



Vodafone Portugal

28 de Junho de 2016

Resposta ao Sentido Provável de Decisão
sobre a taxa de custo de capital da MEO aplicável ao exercício de 2016

Versão integralmente não confidencial



1. Introdução

A Vodafone Portugal - Comunicações Pessoais, S.A. (adiante apenas Vodafone) vem, pela presente, pronunciar-se sobre o sentido provável de decisão (SPD) sobre a taxa de custo de capital da MEO aplicável ao exercício de 2016, posto a consulta pública pela ANACOM.

Os comentários ora enviados constituem a posição da Vodafone sobre a consulta em apreço, podendo sofrer de alterações em virtude de uma evolução das condições de mercado ou de novas decisões ou projetos de decisões que a ANACOM venha futuramente a aprovar neste contexto ou noutro com ele direta ou indiretamente relacionado.

2. Comentários gerais

A Vodafone vem, nesta sede, reiterar os comentários e posições que partilhou com a ANACOM na sua resposta ao sentido provável de decisão, de 13 de agosto de 2015, sobre a taxa de custo de capital da MEO aplicável ao exercício de 2015, nomeadamente, pela utilização da taxa de custo de capital apurada nesta sede como uma estimativa apropriada para a taxa de remuneração do custo de capital a incorporar no modelo de custeio de terminação fixa e as discrepâncias que tal posição apresenta face aos pressupostos considerados na decisão, de 06 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.

Conforme a Vodafone explanou, na sua resposta de 11 de setembro de 2015, e caso a ANACOM mantenha o seu entendimento face ao atual SPD e à decisão de 06 de agosto de 2015 relativa às terminações móveis, tal resultará na aplicação de custos de capital distintos para o preço terminação de chamadas vocais em redes fixas individuais e para o preço de terminação de chamadas vocais em redes móveis individuais, sem a necessária justificação para abordagens distintas em parâmetros idênticos, tais como a taxa de imposto aplicável.

Com efeito, a taxa de imposto assumida na decisão de 06 de agosto de 2015 situa-se (incorretamente) nos 27.5%, ao passo que a decisão sobre a taxa de custo de capital da



MEO aplicável ao exercício de 2015 e o presente SPD estabelecem (corretamente) uma taxa de imposto de 29.5%, a qual é efetivamente verificada.

A Vodafone entende não haver razões objetivas que justifiquem a utilização de uma taxa de imposto distinta entre a terminação móvel e o apuramento do custo de capital da MEO (porventura, futuramente aplicável também à terminação fixa), nomeadamente, face à explicação detalhada que a empresa Mazars faz na presente decisão, o que não mereceu igual cuidado no esclarecimento dos pressupostos assumidos na decisão da terminação móvel, levando a Vodafone a reiterar as suas objeções à utilização da taxa de imposto de 27.5% considerada na decisão final da terminação móvel.

A Vodafone considera igualmente haver agora oportunidade de corrigir tais discrepâncias e imprecisões vertidas na decisão final referente à terminação móvel nos despachos da ANACOM que estabelecem os preços de terminação móvel a aplicar a partir de 01 de julho de 2016¹ e (futuralemente) para 2017.

Com efeito, 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 da terminação móvel, como é o caso notório da taxa de imposto, e contribuir para uma atuação regulatória correta, transparente, proporcional e promotora de uma efetiva certeza regulatória que, atualmente, as presentes decisões não garantem. Tanto quanto seja do conhecimento da Vodafone, tal iniciativa de correção não foi considerada no despacho de 12 de abril de 2016 sendo que, na opinião da Vodafone, tal correção deve ser considerada exigível e adequada.

Por fim, a Vodafone requer que as alterações da taxa de custo de capital aplicáveis à MEO sejam incorporadas e refletidas nos preços das ofertas grossistas reguladas da MEO.

A Vodafone compreende que a taxa de custo de capital é um de vários dos fatores que determinam os preços das ofertas grossistas reguladas da MEO mas, na sua opinião, as descidas verificadas nos últimos anos sobre a taxa de custo de capital aplicável à MEO (refletidas na Tabela 1) não têm sido espelhadas nos preços finais de ofertas de referência

¹ Tendo a decisão final sobre o valor a aplicar a partir de 01 de julho de 2016 sido estabelecida por despacho da ANACOM de 12 de abril de 2016



relevantes, como sejam a ORALL, a ORAC ou a ORCE, nem tem havido o cuidado de o Regulador clarificar os agentes de mercado sobre as condicionantes que determinam a manutenção dos preços, apesar das descidas significativas das taxas de custo de capital para remunerar os investimentos da empresa regulada.

Tabela 1 – Evolução da taxa de custo de capital aplicável à MEO

| | Custo Capital PTC 2013 | Custo Capital PTC 2014 | Custo Capital MEO 2015 | Custo Capital MEO 2016 - Proposta |
|-----------------------------|------------------------|------------------------|------------------------|-----------------------------------|
| <i>WACC nominal pre tax</i> | 11,69% | 10,42% | 9,32% | 8,73% |
| Delta | | -1,27pp | -1,10pp | -0,59pp |

3. Comentários específicos

No âmbito dos diversos parâmetros utilizados no cálculo da taxa de custo de capital da MEO para 2016, a Vodafone considera que os seguintes necessitam de uma reflexão maior na determinação do valor final a aplicar à MEO para 2016:

- Cálculo do Beta (β) e do *Gearing* ($D/(D+E)$);
- Cálculo do prémio de risco; e,
- Cálculo do prémio da dívida (K_d);

Detalham-se, de seguida, os comentários e os aspetos que, no entender da Vodafone, merecem uma análise mais rigorosa e específica.

a. Cálculo do Beta (β) e do *Gearing* ($D/(D+E)$)

A Vodafone concorda genericamente com a abordagem proposta pela ANACOM para apuramento do valor do Beta a aplicar no apuramento do custo de capital da MEO aplicável para 2016. Não obstante, considera-se que a utilização da mediana, em vez da média, será mais adequada, tendo em conta a grande amplitude de Betas associados às empresas comparáveis, conforme resulta da análise do quadro 5 do presente SPD, que enviesa o valor



médio. Por sua vez, a utilização da mediana, que é uma prática corrente dos analistas, devolve um valor central dos Betas comparáveis, assim reduzindo o enviesamento provocado por *outliers* presentes na amostra de *peers*.

Assim, neste contexto, a Vodafone propõe a utilização do Beta ajustado de **0.753** ao invés dos 0.767 propostos no SPD, conforme os dados indicados na Tabela 2.

Tabela 2 – Betas e *gearing* de empresas comparáveis

| Empresas comparáveis | Raw Beta | Adj. Beta | Gearing | | Asset Beta | Gearing | | Equity Beta |
|-----------------------------|----------|--------------|---------------|----------------|--------------|---------|----------------|--------------|
| | | | médio | Debt to Equity | | ótimo | Debt to equity | |
| | | | 5 anos | | | (D/D+E) | | |
| KPN NV | 0,290 | 0,527 | 56,88% | 131,92% | 0,227 | 42,58% | 74,16% | 0,396 |
| Elisa OYJ | 0,356 | 0,571 | 44,88% | 81,43% | 0,315 | 42,58% | 74,16% | 0,548 |
| Telekom Austria | 0,480 | 0,654 | 48,83% | 95,44% | 0,335 | 42,58% | 74,16% | 0,583 |
| TDC | 0,401 | 0,600 | 41,39% | 70,62% | 0,352 | 42,58% | 74,16% | 0,612 |
| Magyar Telekom | 0,350 | 0,567 | 36,28% | 56,95% | 0,361 | 42,58% | 74,16% | 0,629 |
| Swisscom | 0,529 | 0,686 | 42,91% | 75,16% | 0,392 | 42,58% | 74,16% | 0,682 |
| Nos SGPS | 0,721 | 0,814 | 50,38% | 101,53% | 0,404 | 42,58% | 74,16% | 0,703 |
| TeliaSonera AB | 0,453 | 0,636 | 36,14% | 56,60% | 0,406 | 42,58% | 74,16% | 0,707 |
| Deutsche Telekom | 0,688 | 0,792 | 42,10% | 72,70% | 0,459 | 42,58% | 74,16% | 0,799 |
| Orange | 0,716 | 0,810 | 40,87% | 69,13% | 0,479 | 42,58% | 74,16% | 0,834 |
| Telecom Italia | 1,021 | 1,014 | 51,64% | 106,77% | 0,490 | 42,58% | 74,16% | 0,854 |
| Telefónica | 1,040 | 1,027 | 50,29% | 101,17% | 0,511 | 42,58% | 74,16% | 0,889 |
| Proximus (*) | 0,552 | 0,701 | 26,78% | 36,58% | 0,513 | 42,58% | 74,16% | 0,894 |
| Telenor ASA | 0,717 | 0,811 | 31,03% | 44,99% | 0,559 | 42,58% | 74,16% | 0,974 |
| BT Group | 1,033 | 1,022 | 40,25% | 67,36% | 0,611 | 42,58% | 74,16% | 1,063 |
| Hellenic Telecommunications | 1,090 | 1,060 | 40,62% | 68,41% | 0,629 | 42,58% | 74,16% | 1,096 |
| Média | | 0,768 | 42,58% | | 0,440 | | | 0,767 |
| Mediana | | 0,747 | 41,75% | | 0,432 | | | 0,753 |

Fonte: ANACOM; Análise Vodafone

Do mesmo modo e, pelas mesmas razões, a Vodafone entende que deverá ser utilizada a mediana para o apuramento do *gearing*, sendo que o valor final a considerar para este parâmetro deverá ascender a **41.75%** versus os 42.58% vertidos no SPD.

b. Cálculo do prémio de risco

A Vodafone considera que as 3 fontes de informação assumidas são válidas e reconhecidas para o efeito. No entanto, a Vodafone realça o facto do prémio de risco estar a ser inflacionado pela taxa proveniente da base de dados de Aswath Damodaran.



Analisando a informação proveniente da base de Dados de Aswath Damodaran², a taxa de 10,11% apresentada (e considerada pela ANACOM no cálculo da média do prémio de risco no presente SPD) é composta pelas seguintes componentes: o “prémio de risco para mercado maduro” (6,25%); e o “prémio de risco país” (3,86%).

No que diz respeito à componente de “prémio de risco país”, com base na informação publicamente disponível, esta é calculada utilizando um *default spread* de 2,77% (baseado no rating da Moody’s para Portugal), sendo ainda aplicado um agravamento (multiplicador) de 1,39, apurado com base no rácio entre o desvio-padrão do *S&P Emerging Market Equity Index* e o desvio-padrão do *BAML Emerging Public Bond index*.

A Vodafone considera que a ANACOM, ao assumir no cálculo do custo do capital próprio, na componente de taxa de juro sem risco, as taxas implícitas (*yields*) das Obrigações de Dívida Pública (ODP) Portuguesas a 10 anos, o “prémio de risco país” já se encontra refletido, dado que as *yields* das ODP já são influenciadas pelo *rating* atribuído pelas agências de notação financeira. Ao utilizar no cálculo do custo do capital próprio, um prémio de risco de mercado que já tem em conta o “prémio de risco país”, a ANACOM está a duplicar o efeito proveniente do risco de *default* do país, penalizando desta forma a taxa de custo de capital aplicável à MEO, o que a Vodafone considera estar metodologicamente incorreto.

Assim e para o cálculo do prémio de risco, no que concerne a fonte Damodaran, a Vodafone propõe a utilização do “prémio de risco para mercado maduro” de acordo com o divulgado pela mesma fonte e o qual se situa nos 6,25%.

Tabela 3 – Cálculo do prémio de risco

| Prémio de risco | | |
|--------------------------------|--|--------------|
| Pablo Fernandez | Market Risk Premium and Risk Free Rate used for 41 countries in 2015 Pablo Fernandez, Alberto Ortiz and Isabel F. Acin - IESE Business School April 23, 2015 | 5,70% |
| Credit Suisse | Global Investment Returns Yearbook 2016 | 4,50% |
| Damodaran | Portuguese market risk premium | 6,25% |
| Prémio de risco - média | | 5,48% |

Fonte: ANACOM; Aswath Damodaran (Stern School of Business); Análise Vodafone

² Informação disponível em <http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls> (dados atualizados a 11 de Fevereiro de 2016).



Ao expurgar este efeito, o prémio de risco situa-se nos **5.48%**, valor este que a Vodafone entende que deverá ser aplicado no apuramento do valor final da taxa de custo de capital a considerar para a MEO para 2016.

c. Cálculo do Prémio da Dívida (Kd):

Não sendo disponibilizado no SPD pela ANACOM 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, a Vodafone considera que, as empresas que deverão ser utilizadas no apuramento do prémio de dívida deverão ser as que sejam diretamente comparáveis (*peers*) com a MEO, à semelhança do efetuado pela ANACOM no apuramento do Beta e do *Gearing*.

Assim, a Vodafone fez o exercício de apurar as yields dos empréstimos dos *peers* da MEO que são mencionados no SPD, utilizando para o efeito:

- *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.

Tabela 4 – Cálculo do prémio de dívida

| Empresas comparáveis | Issuer rating | Maturidade | Yield média ¹ | Peso relativo ² | Yield ponderada por peso |
|------------------------|---------------|-------------|--------------------------|----------------------------|--------------------------|
| Deutsche Telekom | BBB+ | 8 a 15 anos | 0,56% | 18,8% | 0,10% |
| Orange | BBB- | 6 a 15 anos | 0,51% | 14,5% | 0,07% |
| Telefonica | BBB | 6 a 15 anos | 0,85% | 63,9% | 0,54% |
| Elisa | BBB- | 8 anos | 0,60% | 2,8% | 0,02% |
| Média ponderada | | | | 100% | 0,74% |

1) Yield média ponderada por montante das emissões obrigacionistas selecionadas para cada *peer*

2) Peso relativo das empresas comparáveis com base no montante das emissões obrigacionistas selecionadas

Fonte: Eikon Financial Analysis - Thomson Reuters



Tendo em conta a média ponderada do custo da dívida dos *peers* (*yield to maturity* das obrigações com peso ponderado pelo respetivo valor das emissões obrigacionistas), e assumindo somente obrigações emitidas em Euros, o prémio de dívida a considerar será de **0,74%**, valor este que é significativamente inferior aos 1.58% propostos pelo SPD mas, no entender da Vodafone, é no entanto metodologicamente mais rigoroso e consonante 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 português.