *Pablo Fernandez*. Face ao exposto, a MEO recomenda que a ANACOM atente na publicação do estudo – *Market Risk Premium used in 71 countries in 2016* – ocorrida em maio de 2016, e no qual o valor do prémio de risco apurado para Portugal é de 7,9%.

A MEO sugere que a divergência dos dados do prémio de risco das duas fontes de informação mencionadas pode ter por base o período temporal subjacente ao seu cálculo e propõe à ANACOM uma atualização dos dados de *Pablo Fernandez* tendo como base o estudo publicado em maio de 2016. Esta atualização dará lugar a um prémio de risco de 7.5%, o que resulta numa alteração da taxa de custo de capital da MEO, aplicável em 2016, para 9.19%.

A MEO não apresenta quaisquer reservas à utilização de dados adicionais para o apuramento do prémio de risco. No entanto, e no que concerne à estimativa do prémio de risco de Portugal realizada por *Dimson, Marsh and Staunton*, a MEO considera que a informação disponibilizada no SPD e na

fonte de informação - *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016* - é muito escassa, pelo que solicita à ANACOM a explicitação dos pressupostos associados a esse dado, salientando que o valor apresentado difere consideravelmente dos restantes valores do prémio de risco divulgados em outros estudos publicados em 2016 – 4.5% (*Dimson, Marsh and Staunton*) vs 10.11% (*Damodaran*) e 7.9% (*Pablo Fernandez*).

A VODAFONE concorda e valida as três fontes de informação utilizadas para calcular o valor do prémio de risco. No entanto e na opinião da VODAFONE, o valor do prémio de risco apurado está inflacionado pela taxa proveniente da base de dados de Aswath Damodaran. A VODAFONE analisou a informação proveniente dessa base de dados e constatou que a taxa de 10,11% apresentada é composta pela componente “prémio de risco para o mercado maduro” (6,25%) e “prémio de risco país” (3,86%), sendo esta última componente calculada utilizando um *default spread* de 2,77% com um multiplicador de agravamento de 1,39. Após a análise efetuada pela VODAFONE, esta considera que a ANACOM ao incluir no cálculo da taxa de juro sem risco as *yields* das ODP Portuguesas a 10 anos está a duplicar o efeito proveniente do risco de *default* do país, dado que as *yields* das ODP já são influenciadas pelo rating atribuído pelas agências de notação e, por isso, já incorporam o “prémio de risco país”. Face ao referido, a VODAFONE considera que a metodologia está incorreta e que sobrestima a taxa de custo de capital aplicável à MEO, propondo assim a utilização do “prémio de risco para mercado maduro” que consta dos dados de Damodaran e cujo valor é de 6,25%. A VODAFONE afirma que, após considerar a taxa de 6,25% de Damodaran, o valor do prémio de risco que deveria ser aplicado seria de 5,48%.

As disparidades existentes entre as bases de dados *Damodaran* e *Pablo Fernandez* prendem-se essencialmente com as metodologias de apuramento subjacentes ao respetivo cálculo, conforme detalhadamente explicado pela MAZARS (*vide anexo*), salientando-se que o apuramento realizado por *Pablo Fernandez* tem como base o inquérito a académicos, analistas e “managers” (5056 respostas para 41 países no estudo realizado em 2015), enquanto que o apuramento realizado por *Damodaran* surge de um estudo empírico que incorpora um conjunto de considerações teóricas.

Relativamente à eventual utilização do estudo de *Pablo Fernandez* mais recente, publicado em maio de 2016, a ANACOM assinala que, ao abrigo da metodologia vigente o prémio de risco deve ser calculado com base nos dados ““(calculados no ano anterior à decisão, contemplando as expetativas futuras), referentes a Portugal”. Da aplicação deste critério decorre que, *in casu*, o estudo a considerar para o cálculo do prémio de risco deve corresponder ao exercício de 2015, sendo também este o entendimento da MAZARS (*vide anexo*).

É importante notar, neste âmbito, que a data de publicação destes estudos tem apresentado alguma incerteza, pelo que alterar a metodologia em vigor, possibilitando a utilização do estudo publicado no ano corrente, poderia não ser exequível nos próximos exercícios de revisão da taxa de custo de capital.

Adicionalmente, importa referir que o procedimento, em anos anteriores, tem correspondido à utilização do estudo em causa publicado no ano anterior à decisão, quer esteja ou não disponível o estudo do ano correspondente à decisão. Tal foi o caso, nomeadamente em 2015, em que foi utilizado o estudo elaborado em 2014, não obstante à data da decisão já se encontrar disponível o estudo de 2015.

Neste sentido, atendendo à coerência do procedimento que tem vindo a ser seguido, considera-se que a metodologia em vigor no que respeita à data de referência do estudo/dados a utilizar, deverá manter-se inalterada, pelo que o estudo a utilizar no cálculo deve corresponder ao exercício de 2015.

No que respeita à base de dados - *Global Investment Returns Yearbook 2016* – a MAZARS apresenta no documento em anexo uma explicação mais detalhada sobre a referida fonte de informação, salientando-se que constitui uma base de 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*. Esta base de dados foi incluída no cálculo em 2016, atendendo ao facto de esta fonte apresentar séries longas de informação, atualizadas periodicamente, conferindo mais robustez e estabilidade ao apuramento do prémio de risco.

Relativamente à taxa proveniente da base de dados de *Aswath Damodaran*, importa referir que o apuramento da taxa de juro sem risco em 2016 tem como referência as obrigações de tesouro portuguesas atendendo a que as *yields* correspondentes às referidas obrigações traduzem uma boa aproximação à taxa de juro sem risco. Como tal, o risco de mercado foi estimado pelo prémio de risco e a utilização de três *inputs* distintos, incluindo o prémio de risco estimado por *Damodaran*, considerando o “prémio de risco país”, permite a inclusão de três fontes de informação para o cálculo final, incorporando metodologias que se complementam e permitem uma maior fiabilidade no apuramento final do cálculo.

c) Beta

Relativamente ao beta, a MEO considera que a atualização apresentada pela ANACOM está de acordo com a metodologia definida, remetendo as suas considerações para os comentários realizados ao SPD sobre a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2015, no que respeita à utilização de *benchmarkings* e à aplicação da fórmula de *Harris and Pringle* para apuramento do *beta* dos ativos e consequentemente do *beta* a aplicar na taxa de custo de capital da MEO tendo em consideração a sua estrutura ótima de capital (*gearing*).

No que respeita ao apuramento do valor do beta, a VODAFONE concorda com a abordagem proposta pela ANACOM mencionando apenas que a utilização da mediana, em vez da média, seria a mais

adequada, tendo em consideração que a grande amplitude de betas associados às empresas comparáveis envia o valor médio. Face ao referido, a VODAFONE propõe à ANACOM a utilização do beta ajustado de 0,753 ao invés dos 0,767, salientando que a utilização da mediana é uma prática corrente dos analistas, que devolve um valor central dos betas comparáveis e que reduz o enviesamento provocado por *outliers* presentes na amostra de *peers*.

Relativamente aos pontos a) utilização de *benchmarkings*; e b) a aplicação da fórmula de *Harris and Pringle* para o apuramento do beta dos ativos elencados pela MEO, a ANACOM reitera todos os pontos incluídos na decisão de 29 de outubro, salientando que a própria MEO recorreu à utilização de *benchmarkings* em anos anteriores a 2009.

A VODAFONE sugere a utilização da mediana, face à utilização da média. Tal como referido pela MAZARS no documento em anexo, existe uma grande disparidade de opiniões, sobre a utilização da média e da mediana, expressas em diversos estudos académicos, quanto ao número de observações mínimas que garantam a fiabilidade da utilização da mediana.

Adicionalmente, considerando o número significativo de observações que a amostra apresenta, entende-se que preferível que todas as observações sejam tidas em conta no cálculo, situação que não ocorre com a utilização da mediana.

d) Gearing

Quanto à atualização do *gearing*, a MEO encontra-se de acordo com o proposto pela ANACOM.

No que concerne ao *gearing*, a VODAFONE alega os mesmos motivos referidos para o cálculo do Beta e propõe a utilização da mediana para o apuramento do mesmo, sendo o valor final proposto pela VODAFONE de 41,75%, em vez dos 42,58% do SPD.

Para o cálculo do *gearing*, a VODAFONE sugere também a utilização da mediana, face à utilização da média. Tal como referido pela MAZARS no documento em anexo, existe uma grande disparidade de opiniões, sobre a utilização da média e da mediana, expressas em diversos estudos académicos, quanto ao número de observações mínimas que garantam a fiabilidade da utilização da mediana.

Adicionalmente, considerando o número de observações que a amostra apresenta, todas as observações devem ser incluídas no cálculo, situação que não ocorre na utilização da mediana.

f) Taxa de imposto

No que se refere à taxa de imposto, e tendo a taxa de IRC sido fixada para o ano 2016 em 21%, a derrama estadual em 7% e a derrama municipal em 1,5%, a MEO está de acordo com a proposta de atualização apresentada pela ANACOM.

6. CONCLUSÃO

Tendo em consideração os contributos recebidos, e à luz dos entendimentos acima expostos em sede de audiência prévia, não são efetuadas quaisquer alterações no sentido provável de decisão.

Anexo: Documento da MAZARS “Esclarecimento das questões levantadas no âmbito do apuramento dos Parâmetros da Taxa de Custo de capital”

**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 vinculadas 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.