

**DECISÃO FINAL SOBRE A  
TAXA DE CUSTO DE CAPITAL  
DA MEO - SERVIÇOS DE  
COMUNICAÇÕES E  
MULTIMÉDIA, S.A.,  
APLICÁVEL AO EXERCÍCIO  
DE 2015**

# ÍNDICE

1. Enquadramento.....	2
2. Aplicação da metodologia definida por deliberação de 05/12/2013 ao exercício de 2015 .....	5
2.1. Informação incompleta .....	5
2.2. Empresas comparáveis.....	6
3. Metodologia – revisão da deliberação de 05/12/2013 .....	7
4. Cálculo da taxa de custo de capital 2015 .....	8
4.1. Taxa de juro sem risco.....	8
4.2. Prémio de risco .....	9
4.3. Beta .....	10
4.4. Gearing.....	11
4.5. Prémio de dívida .....	12
4.6. Taxa de imposto.....	13
5. Cálculo da taxa de custo de capital .....	14
6. Decisão Final.....	14

# ÍNDICE QUADROS

Quadro 1 – Informação incompleta.....	6
Quadro 2 – PT SGPS.....	7
Quadro 3 – Cálculo taxa de juro sem risco.....	9
Quadro 4 – Cálculo prémio de risco .....	9
Quadro 5 – Beta.....	10
Quadro 6 – Gearing .....	11
Quadro 7 – Prémio de dívida .....	12
Quadro 8 – Taxa de imposto.....	14
Quadro 9 – Taxa de custo de capital 2015 .....	14

## 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 de telecomunicações procura-se com a determinação da taxa: (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 analíticos, de uma forma adequada a taxa de custo de capital para remunerar os investimentos das empresas reguladas.

A Lei nº 51/2011, de 13 de Setembro, prevê, no nº 2 do artigo 74º, 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 rentabilidade 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 (nº 5.1 do seu Anexo), indica que: “as taxas de interligação sejam orientadas para os custos, incluindo uma taxa de rentabilidade 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 nº 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 rentabilidade 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”.

Por deliberação de 10/02/2010<sup>1</sup>, o ICP-ANACOM definiu a metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da Meo Serviços de Comunicações e Multimédia, SA. (MEO), aplicável ao triénio 2009-2011.

Com essa deliberação, pretendeu-se minimizar a imprevisibilidade associada ao cálculo do custo de capital da MEO e, simultaneamente, assegurar maior certeza regulatória, num quadro de maior

---

<sup>1</sup> [Cálculo da taxa de custo de capital da PTC](#)

transparência para todas as partes, na medida em que a operacionalização do processo de imputação do custo de capital, que historicamente vinha sendo seguido, era realizada em momento posterior ao exercício em causa.

O estabelecimento *ex-ante* de regras transparentes no que respeita à determinação da taxa de custo de capital contribui para um ambiente previsível ao qual os agentes se podem adaptar, antecipando e gerindo de forma mais eficaz as suas expectativas.

Acresce ainda que ao fixar regras *ex-ante* reduz-se a necessidade de investigações posteriores, normalmente complexas, morosas e potencialmente objeto de disputa.

Terminado o período regulatório 2009-2011, a metodologia de cálculo do custo de capital foi redefinida, com aplicabilidade a partir do exercício de 2012. De acordo com essa deliberação<sup>2</sup> de 05/12/2013, a atualização da taxa, aplicável a cada exercício, deve ser realizada até ao final do 1º semestre do ano em questão, atendendo à disponibilidade dos elementos necessários para o cálculo. Acresce que caso se verifique que haja algum critério e/ou alguma fonte de informação que não possam ser atualizados, justifica-se a sua substituição - que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao final do primeiro quadrimestre do ano em questão - e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederá a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual.

Neste contexto, não tendo sido despoletada qualquer revisão metodológica por qualquer uma das partes, tendo em consideração a deliberação supra referida, aplicável a partir do exercício de 2012, e atendendo à necessidade de calcular a taxa de custo de capital, aplicável ao exercício de 2015, para melhor fundamentar a intervenção da ANACOM no quadro das referidas competências, foi contratada a empresa Mazars & Associados, SROC, S.A. (doravante Mazars) para apuramento dos parâmetros de cálculo da taxa de custo de capital.

De acordo com o relatório elaborado pela Mazars “Determinação da taxa de custo de capital da Meo Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A.” (*vide* anexo), os consultores foram da opinião de que considerando a análise da metodologia preconizada pela ANACOM, “*os princípios metodológicos para suporte do cálculo da taxa de custo de capital da MEO Comunicações são adequados*” e como tal concordaram “*com a sua aplicação nos moldes gizados*”.

Não obstante, importa referir que aquando do cálculo elaborado pela Mazars ocorreram situações em que não foi possível utilizar a totalidade dos dados e respetivas séries necessárias para o cálculo da taxa de custo de capital, embora os consultores não considerassem que tal situação obrigasse a uma

---

<sup>2</sup> [Metodologia de cálculo da taxa de custo de capital da PTC aplicável a partir do exercício de 2012 - decisão final](#)

alteração metodológica ou que acarretasse problemas de robustez. Para além de situações em que existe indisponibilidade de alguns dados, nomeadamente no que respeita à taxa de juro sem risco e ao prémio de dívida, foi identificada uma situação em que uma das empresas comparáveis, a PT SGPS, foi alvo de alterações muito significativas na sua estrutura corporativa, após o primeiro trimestre de 2014, tendo sido proposto pelo consultor para efeitos de cálculo dos parâmetros que incluem a PT SGPS, excluir as observações dos últimos 9 meses de 2014, considerando-se apenas 4 anos e 3 meses de observações das séries para o cálculo do beta e do *gearing* e 15 meses de observações para o cálculo do prémio de dívida.

Reconhecendo que existem situações em que os elementos de suporte ao cálculo da taxa de custo de capital a aplicar à MEO durante o exercício de 2015 podem conter limitações, e por forma a promover uma atuação transparente e rigorosa, a ANACOM entende assim que para o exercício em causa – 2015 - será preferível submeter o valor do custo de capital apurado a audiência das partes interessadas por contraponto com a notificação sumária do resultado do cálculo preconizado na deliberação de dezembro de 2013.

Para o efeito, e com o objetivo explícito de maximizar a previsibilidade regulatória nesta matéria, procurou-se no quadro do sentido provável de decisão (SPD), sempre que possível, apurar o valor individual de cada um dos parâmetros empregues no cálculo da taxa de custo de capital da forma mais próxima à estipulada na metodologia vigente, estabelecida pela deliberação de 2013, apenas introduzindo os desvios necessários para colmatar a inexistência e insuficiência de informação por um lado e a alteração estrutural sofrida pela empresa comparável PT SGPS.

Tendo em consideração os contributos recebidos, e à luz dos entendimentos expostos em sede de audiência prévia, foi realizada uma correção nos dados referentes ao prémio de dívida, tendo sido elaborado um novo relatório pela Mazars na sequência do SPD (*vide* anexo) e um relatório de audiência prévia que faz parte integrante da presente decisão. As correções realizadas tiveram um impacto na média do prémio da dívida, passando de 1,98% (média obtida com 2,20% de 2013 e 1,76% de 2014) para 2,12% (média obtida com 2,38% de 2013 e 1,86% de 2014), que por sua vez se traduz num aumento de 0,0587 p.p. na taxa de custo de capital inscrita no relatório anterior, passando de **9,2660%** (na versão anterior ao SPD) para **9,3247%** (na versão final corrigida, pós SPD).

Adicionalmente, de forma a ir de encontro às preocupações da MEO, informa-se também que o relatório da Mazars foi revisto, nomeadamente no sentido de reportar os valores do beta à terceira casa decimal e o cálculo do custo de capital próprio à quarta casa decimal.

Por último, com vista a acautelar algumas das preocupações relevadas pela MEO, a ANACOM considerou relevante aditar a metodologia definida na deliberação de 2013, substituindo o parágrafo indicado no SPD:

*“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 – 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 procederia a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual” pelo parágrafo seguinte:*

*“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 procederia a uma atualização do cálculo”.*

Nesta sequência, a Comissão Europeia pronunciou-se, em 27.11.2015, sobre o projeto de decisão final notificado em 29.10.2015, não tendo apresentado quaisquer comentários.

Face ao exposto, apresenta-se de seguida uma análise mais detalhada sobre os parâmetros relevantes para o apuramento da taxa de custo de capital da MEO.

## **2. Aplicação da metodologia definida por deliberação de 05/12/2013 ao exercício de 2015**

### **2.1. Informação incompleta**

Conforme anteriormente referido, aquando do cálculo desenvolvido pela Mazars, no relatório constante em anexo, ocorreram situações em que não foi possível utilizar a totalidade dos dados e respetivas séries necessárias para o cálculo da taxa de custo de capital, devido ao facto de não

existirem alguns dados, nomeadamente no que respeita à taxa de juro sem risco e ao prémio de dívida (vide quadro 1).

**Quadro 1 – Informação incompleta**

<b>Parâmetro</b>	<b>Observação</b>
<b>Taxa de juro sem risco</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- A Estónia foi desconsiderada do cálculo da média ponderada devido à inexistência de informação sobre emissões obrigacionistas.</li> <li>- Face à inexistência da informação do PIB anual do Luxemburgo, para efeitos da ponderação efetuada, foi utilizado o valor publicado referente aos primeiros 9 meses de 2014.</li> <li>- A Letónia e a Lituânia aderiram à Zona Euro em 2014 e 2015, respetivamente, não tendo sido consideradas no cálculo por não reunirem histórico suficiente.</li> </ul>
<b>Prémio de dívida</b>	<p>Apenas 12 das 15 empresas comparáveis tiveram emissão de empréstimos obrigacionistas com maturidade a 10 anos. As empresas que não apresentam emissão foram: Belgacom, Magyar Telecom e Swisscom, motivo pelo qual não foram consideradas no cálculo.</p> <p>Das 12 entidades consideradas com emissões, salienta-se que:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- as entidades Elisa OYJ, Telekom Austria, Telenor ASA e TeliaSonera AB apresentam dados incompletos em 2013 e nenhum dado em 2014.</li> <li>- a entidade Hellenic Telecommunications apresenta uma série completa em 2013, não apresentando nenhum dado em 2014.</li> <li>- a entidade Telecom Itália apresenta uma série incompleta em 2014, apresentando todos os dados em 2013.</li> </ul>

Fonte: Relatório Mazars

De referir que apesar das limitações acima identificadas, no que respeita também à taxa de juro sem risco e ao prémio de dívida, os consultores não consideraram que tal situação obrigasse a uma alteração da metodologia estabelecida ou que acarretasse problemas de robustez da mesma.

## **2.2. Empresas comparáveis**

No âmbito da análise realizada pelos consultores, no que respeita às empresas comparáveis, foi identificada uma empresa, nomeadamente, a PT SGPS, que foi alvo de alterações muito significativas na sua estrutura corporativa, após o primeiro trimestre de 2014, tendo sido, para efeitos de cálculo dos parâmetros, excluídas as observações dos últimos 9 meses de 2014, considerando-se apenas 4 anos

e 3 meses de observações das séries para o cálculo do beta e do *gearing* e 15 meses de observações para o cálculo do prémio de dívida (*vide* quadro 2).

**Quadro 2 – PT SGPS**

<b>Prémio de dívida</b>	Para o cálculo do prémio de dívida específico da PT SGPS, foi apenas considerada a série de 1 ano e 3 meses, excluindo-se os últimos 9 meses respeitantes de 2014, ao invés de se considerar a série de dois anos.
<b>Beta e Gearing</b>	Para o cálculo do beta e do <i>gearing</i> , foi apenas considerada a série de 4 anos e 3 meses, excluindo-se os últimos 9 meses respeitantes a 2014, ao invés de se considerar uma série de 5 anos.

Fonte: Mazars

Em suma, e de acordo com os consultores, “a PT SGPS, no que respeita à sua performance após o primeiro trimestre de 2014, não reflete a estrutura de um operador no setor das telecomunicações. A redução no total do ativo e no total do passivo da PT SGPS espelha a operação de entrada em espécie no aumento de capital da OI realizado em 5 de Maio de 2014, facto que explica a diminuição na maioria das rubricas da posição financeira consolidada da empresa. Decorrente daquela operação o ativo mais expressivo detido pela PT SGPS corresponde ao justo valor do investimento na OI.”

Face a este enquadramento, os consultores consideraram que os últimos 9 meses não devem ser considerados na amostra de dados provenientes da PT SGPS, concluindo que essa exclusão “*não acarreta problemas de robustez à análise, na medida em que subsiste – na amostra de comparáveis – uma amplitude temporal considerável.*”

### **3. Metodologia – revisão da deliberação de 05/12/2013**

A deliberação de 2013 previa a definição *a priori* da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, a aplicar a partir de 2012, sendo a atualização da taxa realizada anualmente, até ao final do 1º semestre do ano em questão, atendendo à disponibilidade dos elementos necessários para o cálculo, conforme a definição da metodologia.

Não obstante, caso se verificasse algum critério e/ou alguma fonte de informação que não pudessem ser atualizados, justificava-se a sua substituição - que poderia ser despoletada por ambas as partes, até ao final do primeiro quadrimestre do ano em questão - e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederia a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual.



Após análise cuidada desse procedimento, e atendendo às situações identificadas no apuramento do cálculo da taxa para 2015, considera-se que a falta de alguns dados poderá não condicionar necessariamente o cálculo da taxa para o respetivo ano, aliás como concluído pelos consultores aquando do apuramento da taxa de 2015. Neste sentido, a metodologia de cálculo definida na deliberação de 2013 deverá ser mantida, considerando-se no entanto importante aditar apenas o parágrafo referente à revisão dos dados, na medida em que se considera relevante substituir/alterar as bases de dados que possibilitam o cálculo dos parâmetros, caso não seja possível proceder ao referido cálculo garantindo que 80% das observações (e.g. taxa de juro sem risco) ou fontes de informação (e.g. prémio de risco) se encontram disponíveis. Adicionalmente, por forma a garantir que no período em análise os dados se encontram totalmente publicados, justifica-se também a substituição da data limite de 30 de Abril para 31 de Maio, para ser despoletada a revisão dos dados.

Face ao exposto, a ANACOM considera relevante aditar a metodologia definida na deliberação de 2013, substituindo o parágrafo: “Não obstante, caso se verifique que haja algum critério e/ou alguma fonte de informação que não possam ser atualizados, justifica-se a sua substituição - que poderá ser despoletada por ambas as partes, até ao final do primeiro quadrimestre do ano em questão - e posterior submissão a audiência prévia, caso contrário, apenas se procederá a uma atualização do cálculo, com periodicidade anual”, pelo parágrafo seguinte: *“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 de cada um dos parâmetros, considerando que todas as empresas comparáveis continuam a cumprir os critérios de seleção definidos na deliberação de 2013 – 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”.*

## **4. Cálculo da taxa de custo de capital 2015**

### **4.1. Taxa de juro sem risco**

*“A taxa de juro sem risco deve ser calculada com base na média, ponderada pelo PIB (fonte: Eurostat) do respetivo país, das taxas implícitas (yields) das obrigações de tesouro, com maturidade a 10 anos, de todos os países da zona euro (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, aplicável para o exercício de 2015, foi obtida a **taxa de juro sem risco de 2.42%** (vide quadro 3), cujo apuramento detalhado poderá ser consultado no relatório da Mazars (vide anexo).

**Quadro 3 – Cálculo taxa de juro sem risco**

	<b>Média ponderada PIB</b>
Taxa sem risco 2013	2,87%
Taxa sem risco 2014	1,97%
<b>Média 2013 e 2014</b>	<b>2,42%</b>

Fonte: Relatório Mazars

De referir particularmente algumas situações que foram identificadas pelos consultores aquando do levantamento de dados para o cálculo da taxa de juro sem risco, impossibilitando a utilização de alguns dados no referido cálculo, nomeadamente, (i) a inexistência de informações sobre as emissões obrigacionistas da Estónia; (ii) a indisponibilidade dos dados sobre o PIB anual do Luxemburgo, tendo sido utilizado o valor do PIB publicado referente aos primeiros 9 meses de 2014; e (iii) a insuficiência de dados históricos da Letónia e da Lituânia, que aderiram à Zona Euro em 2014 e 2015, respetivamente.

Apesar das limitações identificadas, considera-se que pelos dados apresentados pela Mazars, bem como pelo cálculo realizado, a taxa apurada reflete a melhor estimativa possível para o apuramento da taxa de juro sem risco, para o exercício de 2015.

#### **4.2. Prémio de risco**

*“O prémio de risco deve ser calculado com base na média simples entre os dados ex-ante – Pablo Fernandez e Damodaran (calculados no ano anterior à decisão, contemplando as expetativas futuras), referentes a Portugal.”*

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars, aplicável para o exercício de 2015, foi obtido o **prémio de risco de 9%** (vide quadro 4), cujo apuramento detalhado poderá ser consultado no relatório da Mazars (vide anexo).

**Quadro 4 – Cálculo prémio de risco**

<b>Prémio de Risco</b>		
Fonte:		
Pablo Fernandez	Market Risk Premium and Risk Free Rate used for 88 countries in 2014 Pablo Fernandez, Javier Aguirreamalloa and Pablo Linares IESE Business School June 20, 2014	8,50%
Damodaran	Portuguese market risk premium	9,50%
	<b>Prémio de Risco - Média</b>	<b>9,00%</b>

### 4.3. Beta

“O beta deve ser calculado recorrendo ao benchmark com base nas empresas comparáveis. Os dados correspondem aos adjusted betas das empresas comparáveis, provenientes da Bloomberg – séries históricas referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão, com observações mensais. Adicionalmente, os dados extraídos da Bloomberg devem ser desalavancados da estrutura financeira correspondente e posteriormente alavancados, através da fórmula Harris & Pringle ( $\beta_{\text{capital próprio}} = \beta_{\text{Ativo}} * (1 + D/E)$ ), utilizando a estrutura de capital (gearing) definida para a MEO para o ano em decisão.”

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars, aplicável para o exercício de 2015, foi obtido o **beta de 0,74** (vide quadro 5), cujo apuramento detalhado poderá ser consultado no relatório da Mazars (vide anexo).

Quadro 5 – Beta

Empresas comparáveis	Equity Beta 5 anos (Fórmula Harris & Pringle )
Belgacom	0,90
BT Group	0,86
Deutsche Telekom	0,77
Elisa OYJ	0,61
Hellenic Telecommunications	1,02
KPN NV	0,35
Magyar Telekom	0,67
Orange	0,77
PT SGPS	0,76
Swisscom	0,60
Telecom Italia	0,80
Telefónica	0,84
Telekom Austria	0,50
Telenor ASA	0,98
TeliaSonera AB	0,73
<b>Média</b>	<b>0,74</b>

Fonte: Relatório Mazars

De referir particularmente algumas situações que foram identificadas pelos consultores aquando do levantamento de dados para o cálculo do beta, especificamente no que respeita à PT SGPS, tendo sido considerada a série com observações correspondentes a 4 anos e 3 meses, excluindo-se os últimos nove meses de 2014, ao invés de se considerar uma série de 5 anos, conforme definido na metodologia.

De acordo com os consultores “a PT SGPS, no que respeita à sua performance após o primeiro trimestre de 2014, não reflete a estrutura de um operador no setor das telecomunicações. A redução

no total do ativo e no total do passivo da PT SGPS espelha a operação de entrada em espécie no aumento de capital da OI realizado em 5 de Maio de 2014, facto que explica a diminuição na maioria das rubricas da posição financeira consolidada da empresa. Decorrente daquela operação o ativo mais expressivo detido pela PT SGPS corresponde ao justo valor do investimento na OI.”

Face a este enquadramento, os consultores consideraram que os últimos 9 meses não devem ser considerados na amostra de dados provenientes da PT SGPS, concluindo que essa exclusão “não acarreta problemas de robustez à análise, na medida em que subsiste – na amostra de comparáveis – uma amplitude temporal considerável.”

Apesar das limitações identificadas, considera-se que pelos dados apresentados pela Mazars, bem como pelo cálculo realizado, o valor do beta apurado reflete a melhor estimativa possível para o apuramento do beta, para o exercício de 2015.

#### 4.4. Gearing

“O gearing deve ser calculado recorrendo ao benchmark com base nas empresas comparáveis. Os dados correspondem aos gearings das empresas comparáveis que constam nos relatórios e contas, provenientes da Bloomberg – séries históricas referentes aos 5 anos anteriores ao ano da decisão.”

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars, aplicável para o exercício de 2015, foi obtido o **gearing de 42,97%** (vide quadro 6), cujo apuramento detalhado poderá ser consultado no relatório da Mazars (vide anexo).

Quadro 6 – Gearing

Empresa comparáveis	Gearing Médio de 5 anos
Belgacom	26,05%
BT Group	41,98%
Deutsche Telekom	41,33%
Elisa OYJ	44,26%
Hellenic Telecommunications	45,87%
KPN NV	57,01%
Magyar Telekom	35,55%
Orange	41,07%
PT SGPS	56,08%
Swisscom	44,06%
Telecom Italia	50,58%
Telefónica	49,94%
Telekom Austria	49,92%
Telenor ASA	27,47%
TeliaSonera AB	33,41%
<b>Média</b>	<b>42,97%</b>

Fonte: Relatório Mazars

De referir particularmente algumas situações que foram identificadas pelos consultores aquando do levantamento de dados para o cálculo do *gearing*, especificamente no que respeita à PT SGPS, tendo sido considerada a série com observações correspondentes a 4 anos e 3 meses, excluindo-se os últimos nove meses de 2014, ao invés de se considerar uma série de 5 anos, conforme definido na metodologia.

De acordo com os consultores “a PT SGPS, no que respeita à sua performance após o primeiro trimestre de 2014, não reflete a estrutura de um operador no setor das telecomunicações. A redução no total do ativo e no total do passivo da PT SGPS espelha a operação de entrada em espécie no aumento de capital da OI realizado em 5 de Maio de 2014, facto que explica a diminuição na maioria das rubricas da posição financeira consolidada da empresa. Decorrente daquela operação o ativo mais expressivo detido pela PT SGPS corresponde ao justo valor do investimento na OI.”

Face a este enquadramento, os consultores consideraram que os últimos 9 meses não devem ser considerados na amostra de dados provenientes da PT SGPS, concluindo que essa exclusão “não acarreta problemas de robustez à análise, na medida em que subsiste – na amostra de comparáveis – uma amplitude temporal considerável.”

Apesar das limitações identificadas, considera-se que pelos dados apresentados pela Mazars, bem como pelo cálculo realizado, o valor do *gearing* apurado reflete a melhor estimativa possível para o apuramento do *gearing*, para o exercício de 2015.

#### 4.5. Prémio de dívida

“O prémio de dívida deve ser calculado recorrendo ao benchmark com base nas empresas comparáveis. Os dados correspondem aos Credit Default Swaps spreads (maturidade a 10 anos) das empresas comparáveis com emissões de obrigações, provenientes da Bloomberg – séries históricas referentes aos 2 anos anteriores ao ano da decisão, observações mensais.”

Tendo em consideração o cálculo realizado pela Mazars, aplicável para o exercício de 2015, foi obtido o **prémio de dívida de 2.12%** (vide quadro 7), cujo apuramento detalhado poderá ser consultado no relatório da Mazars (vide anexo).

Quadro 7 – Prémio de dívida

CDS	
CDS - Média 2013	2,38%
CDS - Média 2014	1,86%
<b>Média 2013 e 2014</b>	<b>2,12%</b>

Fonte: Relatório Mazars

De referir particularmente algumas situações que foram identificadas pelos consultores aquando do levantamento de dados para o cálculo do prémio de dívida, nomeadamente, apenas 12 das 15 empresas comparáveis tiveram emissão de empréstimos obrigacionistas com maturidade a 10 anos. As empresas que não apresentam emissão foram: Belgacom, Magyar Telecom e Swisscom, pelo que não foram utilizados quaisquer dados dessas empresas. Em relação às 12 entidades consideradas no cálculo, com emissões obrigacionistas, salienta-se que algumas dessas empresas apresentaram séries incompletas de dados, nomeadamente: (i) as entidades Elisa OYJ, Telekom Austria, Telenor ASA e TeliaSonera AB apresentaram dados incompletos em 2013 e nenhum dado em 2014; (ii) a entidade Hellenic Telecommunications apresentou uma série completa em 2013, não apresentando nenhum dado em 2014; e (iii) a entidade Telecom Itália apresentou uma série incompleta em 2014, apresentando todos os dados em 2013.

Especificamente no que respeita à PT SGPS, foi apenas considerada a série com observações correspondentes ao ano de 2013 e o primeiro trimestre de 2014, excluindo-se os últimos nove meses de 2014, ao invés de se considerar uma série de 2 anos, conforme definido na metodologia.

*De acordo com os consultores “a PT SGPS, no que respeita à sua performance após o primeiro trimestre de 2014, não reflete a estrutura de um operador no setor das telecomunicações. A redução no total do ativo e no total do passivo da PT SGPS espelha a operação de entrada em espécie no aumento de capital da OI realizado em 5 de Maio de 2014, facto que explica a diminuição na maioria das rubricas da posição financeira consolidada da empresa. Decorrente daquela operação o ativo mais expressivo detido pela PT SGPS corresponde ao justo valor do investimento na OI.”*

Face a este enquadramento, os consultores consideraram que os últimos 9 meses não devem ser considerados na amostra de dados provenientes da PT SGPS, concluindo que essa exclusão “*não acarreta problemas de robustez à análise, na medida em que subsiste – na amostra de comparáveis – uma amplitude temporal considerável.*” Apesar das limitações identificadas, considera-se que pelos dados apresentados pela Mazars, bem como pelo cálculo realizado, a taxa apurada reflete a melhor estimativa possível para o apuramento do prémio de dívida, para o exercício de 2015.

#### **4.6. Taxa de imposto**

*“A taxa de imposto a considerar, para efeitos de cálculo da taxa de custo de capital, corresponde à taxa de imposto nominal.”*

Tendo em consideração a metodologia definida pela ANACOM, aplicável para o exercício de 2015, foi obtida a **taxa de imposto de 29,50%** (*vide* quadro 8), cujo cálculo detalhado poderá ser consultado no relatório da Mazars (*vide* anexo).

**Quadro 8 – Taxa de imposto**

<b>Taxa de Imposto</b>		
Código IRC	Artigo 87º Taxa de IRC	21,00%
	Artigo 87º Taxa Derrama estadual	7,00%
	Derrama Municipal	1,50%
<b>Taxa de Imposto</b>		<b>29,50%</b>

Fonte: Relatório Mazars

## 5. Cálculo da taxa de custo de capital

Tendo em consideração os parâmetros obtidos nos pontos anteriores, foi calculada a taxa de custo de capital para o exercício de 2015, aplicando a fórmula Custo Médio Ponderado de Capital *pre-tax*<sup>3</sup>, tendo sido obtida a taxa de 9.3247% (*vide* quadro 9).

**Quadro 9 – Taxa de custo de capital 2015**

<b>Parâmetros</b>	<b>2015</b>
Taxa de juro sem risco	2,42%
Prémio de dívida	2,12%
Beta	0,744
Prémio de risco	9,00%
Gearing	42,97%
Taxa imposto	29,50%
Custo de capital próprio	9,12%
<b>CMPC <i>pre-tax</i></b>	<b>9,3247%</b>

Fonte: Cálculo ANACOM e Relatório Mazars

## 6. Decisão Final

Decorrente das análises efetuadas nos capítulos anteriores, foi apurado o valor de 9.3247% para a taxa de custo de capital da MEO Serviços de Comunicações e Multimédia, SA., para o exercício de 2015.

<sup>3</sup> Custo médio ponderado de capital *pre-tax*:  $CMPC_{pre-tax} = [K_e \times (1 - G) + K_d \times G \times (1 - t_i)] \times \frac{1}{(1 - t_i)}$