



**COMENTÁRIOS DA MEO – SERVIÇOS DE COMUNICAÇÕES E MULTIMÉDIA, S.A.**

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

## 1. Introdução

O presente documento representa a pronúncia da MEO – Serviços de Comunicações e Multimédia, S.A. (doravante “MEO”) à audiência prévia relativa ao sentido provável de decisão (SPD) sobre a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2016.

Para além desta secção introdutória, este documento inclui 4 secções adicionais: (I) “Considerações Gerais”, (II) “Metodologia”, onde são efetuados alguns comentários à proposta de abordagem metodológica da ANACOM e à determinação da taxa de custo de capital aplicável à MEO, (III) “Parâmetros da Taxa de Custo de Capital”, onde é realizada uma análise ponto a ponto das propostas de atualização da ANACOM aos parâmetros utilizados no cálculo da taxa de custo de capital, e (IV) “Conclusões”.

## 2. Considerações Gerais

Analisado o SPD em causa, verifica-se que a existência de limitações na informação de suporte ao cálculo da taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2016, impôs que se procedesse a uma revisão metodológica do cálculo de alguns dos seus parâmetros. Face a estas alterações é sempre recomendável, a bem da transparência e da previsibilidade regulatória, que as partes interessadas tenham a oportunidade de expressar as suas posições referentes às tomadas de decisão neste âmbito e às alterações propostas à metodologia de cálculo da taxa de custo de capital, tal como agora realizado pela ANACOM.

No entanto, a MEO não pode deixar de referir que, apesar de no momento da definição da metodologia de cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital não ter existido qualquer visibilidade sobre as limitações futuras da informação de suporte, parte destas limitações advêm do facto de a metodologia de cálculo se basear em *benchmarkings* de empresas comparáveis, tendo a MEO alertado, diversas vezes, para os possíveis constrangimentos resultantes da utilização desses mesmos *benchmarkings*.

É ainda de salientar que estas alterações metodológicas têm impacto no cálculo da taxa de custo de capital, pelo que qualquer alteração deve ser acompanhada da devida justificação, como efetuado pela ANACOM neste SPD, assim como do dimensionamento do respetivo impacto (*impact assessment*), o qual não foi realizado, não sendo assim possível proceder a uma análise comparativa da evolução da taxa de custo de capital da MEO.

### 3. Metodologia

Como já referido por diversas vezes nos seus comentários a anteriores consultas sobre a taxa de custo de capital, a MEO está de acordo com a abordagem adotada pela ANACOM de definição *a priori* de uma metodologia de cálculo da taxa de custo de capital e da sua atualização anual, concordando também que esta taxa de custo de capital siga a metodologia do Custo Médio Ponderado de Capital, na variante antes de imposto, e a metodologia CAPM para cálculo da taxa de custo de capital próprio.

Reiterando ainda a sua posição, a MEO considera que parte integrante e fundamental da metodologia de cálculo da taxa de custo de capital é a definição, também *a priori*, de um mecanismo de revisão do cálculo dos parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente dos que são baseados em *benchmarks*, contribuindo assim para a previsibilidade regulatória.

Por último, e no que respeita aos aspetos abaixo indicados, e que se encontram associados à operacionalização desta 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.

### 4. Parâmetros da Taxa de Custo de Capital

Face à metodologia de cálculo estabelecida pela ANACOM para a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2016, 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 do custo de capital.

#### a) Taxa de juro sem risco

A metodologia agora proposta pela ANACOM para o cálculo da taxa de juro sem risco – média das observações mensais das obrigações de tesouro portuguesas referentes aos dois anos anteriores ao ano da decisão – vai ao encontro do que a MEO tem vindo a defender ao longo do tempo, pelo que a MEO congratula-se com esta alteração proposta pela ANACOM.

Com efeito, esta alteração permite uma maior aderência do valor final da taxa de custo de capital ao enquadramento macroeconómico específico do país, facto que não ocorria com a metodologia anterior, que se baseava num *benchmarking* das obrigações de tesouro dos países da zona euro.

Estando a MEO de acordo com a proposta agora realizada pela ANACOM, apenas gostaria de salientar que qualquer alteração metodológica acarreta um impacto nos resultados finais obtidos, pelo que se torna imprescindível a apresentação de uma comparação entre os resultados apurados com a anterior e com a nova metodologia, algo que não foi efetuado pela ANACOM neste SPD, e que deveria ter sido.

Só esta comparação permitirá compreender o impacto efetivo da alteração metodológica no valor da taxa de custo de capital de 2016, assim como obter uma perceção de quais poderiam ter sido os impactos na taxa juro sem risco apurada em anos anteriores, com base em *benchmarks*, e na correspondente taxa de custo de capital.

#### **b) Prémio de dívida**

Verificando-se a existência de constrangimentos na atualização da informação respeitante ao *benchmarking* de suporte ao cálculo do prémio da dívida, a ANACOM optou por alterar a metodologia de cálculo deste parâmetro da taxa de custo de capital, propondo a utilização da base de dados *Bloomberg Value Curve – EUR EUROPE COMMUNICATIONS BBB+, BBB, BBB- BVAL Yield Curve 10Y*.

Esta fonte de informação constitui, na verdade, um outro *benchmarking*, pelo que a MEO mantém a sua posição, já expressa por diversas vezes, quanto à utilização de *benchmarks* no apuramento dos parâmetros da taxa de custo de capital: 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 encontra inserida, ao nível da oferta, posição de mercado, taxa de crescimento e condições macroeconómicas envolventes.

Face ao referido, e contendo este SPD informação muito escassa relativamente ao indicador/*benchmarking* agora proposto para suporte ao apuramento do prémio de dívida, a MEO solicita à ANACOM a disponibilização de informação de suporte ao seu cálculo, de modo a que seja possível avaliar se este comparável vai ao encontro da realidade que se pretende retratar no modelo de custeio da MEO.

Adicionalmente, e à semelhança do referido relativamente à taxa de juro sem risco, face a esta alteração metodológica de cálculo do prémio de dívida, é indispensável que a ANACOM proceda à apresentação do respetivo *impact assessment* no valor da taxa de custo de capital.

### c) Prémio de risco

Relativamente aos dados de suporte ao cálculo do prémio de risco, nomeadamente aos utilizados em períodos anteriores – *Pablo Fernandez* e *Damodaran* – verifica-se que estes apresentam evoluções muito distintas no último ano:

	2014	2015	Variação
<i>Pablo Fernandez</i>	8,5%	5,7%	-2,8%
<i>Damodaran</i>	9,5%	10,11%	0,61%

Tendo como pressuposto que estes dois indicadores traduzem realidades iguais ou seja, a diferença entre a taxa de rendimento proporcionada pelo mercado bolsista e a que é proporcionada pelos investimentos sem risco no mercado português, não se consegue entender o porquê de evoluções de sentido oposto e com uma variação tão significativa, nomeadamente as relativas aos dados *Pablo Fernandez*.

No que se refere a estes dados, a MEO chama à atenção da ANACOM para a 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%.

Apesar de este valor continuar a apresentar uma variação distinta da dos dados *Damodaran*, o *gap* apurado é substancialmente inferior.

Salienta-se que esta divergência entre os dados do prémio de risco destas duas fontes de informação, utilizadas na proposta de ANACOM, pode ter por base o período temporal subjacente ao seu cálculo. De facto, os valores dos dados *Damodaran* datam de um estudo publicado em fevereiro de 2016, enquanto os dados *Pablo Fernandez* referem-se a um estudo publicado em abril de 2015.

Face ao referido, a MEO propõe que a ANACOM proceda à atualização dos dados *Pablo Fernandez* tendo em consideração o estudo publicado em maio de 2016, e que acima se refere.

Esta atualização dará lugar a um valor do prémio de risco de 7,5% (média aritmética simples das fontes de informação consideradas), o que resulta numa alteração da taxa de custos de capital da MEO, aplicável em 2016, para 9,19%.

Adicionalmente, a ANACOM propõe uma alteração da metodologia do cálculo do prémio de risco através da incorporação de um dado adicional – estimativa do prémio de risco de Portugal realizada por *Dimson, Marsh and Staunton*.

A MEO não coloca quaisquer reservas à utilização de dados adicionais para apuramento do prémio de risco, os quais, quando adequados, trarão uma maior robustez ao cálculo deste parâmetro. No entanto, salienta-se que a informação disponibilizada no SPD sobre este dado é muito escassa, não sendo possível avaliar a sua adequação aos restantes parâmetros da taxa de custo de capital, nomeadamente aos restantes dados de suporte ao cálculo do prémio de risco.

Consultada a fonte de informação referente a este dado – *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2016* – verifica-se que a informação disponibilizada também se revela muito diminuta.

Assim, solicita-se à ANACOM que explicita os pressupostos associados a este dado, de modo a que seja possível proceder a uma análise mais profunda relativamente à sua adequação ao cálculo do prémio de risco no âmbito da taxa de custo da capital aplicável a MEO em 2016, tanto mais que o valor apresentado difere consideravelmente dos restantes valores de prémio de risco divulgados em estudos efetuados em 2016 – 4,5% (*Dimson, Marsh and Staunton*) vs 10,11% (*Damodaran*) e 7,9% (*Pablo Fernandez*).

#### **d) Beta**

A atualização realizada pela ANACOM do *beta* a incorporar na taxa de custo de capital da MEO está de acordo com a metodologia definida.

Sobre esta metodologia a MEO remete para os seus comentários realizados ao SPD sobre a taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2015, nomeadamente 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*).

#### **e) Gearing**

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

#### **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 considerada pela ANACOM.

### **5. Conclusão**

Como referido, a MEO considera que, face às limitações existentes na atualização dos parâmetros da taxa de custo de capital da MEO, aplicável ao exercício de 2016, e às consequentes propostas de alterações metodológicas, a realização de uma audiência prévia para determinação da referida taxa de custo de capital é fundamental, tal como determinado pela ANACOM, promovendo uma atuação totalmente transparente por parte desta entidade reguladora.

No entanto, a MEO salienta que, face ao impacto que as alterações metodológicas têm no cálculo taxa de custo de capital, a sua proposta de adoção deve ser sempre acompanhada da devida justificação e do respetivo *impact assessment*, o que não ocorre no presente SPD. Sem informação do impacto que as alterações metodológicas acarretam não é possível proceder a qualquer análise comparativa da evolução da taxa de custo de capital da MEO.

Adicionalmente, a adoção de novos dados de suporte aos parâmetros da taxa de custo de capital deve também ser sempre acompanhada dos pressupostos subjacentes ao seu cálculo, de modo a que seja possível avaliar a sua adequação à realidade que se pretende retratar no modelo de custeio da MEO, o que não verificou neste SPD, nomeadamente no que se refere aos novos dados de suporte aos cálculo do prémio de dívida e do prémio de risco.

Por fim, a MEO propõe que a ANACOM proceda à atualização do cálculo do parâmetro prémio de risco, tendo em consideração o último estudo publicado em maio de 2016 de *Pablo Fernandez – Market Risk Premium used in 71 countries in 2016*, o que resulta numa taxa de custo de capital no valor de 9,19%.