Consulta Pública

Determinação da Taxa de Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)

2027 a 2028

Setor das Comunicações Eletrónicas

arme
Agência Reguladora Multissectorial da Economia

Período de consulta:
17 nov. a 16 dez. de 2026

Praia, novembro de 2026

Índice

Sumário Executivo 5

1 Enquadramento 7

1.1. Objeto e âmbito 7

1.2. Enquadramento legal e regulatório 7

1.3. Histórico do WACC 9

1.4. Contexto macroeconómico e financeiro de Cabo Verde 11

1.5. Procedimentos da consulta 12

1.6. Estrutura do documento 12

2. Metodologia de cálculo 14

2.1. Modelo WACC/CAPM 14

2.2. Princípios orientadores 14

2.3. Arquitetura do custo do capital próprio e tratamento do risco país 15

2.4. Empresas comparáveis 17

2.5. Fontes de informação e data de corte 18

3. Estimação dos parâmetros 19

3.1. Estrutura de capital (*gearing*) 19

3.2. Taxa de imposto 20

3.3. Custo do capital próprio 21

3.3.1. Taxa de juro sem risco 21

3.3.2. Prémio de risco de mercado 22

3.3.3. Beta 23

3.3.4. Prémio de risco país 24

3.3.5. Custo do capital próprio resultante 25

3.4. Custo do capital alheio 25

3.4.1. CV Telecom 26

3.4.2. Unitel T+ 27

3.4.3. Síntese e verificação 28

4. Taxa de Custo Médio Ponderado de Capital para 2027/2028 29

4.1. Quadro-síntese 29

4.2. Cálculo detalhado 29

4.3. Análise de sensibilidade 30

4.4. Testes de razoabilidade 32

4.5. Comparação com o período 2025-2026 32
5. Recomendações regulatórias 35
6. Questões submetidas a consulta pública 37
Bibliografia e fontes 38
Anexo 40
Anexo A – Mapa da dívida financeira em 31 de dezembro de 2025 40
Anexo B – Siglas e abreviaturas 41
Anexo C – Modelo de resposta 41

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Síntese dos parâmetros e do WACC proposto para 2027-2028 5
Tabela 2 – Parâmetros utilizados nas decisões anteriores sobre o WACC 10
Tabela 3 – Indicadores macrofinanceiros relevantes 11
Tabela 4 – Arquiteturas alternativas para o custo do capital próprio 15
Tabela 5 – Rendibilidades médias comparadas (abril de 2021 a março de 2026) 16
Tabela 6 – Grupo de empresas comparáveis (BEREC 2026) 17
Tabela 7 – Fontes utilizadas e data de corte 18
Tabela 8 – Rácios de gearing – CV Telecom 19
Tabela 9 – Rácios de gearing – Unitel T+ 19
Tabela 10 – Taxa de imposto 20
Tabela 11 – Estimativas alternativas da taxa sem risco 21
Tabela 12 – Rendibilidade das OT de Cabo Verde a 10 anos (médias de agosto a julho) 22
Tabela 13 – Estimativas do prémio de risco de mercado 22
Tabela 14 – Asset beta, gearing e equity beta do grupo de comparáveis (BEREC 2026) 23
Tabela 15 – Equity beta aplicável 24
Tabela 16 – Default spread e prémio de risco país de Cabo Verde 24
Tabela 17 – Custo do capital próprio 25
Tabela 18 – CV Telecom – custo efetivo da dívida em 2025 26
Tabela 19 – CV Telecom – financiamentos contratados em 2024-2025 (custo marginal) 27
Tabela 20 – Unitel T+ – custo efetivo da dívida em 2025 27
Tabela 21 – Unitel T+ – financiamentos contratados em 2024-2025 (custo marginal) 27
Tabela 22 – Custo do capital alheio 28
Tabela 23 – Síntese do cálculo do WACC para a CV Telecom e a Unitel T+ (2027-2028) 29
Tabela 24 – Sensibilidade ao prémio de risco de mercado 30

Tabela 25 – Sensibilidade ao prémio de risco país 31
Tabela 26 – WACC antes de impostos segundo arquiteturas e variantes alternativas 31
Tabela 27 – Testes de razoabilidade 32
Tabela 28 – Parâmetros do WACC: decisão 2025-2026 e proposta 2027-2028 32
Tabela 29 – Decomposição da variação do WACC antes de impostos (p.p.) 33
Tabela 30 – CV Telecom – financiamentos obtidos em 31-12-2025 40
Tabela 31 – Unitel T+ – financiamentos obtidos em 31-12-2025 40

Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução do WACC nominal antes de impostos (2014-2028) 10
Gráfico 2 – Rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos: Cabo Verde, Portugal e Alemanha 16
Gráfico 3 – Decomposição do custo do capital próprio 25
Gráfico 4 – Sensibilidade do WACC antes de impostos – CV Telecom 30
Gráfico 5 – Sensibilidade do WACC antes de impostos – Unitel T+ 30
Gráfico 6 – WACC antes de impostos segundo arquiteturas alternativas 31
Gráfico 7 – Decomposição da variação do WACC antes de impostos face a 2025-2026 33

Índice de Equações

Equação 1 – Taxa do CMPC depois de impostos (WACC post-tax) 14
Equação 2 – Taxa do CMPC antes de impostos (WACC pre-tax) 14
Equação 3 – Gearing 19
Equação 4 – Custo do capital próprio (CAPM com prémio de risco país) 21
Equação 5 – Prémio de risco de mercado 22
Equação 6 – Realavancagem do beta (fórmula de Miller com debt beta) 23
Equação 7 – Prémio de risco país 24
Equação 8 – Custo da dívida prospetivo 26
Equação 9 – Custo efetivo da dívida existente 26

Sumário Executivo

A presente consulta pública tem por objeto a determinação da taxa de Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC, ou *WACC – Weighted Average Cost of Capital*) aplicável, nos exercícios de 2027 e 2028, às empresas de comunicações eletrónicas identificadas com Poder de Mercado Significativo e sujeitas a obrigações de controlo de preços e de contabilização de custos nos termos da Deliberação n.º 62/2025, de 15 de outubro: a Cabo Verde Telecom, S.A. (CV Telecom) e a Unitel T+ Telecomunicações, S.A. (Unitel T+). O WACC é a taxa de remuneração do capital investido utilizada nos modelos de custeio regulatório e na orientação dos preços para os custos, devendo refletir o custo de oportunidade de um operador eficiente, sem proporcionar remunerações excessivas nem comprometer os incentivos ao investimento.

A ARME mantém o modelo WACC/CAPM, que tem aplicado de forma consistente desde 2016 e que corresponde à prática dominante dos reguladores europeus e internacionais, e reforça a sua coerência interna em quatro dimensões principais:

- **Tratamento explícito e não duplicado do risco país.** O custo do capital próprio passa a ser construído a partir de uma taxa sem risco de referência da área do euro (moeda à qual o escudo cabo-verdiano está ligado por paridade fixa), à qual se adiciona um prémio de risco país (CRP) medido de forma transparente a partir da notação soberana de Cabo Verde. A análise efetuada demonstra que a rendibilidade das Obrigações do Tesouro (OT) cabo-verdianas, fixada administrativamente em 3,00% desde 2021 no mercado primário, não incorpora o prémio de risco soberano observado nos mercados, pelo que não pode, por si só, refletir esse risco.
- **Coerência com o enquadramento BEREC/Comissão Europeia** na taxa sem risco (média de cinco anos), no prémio de risco de mercado (6,15%), no grupo de empresas comparáveis e no *asset beta* (0,28), com realavancagem pela fórmula de Miller com *debt beta* de 0,10, tal como o BEREC utiliza para desalavancar.
- **Custo da dívida prospetivo**, combinando o custo efetivo da dívida existente (*embedded*) com o custo marginal da dívida contratada em 2024-2025, ponderados pela proporção da dívida que será refinanciada durante o período regulatório.
- **Rastreabilidade integral**: todos os parâmetros são reconciliados com fontes públicas identificadas (BEREC, Damodaran, Banco de Cabo Verde, Orçamento do Estado e Relatórios e Contas auditados), com data de corte em 31 de julho de 2026, e os cálculos utilizam a precisão integral, arredondando-se apenas os resultados apresentados.

Tabela 1 – Síntese dos parâmetros e do WACC proposto para 2027-2028

Parâmetro	CV Telecom	Unitel T+
Taxa de juro sem risco (EUR, Alemanha 10 anos, média 5 anos)	1,79%	1,79%
Prémio de risco de mercado (ERP, BEREC 2026)	6,15%	6,15%
Asset beta (BEREC 2026, média ponderada)	0,28	0,28
Debt beta	0,10	0,10

Parâmetro	CV Telecom	Unitel T+
Gearing D/(D+E) (média 2022-2025)	39,90%	55,35%
Equity beta (realavancado)	0,3995	0,5031
Prémio de risco país (CRP, Damodaran jul-2026)	5,57%	5,57%
Custo do capital próprio (Ke)	9,82%	10,45%
Custo da dívida antes de impostos (Kd)	3,35%	6,07%
Taxa de imposto (IRPC + taxa de incêndio)	20,40%	20,40%
WACC nominal depois de impostos	6,97%	7,34%
WACC nominal antes de impostos	**8,75%**	**9,22%**

Fonte: BEREC (2026), Damodaran (2026), BCV, Relatórios e Contas 2022-2025. Elaboração: ARME.

Proposta da ARME para 2027-2028

CV Telecom: WACC nominal antes de impostos de 8,75% (6,97% depois de impostos).

Unitel T+: WACC nominal antes de impostos de 9,22% (7,34% depois de impostos).

Face ao período 2025-2026 (11,63% e 12,64%), a proposta representa uma redução de 2,88 p.p. e de 3,42 p.p., respetivamente. A redução explica-se sobretudo pela substituição da taxa sem risco doméstica pela referência euro, que elimina a dupla contabilização parcial do risco soberano (−1,49 p.p. e −1,27 p.p.), e pela descida do prémio de risco país de 7,08% para 5,57%, na sequência da melhoria da notação soberana em 2026 (−1,10 p.p. e −0,94 p.p.) — secção 4.5.

A diferença entre os dois operadores resulta essencialmente da estrutura de capital e do custo da dívida: a CV Telecom beneficia de financiamento de longo prazo do Banco Europeu de Investimento com garantia do Estado e de condições bancárias mais favoráveis, ao passo que a Unitel T+ apresenta uma alavancagem financeira mais elevada (o que aumenta o seu *equity beta*) e um custo da dívida próximo de 6%. Estas diferenças não traduzem um juízo sobre a eficiência de gestão de cada empresa, mas a aplicação mecânica e transparente dos parâmetros financeiros observados.

As análises de sensibilidade (capítulo 4) mostram que o resultado é robusto às principais opções alternativas e que o parâmetro com maior impacto é o prémio de risco país. Por esta razão, a ARME propõe igualmente um mecanismo de revisão intercalar caso a notação soberana de Cabo Verde se altere de forma significativa durante o período regulatório (capítulo 5).

1 Enquadramento

1.1. Objeto e âmbito

A fixação regulatória da taxa de custo de capital deve garantir que esta seja eficiente, justa e não excessiva para os consumidores, assegurando simultaneamente uma remuneração adequada dos investimentos realizados. No contexto da regulação das comunicações eletrónicas, a determinação desta taxa visa: (i) assegurar incentivos corretos ao investimento eficiente; (ii) evitar distorções nos mercados através de práticas discriminatórias ou anticoncorrenciais; (iii) não criar barreiras à entrada de novos concorrentes; e (iv) proteger os consumidores de preços excessivos.

O presente documento estabelece a metodologia e os valores propostos para a taxa de CMPC a aplicar à CV Telecom e à Unitel T+ nos exercícios de 2027 e 2028, nomeadamente para efeitos dos sistemas de contabilidade analítica e dos modelos de custeio utilizados na fixação de preços regulados (incluindo os modelos LRIC de terminação de chamadas). As empresas abrangidas são as identificadas com PMS pela Deliberação n.º 62/2025, de 15 de outubro, que definiu os mercados relevantes e as obrigações regulatórias aplicáveis no período 2025-2029 (secção 1.2).

1.2. Enquadramento legal e regulatório

O Decreto-Legislativo n.º 7/2005, de 28 de novembro, alterado pelo Decreto-Legislativo n.º 2/2021, de 20 de abril, e pelo Decreto-Lei n.º 12/2022, de 13 de abril (Lei das Comunicações Eletrónicas), prevê no seu artigo 71.º a imposição, às empresas com Poder de Mercado Significativo (PMS), de obrigações de amortização de custos e de controlo de preços, incluindo a orientação dos preços para os custos e a adoção de sistemas de contabilização de custos. Nesse contexto, a Autoridade Reguladora Nacional deve ter em consideração o investimento realizado pelo operador, permitindo-lhe uma taxa razoável de rendibilidade sobre o capital investido, tendo em conta os riscos associados.

No mercado de telefonia móvel, a obrigação de controlo de preços e de contabilização de custos decorre da alínea c) do n.º 1 do artigo 63.º e do artigo 71.º do referido Decreto-Legislativo. Na rede fixa, a implementação do Sistema de Contabilidade Analítica é igualmente obrigatória para a concessionária, nos termos da cláusula 19.ª do Contrato de Concessão celebrado entre a CV Telecom e o Estado de Cabo Verde, na redação dada pelo Decreto-Lei n.º 36/2021, de 14 de abril.[1]

A evolução das decisões relevantes pode ser resumida do seguinte modo:

[1]Cláusula 19.ª (Contabilidade): a concessionária é obrigada a dispor de sistema de contabilidade analítica, competindo à ARN a aprovação da metodologia a utilizar e a verificação da sua conformidade.

Ano	Decisão / facto relevante
2011	Deliberação n.º 01/CA/2011, de 2 de fevereiro: identificação como PMS da CVTelecom (mercados em que atua), da CVMóvel (terminação de chamadas de voz) e da CVMultimédia (banda larga).
2015	Deliberação n.º 9/CA/2015, de 29 de outubro: declaração da Unitel T+ como operador com PMS no mercado grossista de terminação de chamadas de voz na sua rede móvel.
2016-2019	Consulta pública sobre a metodologia de cada parâmetro do CMPC; em 2019 decidiu-se atualizar periodicamente apenas os valores dos parâmetros.
2020	Relatório da consulta e decisão sobre o WACC 2019-2020. Deliberação n.º 41/CA/2020, de 20 de novembro: atualização das declarações de PMS (CVTelecom, CVMóvel, CVMultimédia e Unitel T+).
2021	Deliberação n.º 25/CA/2021 (glide path das terminações móveis) e Deliberação n.º 52/CA/2021, de 31 de dezembro (WACC 2022).
2023	Fusão por incorporação da CVMóvel e da CVMultimédia na CV Telecom (Boletim Oficial n.º 124, II Série, de 10 de julho de 2023).
2024	Deliberação n.º 40/CA/2024, de 27 de novembro: aprovação do modelo de custeio e dos preços dos serviços grossistas, incluindo os preços máximos de terminação móvel para 2025-2026 e 2027-2029.
2025	Fixação do WACC para 2025-2026: 11,63% (CV Telecom) e 12,64% (Unitel T+), antes de impostos.
2025	Deliberação n.º 62/2025, de 15 de outubro (BO n.º 235, II Série, de 10 de dezembro de 2025): definição dos mercados relevantes, identificação dos operadores com PMS (CV Telecom e Unitel T+), imposição das obrigações regulatórias para 2025-2029 e aprovação do relatório da consulta pública.

Fonte: ARME.

A fusão de 2023 não afeta a metodologia, uma vez que o cálculo do WACC considera sempre as demonstrações financeiras da entidade regulada; para os anos anteriores à fusão foram utilizadas as contas da CV Telecom tal como publicadas.

Em 2025, a ARME procedeu à revisão da análise de mercados efetuada em 2020. Através da **Deliberação n.º 62/2025, de 15 de outubro** (Boletim Oficial n.º 235, II Série, de 10 de dezembro de 2025), o Conselho de Administração aprovou a Decisão de Definição dos Mercados Relevantes no Setor das Comunicações Eletrónicas, a Identificação dos Operadores com Poder de Mercado Significativo e a Imposição das Obrigações Regulatórias Correspondentes, bem como o Relatório da Consulta Pública. A decisão, adotada ao abrigo dos artigos 55.º a 57.º e 63.º e seguintes do Decreto-Legislativo n.º 7/2005, substitui o exercício vertido na Deliberação n.º 41/CA/2020 e define as obrigações a impor aos operadores com PMS no período 2025-2029, que abrange integralmente o período regulatório do presente estudo.

A CV Telecom e a Unitel T+ foram identificadas com PMS em mercados grossistas e retalhistas, ficando sujeitas, entre outras, às obrigações de adoção de contabilidade analítica e separada e de controlo de preços e de contabilização de custos (artigos 71.º a 73.º da Lei das Comunicações Eletrónicas). Nos mercados grossistas, os preços devem ser orientados para os custos nos termos do modelo de custeio aprovado pela Deliberação n.º 40/CA/2024, de 27 de novembro, ou, na falta de preços determinados ou de modelo de custeio, fixados com base nas melhores práticas ou em valores de referência internacionais. A tabela seguinte sintetiza os mercados em que a taxa de remuneração do capital é relevante:

Mercado relevante	Operadores com PMS	Obrigações de contabilização de custos e controlo de preços
F2 – Grossista de terminação de chamadas em redes fixas	CV Telecom, Unitel T+	Contabilidade analítica e separada; controlo de preços orientados para os custos (Deliberação n.º 40/CA/2024)

Mercado relevante	Operadores com PMS	Obrigações de contabilização de custos e controlo de preços
M2 – Grossista de terminação de chamadas em redes móveis	CV Telecom, Unitel T+	Contabilidade analítica e separada; controlo de preços orientados para os custos, com preços máximos assimétricos em 2025-2026 e 2027-2029 (Deliberação n.º 40/CA/2024)
M3 – Grossista de acesso à infraestrutura passiva de redes móveis	CV Telecom, Unitel T+	Contabilidade analítica e separada; preços orientados para os custos ou, na falta de modelo, valores de referência internacionais
M4 – Grossista de acesso aos SVA móveis	CV Telecom, Unitel T+	Contabilidade analítica e separada; preços orientados para os custos com base nas melhores práticas ou valores de referência internacionais
F3 – Acesso à infraestrutura passiva de rede fixa de acesso local	CV Telecom	Contabilidade analítica e separada; preços orientados para os custos (Deliberação n.º 40/CA/2024, quando aplicável) ou valores de referência internacionais
F4 – Grossista de acesso às estações de cabo submarino internacional	CV Telecom	Contabilidade analítica e separada; preços orientados para os custos com base nas melhores práticas ou valores de referência internacionais
F5 – Grossista de acesso a largura de banda internacional	CV Telecom	Contabilidade analítica e separada; preços orientados para os custos (Deliberação n.º 40/CA/2024, quando aplicável) ou valores de referência internacionais
F6 – Grossista de acesso a largura de banda nacional	CV Telecom	Contabilidade analítica e separada; preços dos circuitos Ethernet e da ORCA segundo o modelo de custeio da Deliberação n.º 40/CA/2024
F1 – Retalho de telefonia fixa nacional	CV Telecom	Contabilidade analítica e separada; transparência e não discriminação
M1 – Retalho de serviços móveis nacionais	CV Telecom	Contabilidade analítica e separada; controlo de preços (não discriminação On-Net/Off-Net e preço mínimo para ofertas de dados)

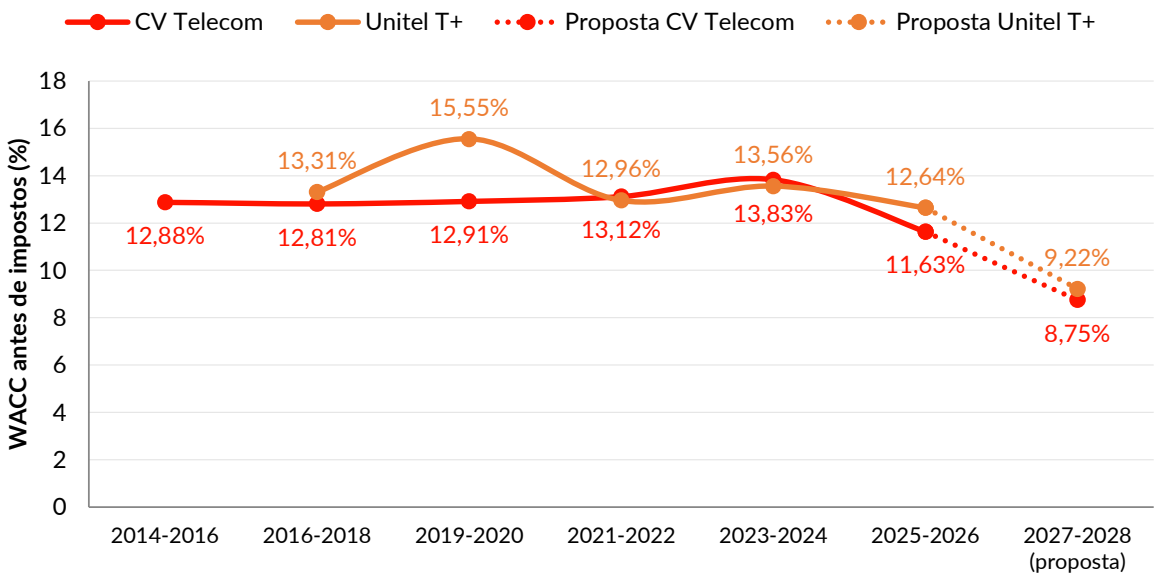
Fonte: Deliberação n.º 62/2025, de 15 de outubro, Anexo I, capítulo 8 (BO n.º 235, II Série, de 10 de dezembro de 2025). Elaboração: ARME.

Desta decisão decorrem três implicações para o presente estudo: (i) o WACC agora proposto constitui o parâmetro de remuneração do capital a utilizar, em 2027-2028, nos modelos de custeio e nas ofertas de referência dos mercados acima identificados; (ii) justifica-se manter uma única taxa por operador, uma vez que as obrigações abrangem de forma integrada serviços fixos e móveis, em coerência com o grupo de comparáveis de operadores integrados; e (iii) a Unitel T+, identificada com PMS em quatro mercados grossistas (F2, M2, M3 e M4), continua sujeita ao cálculo do WACC, a par da CV Telecom.

1.3. Histórico do WACC

O gráfico seguinte apresenta a evolução do WACC antes de impostos fixado pela ARME desde 2014, bem como o valor agora proposto para 2027-2028.

Gráfico 1 – Evolução do WACC nominal antes de impostos (2014-2028)



Fonte: Decisões da ARME; proposta para 2027-2028. Elaboração: ARME

O WACC antes de impostos fixado pela ARME situou-se de forma persistente entre 11,6% e 15,6%. A tabela seguinte apresenta os parâmetros utilizados nas decisões anteriores, o que permite identificar a origem das variações agora propostas.

Tabela 2 – Parâmetros utilizados nas decisões anteriores sobre o WACC

Parâmetro	2016-2018	2019-2020	2021-2022	2023-2024	2025-2026
Taxa sem risco (OT Cabo Verde)	5,38%	4,14%	4,31%	4,18%	3,83%
Equity beta (CVT / Unitel T+)	0,91 / 1,04	1,24 / 1,67	0,69 / 0,67	0,61 / 0,58	0,59 / 0,68
Prémio de risco de mercado	11,86% [1]	11,41% [1]	6,43%	6,64%	6,80%
Prémio de risco país	incluído [1]	incluído [1]	5,37%	6,95%	7,08%
Gearing (CVT / Unitel T+)	53,0% / 58,1%	54,8% / 59,6%	36,3% / 40,9%	36,3% / 40,9%	42,8% / 51,1%
Custo da dívida (CVT / Unitel T+)	4,97% / 5,77%	4,10% / 5,84%	4,14% / 5,64%	4,14% / 5,64%	1,78% / 5,86%
Taxa de imposto	25,50%	22,44%	22,44%	21,42%	21,42%
WACC antes de impostos (CVT / Unitel T+)	**12,81% / 13,31%**	**12,91% / 15,55%**	**13,12% / 12,96%**	**13,83% / 13,56%**	**11,63% / 12,64%**

[1] Até 2020 foi utilizado um prémio de risco de mercado total para Cabo Verde, que já incorporava o risco país.
Fonte: ARME, modelos de cálculo das decisões anteriores. Elaboração: ARME.

Duas conclusões resultam desta série. Primeiro, a ARME sempre incorporou o risco país no custo do capital próprio — até 2020 através de um prémio de risco de mercado específico de Cabo Verde e, desde 2021, através de um prémio de risco país autónomo adicionado à rendibilidade das OT domésticas. Segundo a combinação da taxa doméstica com o prémio de risco país integral pode conduzir a uma contabilização parcialmente duplicada do risco soberano, questão tratada na secção 2.3 e que explica parte da redução agora proposta.

1.4. Contexto macroeconómico e financeiro de Cabo Verde

Três características da economia cabo-verdiana condicionam diretamente a estimação do custo de capital:

- **Paridade fixa com o euro.** Desde 1998, ao abrigo do Acordo de Cooperação Cambial com Portugal, o escudo cabo-verdiano mantém uma paridade fixa de 110,265 CVE por euro. O risco cambial face ao euro é, assim, essencialmente um risco de rutura da paridade, que se encontra correlacionado com o risco soberano e é captado pela notação de crédito do país. A inflação esperada em Cabo Verde (2,05% ao ano em 2026-2031, segundo as projeções do FMI utilizadas por Damodaran) é praticamente idêntica ao objetivo do BCE (2,0%).[2]
- **Mercado de dívida pública doméstico pouco profundo.** As OT são colocadas no mercado primário junto de investidores domésticos (essencialmente bancos e o sistema de previdência), não existindo um mercado secundário líquido que permita observar rendibilidades formadas pelo mercado. A rendibilidade das OT a 10 anos está fixada em 3,00% desde 2021, sem qualquer variação, apesar das profundas alterações das taxas de juro internacionais no mesmo período.
- Notação soberana em melhoria. Em 2026, a S&P subiu a notação de Cabo Verde de B para B+ (fevereiro de 2026, com perspetiva positiva confirmada em agosto) e a Fitch reviu a perspetiva da notação B de estável para positiva (abril de 2026). Na base de dados de Damodaran, a notação equivalente de Cabo Verde passou de B2 (janeiro de 2026) para B1 (julho de 2026).

Tabela 3 – Indicadores macrofinanceiros relevantes

Indicador	Valor	Fonte
Paridade cambial	110,265 CVE/EUR (fixa)	BCV
Taxa diretora do BCV (jul-2026)	1,50%	BCV, Boletim de Estatísticas, quadro E.7
Rendibilidade das OT a 10 anos (desde jan-2021)	3,00% (3,0625% entre mai. e nov. 2021)	BCV, quadro E.9
Taxa de juro média de empréstimos, 2 a 5 anos (2025)	8,67%	BCV, quadro E.10
Taxa de juro média de empréstimos, 5 a 10 anos (2025)	7,75%	BCV, quadro E.10
Taxa de juro média de empréstimos, > 10 anos (2025)	7,26%	BCV, quadro E.10
Inflação média anual (2024 / proj. 2025 / proj. 2026)	1,0% / 1,8% / 1,6%	Orçamento do Estado 2026
Notação S&P / Fitch	B+ (positiva) / B (positiva)	S&P (fev. e ago. 2026); Fitch (abr. 2026)

[2]Damodaran, A. (2026), Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2026 Edition, Apêndice 8. O Orçamento do Estado para 2026 projeta uma inflação de 1,8% em 2025 e 1,6% em 2026.

Indicador	Valor	Fonte
Notação equivalente Moody's (Damodaran)	B2 (jan-2026) → B1 (jul-2026)	Damodaran (2026)

Fonte: indicadas na tabela. Elaboração: ARME.

1.5. Procedimentos da consulta

A ARME submete a consulta pública, por um período de 30 (trinta) dias de calendário, a metodologia e os valores propostos para a taxa de CMPC aplicável aos exercícios de 2027 e 2028. Em conformidade com o disposto no n.º 3 do artigo 19.º dos Estatutos da ARME, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 50/2018, de 20 de setembro, o prazo para a receção das respostas decorre **de 17 de novembro a 16 de dezembro de 2026**.

As contribuições devem ser enviadas preferencialmente para o endereço eletrónico consultapublicawaccce@arme.cv, sem prejuízo do envio por carta, dirigida à:

Agência Reguladora Multissectorial da Economia – ARME

Sede: Avenida da China, Piso 5.º – C.P. n.º 892, Praia –

República de Cabo Verde

Para assegurar uma análise eficaz, solicita-se que as contribuições:

- identifiquem claramente a questão (capítulo 6) e a opção metodológica a que respondem;
- no caso de proporem valores alternativos, indiquem a fonte, a data de corte, a fórmula de cálculo e o impacto quantitativo sobre o WACC de ambos os operadores (o modelo de resposta consta do Anexo C);
- assinalem expressamente as informações consideradas confidenciais, acompanhadas da respetiva fundamentação e de uma versão não confidencial.

Os remetentes devem estar devidamente identificados. As contribuições não são vinculativas, sendo avaliadas em função da qualidade técnica, da rastreabilidade dos dados e da consistência financeira da fundamentação apresentada. Findo o prazo, a ARME publicará um relatório da consulta com a apreciação das contribuições recebidas e a decisão final. A folha de cálculo com o modelo integral é disponibilizada aos interessados juntamente com o presente documento.

1.6. Estrutura do documento

Para além do presente enquadramento, o documento compreende: o capítulo 2, que descreve a metodologia geral, os princípios orientadores e a arquitetura adotada para o tratamento do risco país; o capítulo 3, que detalha a estimação de cada parâmetro; o capítulo 4, que apresenta o WACC proposto, as análises de sensibilidade e os testes de razoabilidade; o capítulo 5, com

as recomendações regulatórias; o capítulo 6, com as questões submetidas a consulta; e os anexos com dados de base e o modelo de resposta.

2. Metodologia de cálculo

2.1. Modelo WACC/CAPM

A prática regulatória internacional revela um consenso alargado na utilização do modelo WACC, combinado com o *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) para o custo do capital próprio, por assentar numa base teórica clara, ser transparente e permitir a replicação dos resultados. É também a metodologia seguida pela Comissão Europeia na Comunicação de 6 de novembro de 2019 sobre o cálculo do custo de capital para infraestruturas herdadas (doravante, «Comunicação da CE») e pelo BEREC, e a que a ARME tem aplicado nos períodos anteriores. O WACC nominal depois de impostos é dado por:

Equação 1 – Taxa do CMPC depois de impostos (WACC post-tax)

$$WACC_{post-tax} = K_e \times \frac{E}{D + E} + K_d \times (1 - t) \times \frac{D}{D + E}$$

onde K_e é o custo do capital próprio; K_d o custo do capital alheio antes de impostos; E o capital próprio; D a dívida remunerada; e t a taxa nominal de imposto sobre o rendimento. Para alocar o encargo fiscal aos serviços segundo o princípio da causalidade, os modelos de custeio utilizam o WACC antes de impostos, obtido por:

Equação 2 – Taxa do CMPC antes de impostos (WACC pre-tax)

$$WACC_{pre-tax} = \frac{WACC_{post-tax}}{1 - t}$$

Todas as taxas são expressas em termos nominais, em escudos cabo-verdianos (equivalentes a euros, dada a paridade fixa). Sempre que um modelo de custeio exija uma taxa real (por exemplo, em contabilidade a custos correntes), esta deve ser obtida pela relação de Fisher com a inflação esperada de 2,05% (secção 4.4).

2.2. Princípios orientadores

A estimação de cada parâmetro obedece aos seguintes princípios:

- **Coerência interna**: a taxa sem risco, o prémio de risco de mercado, o risco país, o beta e a estrutura de capital devem pertencer a uma mesma arquitetura, evitando combinar fontes construídas com pressupostos incompatíveis ou contabilizar o mesmo risco mais do que uma vez.
- **Alinhamento com as melhores práticas**: sempre que adequado, segue-se a Comunicação da CE e os parâmetros publicados anualmente pelo BEREC, com as adaptações justificadas pela especificidade de Cabo Verde.
- **Transparência e replicabilidade**: utilizam-se fontes públicas, identificadas e com data de corte única; o modelo de cálculo é disponibilizado aos interessados.

- **Previsibilidade e estabilidade**: privilegiam-se médias de períodos longos e regras estáveis, de forma a evitar oscilações injustificadas entre períodos regulatórios.
- **Precisão**: os cálculos utilizam os valores com precisão integral; o arredondamento é efetuado apenas na apresentação dos resultados.

2.3. Arquitetura do custo do capital próprio e tratamento do risco país

A questão metodológica central para um país com a notação de crédito de Cabo Verde é a forma de refletir o risco país no custo do capital próprio. O risco país pode ser incorporado (i) na taxa sem risco, se esta for medida pela rendibilidade de mercado da dívida soberana nacional, ou (ii) através de um prémio autónomo adicionado a uma taxa sem risco efetivamente isenta de risco de incumprimento. O que não pode suceder é o mesmo risco ser contabilizado duas vezes — ou, no extremo oposto, não ser contabilizado de todo. A tabela seguinte sintetiza as arquiteturas possíveis.

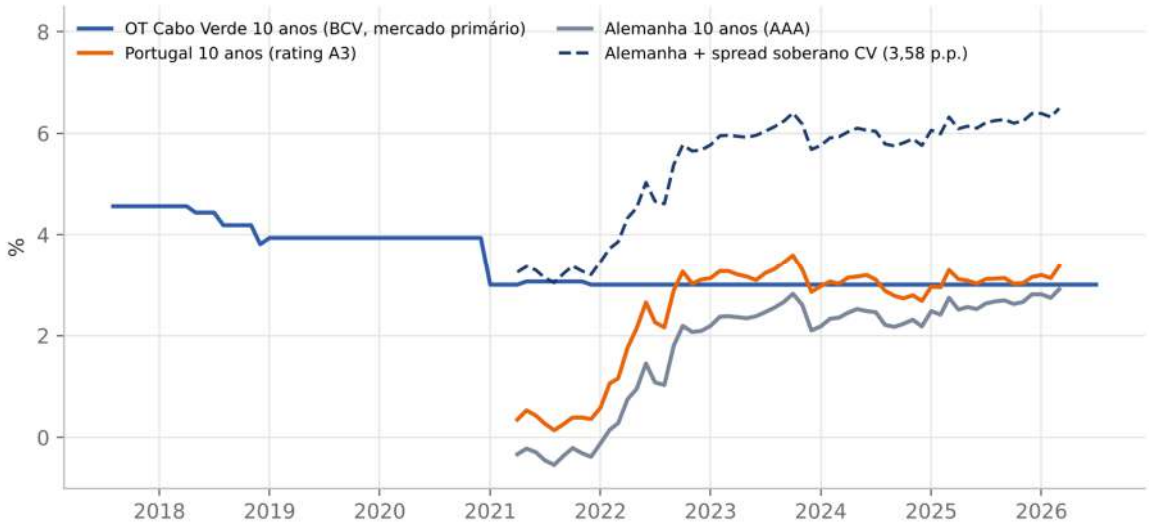
Tabela 4 – Arquiteturas alternativas para o custo do capital próprio

Arquitetura	Taxa sem risco	Risco país	Avaliação
A. Doméstica sem CRP	OT Cabo Verde 10 anos	Considerado incluído na OT	Só é válida se a OT refletir o risco soberano de mercado — o que não se verifica (ver abaixo). Subestima o custo do capital.
B. Doméstica com CRP integral	OT Cabo Verde 10 anos	Adicionado integralmente	Risco de dupla contabilização na parte do risco soberano que a OT eventualmente reflita.
C. Referência euro + CRP (proposta)	Alemanha 10 anos (AAA), média 5 anos	CRP autónomo (Damodaran)	Taxa isenta de risco de incumprimento na moeda de referência do escudo; risco país medido uma única vez e de forma observável.
D. Damodaran integral	Taxa em CVE por diferencial de inflação (3,92%)	CRP autónomo (Damodaran)	Coerente, mas utiliza ERP implícito dos EUA (4,20%), desalinhado do enquadramento BEREC adotado para o beta.

Elaboração: ARME.

Para avaliar se a rendibilidade das OT cabo-verdianas incorpora o risco soberano, comparou-se a sua evolução com a das obrigações a 10 anos da Alemanha (AAA) e de Portugal (A3), bem como com uma «taxa soberana sintética» de Cabo Verde, obtida adicionando à taxa alemã o *default spread* associado à notação de Cabo Verde (3,58%).

Gráfico 2 – Rendibilidade das obrigações soberanas a 10 anos: Cabo Verde, Portugal e Alemanha



Fonte: BCV, Boletim de Estatísticas de julho de 2026 (quadro E.9); BEREC (2026), Anexo 1; Damodaran (2026). Elaboração: ARME.

Tabela 5 – Rendibilidades médias comparadas (abril de 2021 a março de 2026)

Série	Média 5 anos	Média últimos 12 meses	Notação
OT Cabo Verde 10 anos (mercado primário)	3,01%	3,00%	B+ / B / B1
Portugal 10 anos	2,50%	3,12%	A3
Alemanha 10 anos	1,79%	2,68%	AAA
Spread implícito Cabo Verde – Alemanha	1,22 p.p.	0,32 p.p.	—
Default spread de mercado para a notação de Cabo Verde	3,58 p.p.	3,58 p.p.	B1 (Damodaran, jul-2026)

Fonte: BCV; BEREC (2026); Damodaran (2026). Elaboração: ARME.

Os resultados são inequívocos. Nos últimos doze meses, um soberano com notação B+/B financiou-se domesticamente a 10 anos a **3,00%, abaixo de Portugal (3,12%), cuja notação é sete a oito níveis superior**, e apenas 0,32 p.p. acima da Alemanha, quando o mercado exige a soberanos com a notação de Cabo Verde um diferencial de cerca de 3,58 p.p. A rendibilidade das OT reflete, assim, as condições de liquidez do sistema bancário doméstico, a política monetária e a existência de uma base de investidores cativa, e não o preço de mercado do risco soberano. Utilizar esta rendibilidade e fixar o CRP em zero (arquitetura A) equivaleria a ignorar a quase totalidade do risco país.

Pelas razões expostas, a ARME adota a **arquitetura C**: a taxa sem risco corresponde à rendibilidade das obrigações alemãs a 10 anos — ativo isento de risco de incumprimento denominado na moeda à qual o escudo está ligado — calculada segundo a metodologia da Comunicação da CE, e o risco país é incorporado através de um prémio autónomo, medido com base na notação soberana. A arquitetura garante que o risco país é considerado uma, e uma só, vez.

Note-se que, entre 2021 e 2026, a ARME aplicou a arquitetura B (OT domésticas acrescidas do prémio de risco país integral). Na medida em que as OT incorporam algum prémio face à referência isenta de risco — cerca de 1,64 p.p. na média de longo prazo —, essa parcela era contabilizada duas vezes. A arquitetura C elimina essa duplicação sem cair no extremo oposto da arquitetura A.

Equivalência com a abordagem doméstica

Se, em alternativa, se utilizasse a rendibilidade média das OT cabo-verdianas (3,43%) como taxa sem risco, a ausência de dupla contabilização exigiria adicionar apenas a parte do CRP ainda não refletida nessa rendibilidade, isto é, 5,57 − (3,43 − 1,79) = 3,93 p.p. O custo do capital próprio resultante seria exatamente o mesmo da arquitetura C. A escolha da arquitetura C não depende, pois, da série doméstica, mas torna o cálculo mais simples e transparente.

2.4. Empresas comparáveis

Uma vez que nenhum dos operadores sujeitos ao cálculo está cotado em bolsa, os parâmetros de risco sistemático (beta) e de estrutura de capital de referência são obtidos a partir de uma amostra de empresas comparáveis. A ARME adota o grupo de comparáveis do BEREC (2026), constituído por 14 operadores europeus integrados de rede fixa e móvel, que constitui a referência mais transparente, atualizada anualmente e diretamente associada à regulação do setor.[3]

Tabela 6 – Grupo de empresas comparáveis (BEREC 2026)

Empresa	País	Notação S&P (abr-2026)	Atividade
Deutsche Telekom AG	Alemanha	BBB+	Fixo e móvel
DIGI Communications N.V.	Roménia	BB-	Fixo e móvel
Elisa Oyj	Finlândia	BBB+	Fixo e móvel
Koninklijke KPN N.V.	Países Baixos	BBB	Fixo e móvel
NOS, SGPS	Portugal	BBB-	Fixo e móvel
Orange S.A.	França	BBB+	Fixo e móvel
Proximus S.A.	Bélgica	BBB+	Fixo e móvel
Tele2 AB	Suécia	BBB	Fixo e móvel
Telecom Italia	Itália	BB	Fixo e móvel
Telefónica S.A.	Espanha	BBB-	Fixo e móvel
Telekom Austria AG	Áustria	A-	Fixo e móvel
Telenor ASA	Noruega	A-	Fixo e móvel
Telia Company AB	Suécia	BBB+	Fixo e móvel

[3]BEREC (2026), Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2026), BoR (26) 72, Tabela 4.

Empresa	País	Notação S&P (abr-2026)	Atividade
Vodafone Group plc	Reino Unido	BBB	Fixo e móvel

Fonte: BEREC (2026), BoR (26) 72, Tabela 4. Elaboração: ARME.

A ARME reconhece que se trata de operadores de maior dimensão e localizados em mercados desenvolvidos. Essa diferença é tratada de forma explícita através do prémio de risco país (secção 3.3.4), e não através de ajustamentos discricionários ao beta, que mede apenas o risco sistemático do negócio de telecomunicações relativamente ao mercado acionista.

2.5. Fontes de informação e data de corte

Tabela 7 – Fontes utilizadas e data de corte

Parâmetro	Fonte	Data de referência
Taxa sem risco (EUR)	BEREC (2026), Tabelas 2 e 3 e Anexo 1	Abr-2021 a mar-2026
Prémio de risco de mercado	BEREC (2026), Tabela 15	Edição 2026
Asset beta e debt beta	BEREC (2026), Tabela 8	Dados até 1-abr-2026
Prémio de risco país	Damodaran (2026), Country Risk, Apêndice 7	Julho de 2026
OT Cabo Verde e taxas de juro	BCV, Boletim de Estatísticas	Julho de 2026
Taxa de imposto	Lei n.º 69/X/2025 (OE 2026), art. 29.º	31-dez-2025
Gearing e custo da dívida	Relatórios e Contas auditados 2022-2025	31-dez-2025

Data de corte global: 31 de julho de 2026. Elaboração: ARME.

3. Estimação dos parâmetros

3.1. Estrutura de capital (*gearing*)

O *gearing* mede a proporção da dívida remunerada no total do capital investido. Determina os pesos do capital próprio e alheio na fórmula do WACC e é utilizado para realavancar o beta, pelo que deve ser definido de forma consistente nas duas utilizações.

Equação 3 – Gearing

$$g = \frac{D}{D + E}$$

A dívida remunerada (*D*) inclui os financiamentos obtidos correntes e não correntes — empréstimos bancários, empréstimos obrigacionistas, descobertos bancários e locações financeiras — e exclui passivos operacionais (fornecedores, Estado, diferimentos, provisões) e saldos com acionistas que não vencem juros nem têm prazo de reembolso definido. O capital próprio (*E*) corresponde ao valor contabilístico. Em continuidade com a prática da ARME, utiliza-se a média dos rácios dos últimos quatro exercícios (2022-2025), o que atenua oscilações pontuais.

Tabela 8 – Rácios de gearing – CV Telecom

(milhares de CVE)	2022	2023	2024	2025	Média
Financiamentos obtidos (D)	5 301 811	5 382 780	5 079 461	4 774 173	
Capital próprio (E)	7 134 049	7 544 948	7 889 670	8 429 486	
Capital investido (D + E)	12 435 860	12 927 728	12 969 131	13 203 659	
Gearing D/(D+E)	42,63%	41,64%	39,17%	36,16%	39,90%
Dívida / capital próprio (D/E)	0,74	0,71	0,64	0,57	0,66

Fonte: CV Telecom, Relatórios e Contas 2022-2025. Elaboração: ARME.

Tabela 9 – Rácios de gearing – Unitel T+

(milhares de CVE)	2022	2023	2024	2025	Média
Financiamentos obtidos (D)	941 256	1 128 303	1 224 963	1 154 671	
Capital próprio (E)	859 554	917 472	882 104	913 484	
Capital investido (D + E)	1 800 810	2 045 775	2 107 067	2 068 155	
Gearing D/(D+E)	52,27%	55,15%	58,14%	55,83%	55,35%
Dívida / capital próprio (D/E)	1,10	1,23	1,39	1,26	1,24

Fonte: Unitel T+, Relatórios e Contas 2022-2025. Elaboração: ARME.

Resulta um *gearing* de **39,90% para a CV Telecom** e de **55,35% para a Unitel T+**, a que correspondem pesos do capital próprio de 60,10% e 44,65%. A CV Telecom tem vindo a reduzir a alavancagem (de 42,6% em 2022 para 36,2% em 2025), enquanto a Unitel T+ se mantém num

patamar superior a 52%, influenciado pelo reduzido capital próprio contabilístico resultante de prejuízos acumulados.

A Comunicação da CE recomenda a utilização de uma estrutura de capital nocional, de forma a que a remuneração regulatória não dependa das decisões de financiamento de cada empresa. A média ponderada do grupo BEREC é de 51,19% (média aritmética de 45,58%). Atendendo à continuidade regulatória, às especificidades do acesso ao financiamento em Cabo Verde e ao facto de os dois operadores apresentarem estruturas genuinamente distintas, a ARME mantém neste período o *gearing* específico de cada empresa, apresentando a alternativa nocional nas análises de sensibilidade e recomendando o seu estudo para a próxima revisão (capítulo 5).

3.2. Taxa de imposto

A taxa de imposto pode ser estimada pela taxa efetiva (imposto do exercício sobre o resultado antes de impostos) ou pela taxa nominal legal. A taxa efetiva é volátil, por refletir benefícios fiscais, reporte de prejuízos e impostos diferidos, e depende de decisões das próprias empresas. A ARME utiliza a taxa nominal, que é exógena, previsível e aplicável a um operador eficiente.

O artigo 29.º da Lei n.º 69/X/2025, de 31 de dezembro (Orçamento do Estado para 2026), alterou o n.º 1 do artigo 84.º do Código do IRPC, fixando a taxa geral em **20%** para os sujeitos passivos enquadrados no regime de contabilidade organizada.[4] A esta taxa acresce a taxa de incêndio de 2% incidente sobre a coleta, o que conduz a uma taxa conjunta de 20% × 1,02 = **20,40%**. Este é também o entendimento refletido nas contas auditadas da CV Telecom, que em 2025 aplicou 21,42% (21% × 1,02) e atualizou os impostos diferidos para 20,40%, «sendo esta a taxa aprovada para utilização futura».[5]

Tabela 10 – Taxa de imposto

Componente	Taxa
Taxa geral de IRPC (art. 84.º, n.º 1, do CIRPC)	20,00%
Taxa de incêndio (2% sobre a coleta)	0,40%
Taxa de imposto considerada	**20,40%**

Fonte: Lei n.º 69/X/2025; CV Telecom, Relatório e Contas 2025. Elaboração: ARME.

A ARME solicita, no âmbito da consulta, a confirmação da aplicação da taxa de incêndio pelos operadores. O impacto de utilizar 20,00% em vez de 20,40% é inferior a 0,04 p.p. no WACC antes de impostos (secção 4.3).

[4] Lei n.º 69/X/2025, de 31 de dezembro, Boletim Oficial n.º 133, I Série, 1.º Suplemento. A taxa era de 21% em 2025, por força da Lei n.º 45/X/2024.

[5] CV Telecom, Relatório e Contas 2025, Notas 16 e 18.

3.3. Custo do capital próprio

O custo do capital próprio representa a rendibilidade exigida pelos acionistas, atendendo ao risco do investimento. De acordo com a arquitetura definida na secção 2.3, estima-se através do CAPM acrescido de um prémio de risco país:

Equação 4 – Custo do capital próprio (CAPM com prémio de risco país)

$$K_e = R_f + \beta_E \times ERP + \lambda \times CRP$$

onde R_f é a taxa de juro sem risco; β_E o beta do capital próprio; *ERP* o prémio de risco de mercado; *CRP* o prémio de risco país; e λ o grau de exposição da empresa ao risco país.

3.3.1. Taxa de juro sem risco

A taxa de juro sem risco corresponde à rendibilidade de um ativo sem risco de incumprimento e com um horizonte compatível com a vida dos investimentos em telecomunicações. A prática regulatória consensual utiliza obrigações soberanas com maturidade de 10 anos. Pelas razões expostas na secção 2.3, a ARME utiliza as obrigações da Alemanha a 10 anos, a referência isenta de risco da área do euro, calculada segundo a metodologia da Comunicação da CE: **média aritmética de cinco anos das rendibilidades mensais, entre abril de 2021 e março de 2026, igual a 1,79%.**[6]

Tabela 11 – Estimativas alternativas da taxa sem risco

Referência	Valor	Observações
Alemanha 10 anos, média 5 anos (abr-21 a mar-26)	1,79%	Valor adotado (Comunicação da CE / BEREC)
Alemanha 10 anos, média 3 anos (abr-23 a mar-26)	2,50%	Sensibilidade
Alemanha 10 anos, média 12 meses (abr-25 a mar-26)	2,68%	Sensibilidade (próxima do valor corrente)
Portugal 10 anos, média 5 anos	2,50%	Inclui spread soberano português
OT Cabo Verde 10 anos, média ago-17 a jul-26	3,43%	Não reflete o risco soberano de mercado
OT Cabo Verde 10 anos, média ago-21 a jul-26	3,00%	Idem
Taxa em CVE por diferencial de inflação (Damodaran)	3,92%	Base USD 4,23%; utilizada só na arquitetura D

Fonte: BEREC (2026); BCV; Damodaran (2026). Elaboração: ARME.

A média de cinco anos inclui o período de taxas muito baixas de 2021-2022, situando-se abaixo das rendibilidades correntes (cerca de 2,7%-3,2% em 2025-2026). A ARME mantém, ainda assim, a média de cinco anos por três razões: (i) é a metodologia da Comunicação da CE, coerente com o prémio de risco de mercado do BEREC que também é adotado; (ii) assegura estabilidade e previsibilidade; e (iii) a tendência de subida já se reflete parcialmente na média e refletir-se-á de forma automática nas revisões seguintes. A utilização de 3,00% aumentaria o WACC antes de impostos em cerca de 0,9 p.p. (CV Telecom) e 0,7 p.p. (Unitel T+).

[6] BEREC (2026), Tabela 2 e Anexo 1 (série do critério de convergência da UEM, Eurostat).

Para efeitos de transparência, apresenta-se a evolução da rendibilidade das OT cabo-verdianas a 10 anos que serviu de base às decisões anteriores:

Tabela 12 – Rendibilidade das OT de Cabo Verde a 10 anos (médias de agosto a julho)

Período	Taxa média
ago-17 a jul-18	4,53%
ago-18 a jul-19	4,01%
ago-19 a jul-20	3,94%
ago-20 a jul-21	3,41%
ago-21 a jul-22	3,02%
ago-22 a jul-23	3,00%
ago-23 a jul-24	3,00%
ago-24 a jul-25	3,00%
ago-25 a jul-26	3,00%
Média ago-17 a jul-26	**3,43%**

Fonte: BCV, Boletim de Estatísticas de julho de 2026, quadro E.9. Elaboração: ARME.

3.3.2. Prémio de risco de mercado

O prémio de risco de mercado (ERP) corresponde à diferença entre a rendibilidade esperada de uma carteira diversificada de ações e a taxa sem risco. Não sendo diretamente observável, pode ser estimado por médias históricas, por métodos prospetivos (implícitos nos preços) ou por inquéritos. Dada a inexistência de um mercado acionista em Cabo Verde, recorre-se a mercados maduros, cuja longa série histórica reduz o erro de estimação.

Equação 5 – Prémio de risco de mercado

$$ERP = R_m - R_f$$

Tabela 13 – Estimativas do prémio de risco de mercado

Fonte e método	Valor	Utilização
BEREC 2026 – ERP UE, média aritmética (base de dados DMS)	**6,15%**	**Valor adotado**
BEREC 2026 – ERP UE, média geométrica	4,80%	Sensibilidade
Damodaran – EUA, ações vs. obrigações do Tesouro, média geométrica (1928-2025)	5,48%	Sensibilidade
Damodaran – EUA, ações vs. obrigações do Tesouro, média aritmética (1928-2025)	7,03%	Sensibilidade
Damodaran – EUA, ações vs. bilhetes do Tesouro, média aritmética (1928-2025)	8,44%	Não aplicável (inconsistente com taxa a 10 anos)
Damodaran – ERP implícito do S&P 500 (jan-2026 / jul-2026)	4,23% / 4,20%	Usado apenas na arquitetura D

Fonte: BEREC (2026), Tabelas 15 e 17; Damodaran (2026), Equity Risk Premiums, Tabela 4. Elaboração: ARME.

A ARME adota o **ERP de 6,15%** estimado pelo BEREC (média aritmética para a União Europeia). Esta opção assegura consistência com a taxa sem risco (prémio medido face a obrigações de longo prazo), com a utilização de médias aritméticas recomendada pela Comunicação da CE para estimar retornos esperados de um período, e com o *asset beta*, que o BEREC estima face

a índices de mercado europeus. Note-se que o valor de 7,03% de Damodaran corresponde a uma média **aritmética** face a obrigações do Tesouro (e não a uma média geométrica), e que o valor de 8,44% é medido face a bilhetes do Tesouro de curto prazo, sendo incompatível com uma taxa sem risco a 10 anos.

3.3.3. Beta

O beta mede o risco sistemático — não diversificável — de um ativo relativamente ao mercado. Os investidores apenas são remunerados por este risco, uma vez que o risco específico pode ser eliminado pela diversificação. No setor das telecomunicações, os betas são tipicamente inferiores a 1, refletindo a estabilidade relativa da procura. Não sendo as empresas cabo-verdianas cotadas, utiliza-se o *asset beta* (beta desalavancado) do grupo de comparáveis do BEREC, que é posteriormente realavancado com a estrutura de capital de cada operador.

Tabela 14 – Asset beta, gearing e equity beta do grupo de comparáveis (BEREC 2026)

Empresa	Asset beta	Gearing	Equity beta	Capitalização (mil M€)
Deutsche Telekom	0,32	54,08%	0,58	112,30
DIGI Communications	0,27	60,72%	0,53	1,00
Elisa	0,31	13,51%	0,34	7,60
KPN	0,17	32,18%	0,20	13,30
NOS	0,24	42,13%	0,34	1,87
Orange	0,15	56,46%	0,21	29,55
Proximus	0,25	53,88%	0,43	3,32
Tele2	0,27	24,56%	0,33	7,45
Telecom Italia	0,40	71,15%	1,14	6,90
Telefónica	0,30	62,02%	0,63	23,00
Telekom Austria	0,37	28,66%	0,48	4,79
Telenor	0,24	34,04%	0,31	16,63
Telia Company	0,20	40,39%	0,27	11,88
Vodafone Group	0,30	64,40%	0,66	29,51
Média ponderada	0,28	51,19%	0,50	–
Média aritmética	0,27	45,58%	0,46	–

Fonte: BEREC (2026), BoR (26) 72, Tabela 8. Elaboração: ARME.

A ARME adota o **asset beta de 0,28** (média ponderada pela capitalização bolsista), que traduz melhor o risco do conjunto do setor do que a média aritmética, sensível a valores extremos como o da Telecom Italia. O BEREC obtém o *asset beta* através da fórmula de Miller com um *debt beta* de 0,10. Para que a realavancagem seja a operação inversa exata da desalavancagem, a ARME utiliza a mesma relação, em vez da fórmula de Hamada (que pressupõe dívida sem risco e um efeito fiscal não considerado pelo BEREC):

Equação 6 – Realavancagem do beta (fórmula de Miller com debt beta)

$$\beta_E = \frac{\beta_A - g \times \beta_D}{1 - g}$$

Para a CV Telecom: β_E = (0,28 − 0,3990 × 0,10) / (1 − 0,3990) = **0,3995**. Para a Unitel T+: β_E = (0,28 − 0,5535 × 0,10) / (1 − 0,5535) = **0,5031**.

Tabela 15 – Equity beta aplicável

Parâmetro	CV Telecom	Unitel T+
Asset beta (β_A)	0,28	0,28
Debt beta (β_D)	0,10	0,10
Gearing (g)	39,90%	55,35%
Equity beta (β_E)	0,3995	0,5031

Elaboração: ARME.

Como verificação, o *equity beta* médio ponderado do grupo BEREC (0,50 para um *gearing* de 51,19%) é consistente com os valores obtidos, situando-se entre o da CV Telecom (menos alavancada) e o da Unitel T+ (mais alavancada).

3.3.4. Prémio de risco país

Os investidores que aplicam capital em Cabo Verde estão expostos a riscos — macroeconómicos, de convertibilidade, políticos e institucionais — que não estão presentes nos mercados de referência e que não são eliminados pela diversificação, dada a correlação crescente entre mercados. Esse risco é remunerado através de um prémio de risco país, adicionado ao custo do capital próprio.

O CRP é estimado segundo o método de Damodaran: parte-se do *default spread* soberano associado à notação de crédito do país e multiplica-se pela volatilidade relativa dos mercados acionistas face aos mercados obrigacionistas, dado que o capital próprio é mais arriscado do que a dívida:

Equação 7 – Prémio de risco país

$$CRP = Default\ spread \times \frac{\sigma_{ações}}{\sigma_{obrigações}}$$

Tabela 16 – Default spread e prémio de risco país de Cabo Verde

Edição Damodaran	Notação (equiv. Moody's)	Default spread	Fator σ ações/σ obrigações	CRP	ERP total do país
Janeiro de 2026	B2	4,67%	1,52	7,12%	11,35%
Julho de 2026 (adotado)	B1	3,58%	1,56	5,57%	9,77%

Fonte: Damodaran (2026), Equity Risk Premiums (edição de março) e Country Risk (Apêndice 7, julho de 2026).
Elaboração: ARME.

A ARME adota o **CRP de 5,57%**, correspondente à edição mais recente (julho de 2026), que já reflete a subida da notação soberana ocorrida em 2026. Na decisão de 2025-2026 foi utilizado um CRP de 7,08%. A descida para 5,57% resulta da subida da notação (de B2 para B1 equivalente) e também da compressão generalizada dos *spreads* soberanos entre janeiro e julho de 2026 (o *default spread* associado a B2 desceu de 4,67% para 4,38%). Note-se que o valor de

4,67% corresponde ao *default spread* de janeiro de 2026, e não ao prémio de risco país aplicável ao capital próprio (7,12% nessa data).

Relativamente à exposição ao risco país (λ), considera-se λ = 1: os dois operadores realizam a totalidade das suas receitas e investimentos em Cabo Verde, pelo que estão expostos ao risco país pelo menos tanto quanto a empresa média do país. Foram ponderadas e rejeitadas duas alternativas: (i) adicionar apenas o *default spread* (3,58%), que mede o risco para credores e não para acionistas; e (ii) multiplicar o CRP pelo beta, o que trataria o risco país como se fosse diversificável à escala do mercado local e conduziria a um custo do capital próprio inferior às taxas a que os bancos emprestam às empresas cabo-verdianas (secção 4.4).

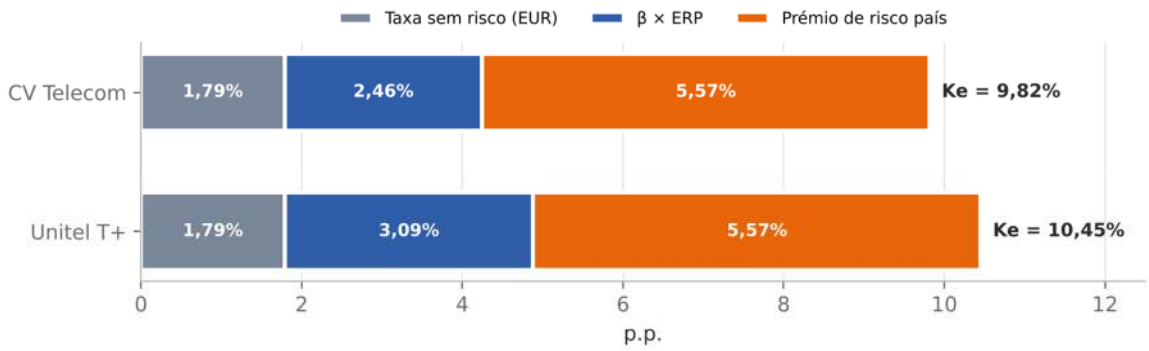
3.3.5. Custo do capital próprio resultante

Tabela 17 – Custo do capital próprio

Componente	CV Telecom	Unitel T+
Taxa sem risco (R_f)	1,79%	1,79%
Equity beta × ERP	0,3995 × 6,15% = 2,46%	0,5031 × 6,15% = 3,09%
Prémio de risco país (λ × CRP)	5,57%	5,57%
Custo do capital próprio (K_e)	9,82%	10,45%

Elaboração: ARME.

Gráfico 3 – Decomposição do custo do capital próprio



Elaboração: ARME.

3.4. Custo do capital alheio

O custo do capital alheio (K_d) é a taxa de juro que um operador eficiente suporta no financiamento da sua atividade. Pode ser estimado a partir de emissões de dívida observáveis em mercado, de uma construção nocional (taxa sem risco acrescida de prémios de crédito) ou do custo efetivo constante das demonstrações financeiras. Não existindo dívida cotada dos operadores, a ARME utiliza a informação dos Relatórios e Contas auditados, como nos períodos anteriores, mas introduz uma componente prospetiva: o WACC aplica-se a 2027-2028 e, durante esse período, uma parte significativa da dívida atual será reembolsada e substituída por nova dívida, contratada às condições correntes.

Equação 8 – Custo da dívida prospetivo

$$K_d = (1 - w) \times K_{d,embedded} + w \times K_{d,marginal}$$

onde $K_{d,embedded}$ é o custo efetivo da dívida existente em 2025 (juros de financiamentos bancários e obrigacionistas, incluindo os juros capitalizados, sobre a dívida financeira média do exercício); $K_{d,marginal}$ é a taxa média ponderada dos financiamentos contratados em 2024-2025; e w é a proporção média da dívida que, segundo os planos de reembolso divulgados, terá sido refinanciada durante 2027-2028. Excluem-se do numerador os encargos que não remuneram financiamentos (juros de mora, atualizações financeiras de licenças, de provisões e de benefícios a colaboradores e diferenças cambiais).

Equação 9– Custo efetivo da dívida existente

$$K_{d,embedded} = \frac{Juros\ de\ financiamentos_{2025}}{(Dívida_{2024} + Dívida_{2025}) / 2}$$

3.4.1. CV Telecom

Em 2025, os juros e gastos similares suportados pela CV Telecom ascenderam a 131 585 mCVE, incluindo atualizações financeiras que não remuneram dívida (empréstimos a colaboradores, contribuição para a Sociedade de Informação e gastos de desmantelamento). Os juros de financiamentos propriamente ditos, discriminados por credor na Nota 28, totalizam 125 227 mCVE (montante que coincide, com diferença de arredondamento, com os juros pagos na demonstração dos fluxos de caixa) e devem ser acrescidos de 9 844 mCVE de juros capitalizados em projetos em curso, que constituem igualmente custo do financiamento.

Tabela 18 – CV Telecom – custo efetivo da dívida em 2025

(milhares de CVE)	2025
Banco BAI Cabo Verde	28 895
Banco Europeu de Investimento	24 878
Sindicato BCA/BI	23 180
Caixa Económica de Cabo Verde	15 949
Banco Caboverdiano de Negócios	13 751
Ecobank Cabo Verde	11 780
Empréstimo obrigacionista (Bolsa de Valores de Cabo Verde)	5 605
Banco Comercial do Atlântico	1 189
= Juros de financiamentos reconhecidos em resultados	**125 227**
(+) Juros capitalizados em projetos em curso	9 844
= Juros de financiamentos [A]	**135 071**
Financiamentos obtidos 31-12-2024 / 31-12-2025	5 079 461 / 4 774 173
Dívida financeira média [B]	4 926 817
$K_{d,embedded}$ = [A] / [B]	**2,74%**

Nota: excluem-se 6 358 mCVE de atualizações financeiras incluídas nos juros e gastos similares (131 585 mCVE).
Fonte: CV Telecom, Relatório e Contas 2025 (Notas 15 e 28). Elaboração: ARME.

O custo efetivo de 2,74% é baixo porque cerca de 36% da dívida da CV Telecom corresponde ao financiamento do Banco Europeu de Investimento para o cabo submarino EllaLink, com taxas entre 1,19% e 2,03% e garantia do Estado. A taxa contratual média ponderada da dívida em 31 de dezembro de 2025 é de 3,21%. Os financiamentos contratados em 2024-2025, representativos das condições correntes de mercado, apresentam taxas de 4,0% a 4,8%:

Tabela 19 – CV Telecom – financiamentos contratados em 2024-2025 (custo marginal)

Financiamento	Montante (mCVE)	Taxa
Caixa Económica de Cabo Verde (abr-2024)	500 000	4,50%
Banco BAI Cabo Verde (dez-2024)	300 000	4,80%
Banco Comercial do Atlântico (abr-2025)	500 000	4,00%
Média ponderada ($K_{d,marginal}$)	**1 300 000**	**4,38%**

Fonte: CV Telecom, Relatório e Contas 2025 (Nota 15). Elaboração: ARME.

De acordo com o plano de reembolsos, a CV Telecom amortizará 941 198 mCVE em 2026 e 1 693 529 mCVE em 2027-2028, pelo que a proporção de dívida refinanciada atingirá 19,7% no final de 2026, 37,5% no final de 2027 e 55,2% no final de 2028. A proporção média durante o período regulatório é de **w = 37,45%**, admitindo a manutenção do nível de endividamento e uma distribuição uniforme dos reembolsos de 2027-2028.

$$K_d \text{ CV Telecom} = (1 - 0{,}3745) \times 2{,}74\% + 0{,}3745 \times 4{,}38\% = \mathbf{3{,}35\%}$$

3.4.2. Unitel T+

Tabela 20 – Unitel T+ – custo efetivo da dívida em 2025

(milhares de CVE)	2025
Juros e perdas similares suportados (Nota 26)	85 412
(–) Atualização da licença 3G e 4G	(920)
(–) Juros de mora – acordos de pagamento	(9 499)
(–) Diferenças de câmbio desfavoráveis	(459)
= Juros de financiamentos bancários [A]	**74 534**
Financiamentos obtidos 31-12-2024 / 31-12-2025	1 224 963 / 1 154 671
Dívida financeira média [B]	1 189 817
$K_{d,embedded}$ = [A] / [B]	**6,26%**

Fonte: Unitel T+, Relatório e Contas 2025 (Notas 14 e 26). Elaboração: ARME.

Tabela 21 – Unitel T+ – financiamentos contratados em 2024-2025 (custo marginal)

Financiamento	Montante (mCVE)	Taxa
BCN – investimento e terreno (set-2024)	145 265	6,00%
BCN – viaturas (jul-2024)	27 492	6,00%
BCN – tesouraria (dez-2024)	134 437	5,50%
Ecobank – viaturas (ago e nov-2024)	18 570	6,00%
Ecobank – investimento (abr-2025)	110 265	5,75%
BCN – locação financeira (out-2025)	5 459	6,50%

Financiamento	Montante (mCVE)	Taxa
Média ponderada ($K_{d,marginal}$)	441 488	5,79%

Fonte: Unitel T+, Relatório e Contas 2025 (Nota 14). Elaboração: ARME.

A Unitel T+ reembolsará 292 822 mCVE em 2026 (incluindo descobertos bancários), 186 980 mCVE em 2027 e 181 089 mCVE em 2028, o que corresponde a uma proporção média de dívida refinanciada de **w = 41,43%** em 2027-2028.

$$K_d \text{ Unitel T+} = (1 - 0{,}4143) \times 6{,}26\% + 0{,}4143 \times 5{,}79\% = \mathbf{6{,}07\%}$$

3.4.3. Síntese e verificação

Tabela 22 – Custo do capital alheio

Componente	CV Telecom	Unitel T+
Custo efetivo da dívida existente (2025)	2,74%	6,26%
Custo marginal (contratos 2024-2025)	4,38%	5,79%
Proporção média refinanciada em 2027-2028 (w)	37,45%	41,43%
Custo da dívida antes de impostos (K_d)	3,35%	6,07%
Custo da dívida depois de impostos	2,67%	4,83%

Elaboração: ARME.

Os valores obtidos foram confrontados com duas referências. Primeiro, com o custo nocional de um operador com o risco de crédito de Cabo Verde, obtido pela soma da taxa sem risco (1,79%), do *default spread* soberano (3,58%) e do prémio de dívida médio das empresas do grupo BEREC (1,05%), igual a 6,42%: ambos os operadores se financiam abaixo deste limite. Segundo, com as taxas médias dos empréstimos bancários a mais de 5 anos em Cabo Verde (7,3%-7,8% em 2025), que são superiores, como é expectável para empresas de grande dimensão com garantias reais e consignação de receitas. A ARME considera legítimo refletir as condições de financiamento efetivamente obtidas — incluindo as vantagens de financiamentos com garantia do Estado — porque o seu benefício é transferido para os utilizadores através de preços regulados mais baixos.

4. Taxa de Custo Médio Ponderado de Capital para 2027/2028

4.1. Quadro-síntese

A aplicação dos parâmetros estimados no capítulo 3 conduz aos resultados seguintes. Todos os cálculos utilizam os valores com precisão integral.

Tabela 23 – Síntese do cálculo do WACC para a CV Telecom e a Unitel T+ (2027-2028)

Parâmetro	CV Telecom	Unitel T+	Fonte
Taxa de juro sem risco (R_f)	1,79%	1,79%	BEREC 2026 (Alemanha, 5 anos)
Prémio de risco de mercado (ERP)	6,15%	6,15%	BEREC 2026, média aritmética
Asset beta / debt beta	0,28 / 0,10	0,28 / 0,10	BEREC 2026
Equity beta (β_E)	0,3995	0,5031	Fórmula de Miller
Prémio de risco país (CRP)	5,57%	5,57%	Damodaran, jul-2026 (B1)
Custo do capital próprio (K_e)	**9,82%**	**10,45%**	**CAPM + CRP**
Peso do capital próprio E/(D+E)	60,10%	44,65%	R&C 2022-2025
Custo da dívida antes de impostos (K_d)	3,35%	6,07%	R&C 2025
Peso da dívida D/(D+E)	39,90%	55,35%	R&C 2022-2025
Taxa de imposto (t)	20,40%	20,40%	OE 2026
Custo da dívida depois de impostos	2,67%	4,83%	—
WACC nominal depois de impostos	**6,97%**	**7,34%**	**Equação 1**
WACC nominal antes de impostos	**8,75%**	**9,22%**	**Equação 2**

Elaboração: ARME.

4.2. Cálculo detalhado

CV Telecom

K_e = 1,79% + 0,3995 × 6,15% + 5,57% = 9,8169%

$WACC_{post\text{-}tax}$ = 60,10% × 9,8169% + 39,90% × 3,3540% × (1 − 20,40%) = 6,9653%

$WACC_{pre\text{-}tax}$ = 6,9653% / (1 − 20,40%) = 8,7504% ≈ **8,75%**

Unitel T+

K_e = 1,79% + 0,5031 × 6,15% + 5,57% = 10,4541%

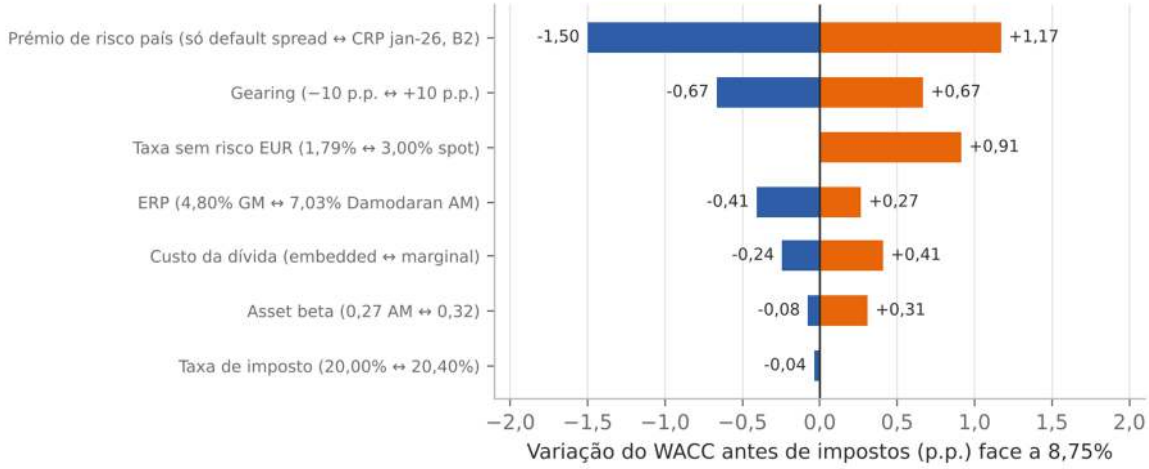
$WACC_{post\text{-}tax}$ = 44,65% × 10,4541% + 55,35% × 6,0684% × (1 − 20,40%) = 7,3416%

$WACC_{pre\text{-}tax}$ = 7,3416% / (1 − 20,40%) = 9,2231% ≈ **9,22%**

4.3. Análise de sensibilidade

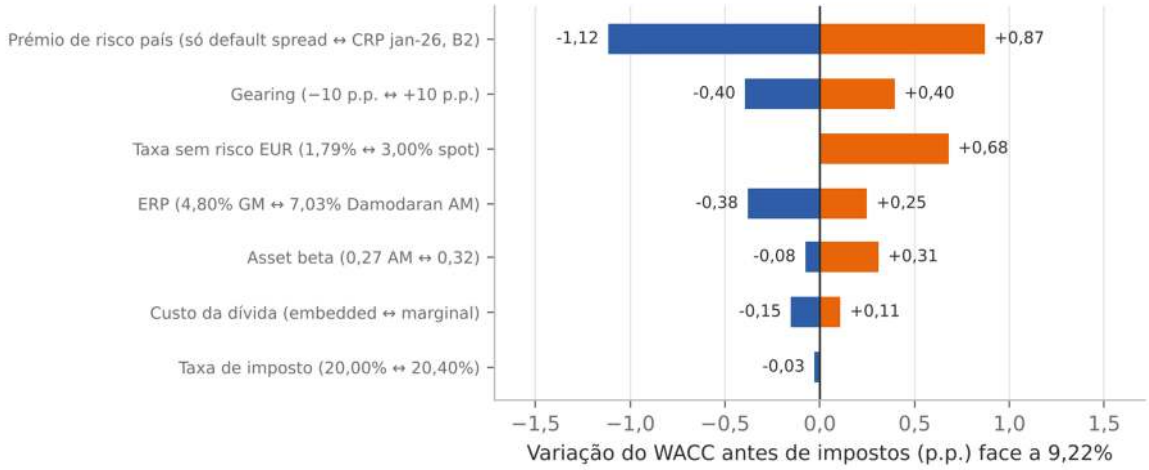
Os gráficos seguintes mostram a variação do WACC antes de impostos quando cada parâmetro é alterado isoladamente entre limites plausíveis, mantendo os restantes no cenário central.

Gráfico 4 – Sensibilidade do WACC antes de impostos – CV Telecom



Elaboração: ARME.

Gráfico 5 – Sensibilidade do WACC antes de impostos – Unitel T+



Elaboração: ARME.

O prémio de risco país é o parâmetro com maior impacto, seguido da taxa sem risco e da estrutura de capital. O efeito do ERP é moderado, porque os *equity betas* são baixos; o da taxa de imposto é marginal.

Tabela 24 – Sensibilidade ao prémio de risco de mercado

ERP	Ke CV Telecom	WACC pre-tax CV Telecom	Ke Unitel T+	WACC pre-tax Unitel T+
4,80%	9,28%	8,34%	9,77%	8,84%
5,48%	9,55%	8,55%	10,12%	9,03%

ERP	Ke CV Telecom	WACC pre-tax CV Telecom	Ke Unitel T+	WACC pre-tax Unitel T+
6,15% (central)	9,82%	8,75%	10,45%	9,22%
7,03%	10,17%	9,02%	10,90%	9,47%
8,44%	10,73%	9,44%	11,61%	9,87%

Elaboração: ARME.

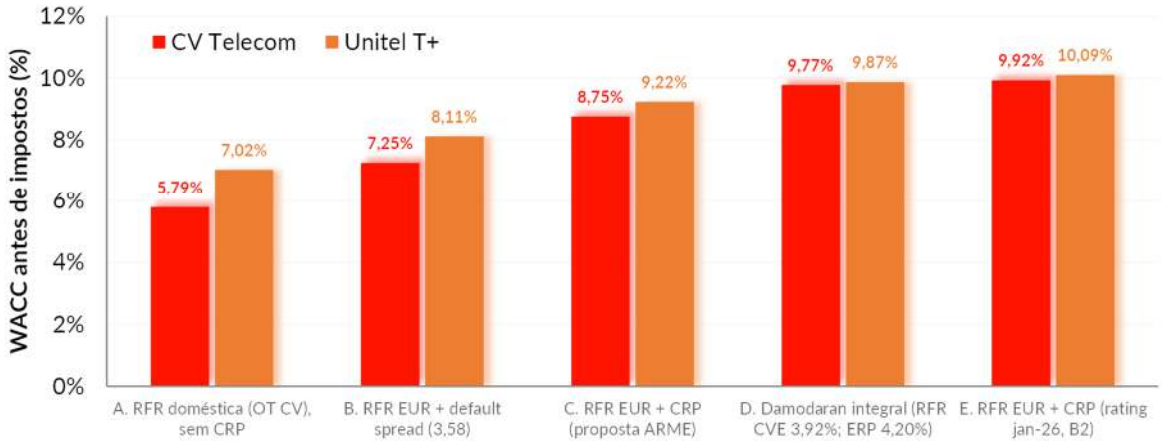
Tabela 25 – Sensibilidade ao prémio de risco país

Prémio de risco país	Ke CV Telecom	WACC pre-tax CV Telecom	Ke Unitel T+	WACC pre-tax Unitel T+
0,00% (sem CRP)	4,25%	4,54%	4,88%	6,10%
3,58% (default spread jul-26)	7,83%	7,25%	8,46%	8,11%
4,67% (default spread jan-26)	8,92%	8,07%	9,55%	8,72%
5,57% (CRP jul-26, central)	9,82%	8,75%	10,45%	9,22%
7,12% (CRP jan-26)	11,37%	9,92%	12,00%	10,09%

Elaboração: ARME.

A tabela e o gráfico seguintes comparam o resultado da arquitetura proposta (C) com as alternativas descritas na secção 2.3, mantendo idênticos os restantes parâmetros (incluindo o custo da dívida).

Gráfico 6 – WACC antes de impostos segundo arquiteturas alternativas



Elaboração: ARME.

Tabela 26 – WACC antes de impostos segundo arquiteturas e variantes alternativas

Arquitetura / variante	CV Telecom	Unitel T+
A. RFR doméstica (OT CV), sem CRP	5,78%	7,02%
B. RFR EUR + default spread (3,58%)	7,25%	8,11%
C. RFR EUR + CRP (proposta ARME)	8,75%	9,22%
D. Damodaran integral (RFR CVE 3,92%; ERP 4,20%)	9,77%	9,87%
E. RFR EUR + CRP (rating jan-26, B2)	9,92%	10,09%
C com custo da dívida apenas embedded	8,51%	9,33%

Arquitetura / variante	CV Telecom	Unitel T+
C com gearing nocional BEREC (51,19%)	8,00%	9,39%
C com taxa sem risco de 3,00% (valor corrente)	9,66%	9,90%
C com realavancagem de Hamada	8,88%	9,41%
C com taxa de imposto de 20,00%	8,71%	9,19%

Elaboração: ARME.

Excluindo a arquitetura A — cuja premissa não se verifica, como demonstrado na secção 2.3 — as variantes razoáveis situam o WACC antes de impostos entre cerca de 7,2% e 9,9% para a CV Telecom e entre 8,1% e 10,1% para a Unitel T+. A proposta situa-se no interior destes intervalos, sem recorrer às opções que mais elevariam o resultado (CRP de janeiro de 2026 ou taxa sem risco corrente).

4.4. Testes de razoabilidade

Tabela 27 – Testes de razoabilidade

Teste	Referência	Resultado
Custo do capital próprio superior ao custo da dívida bancária de longo prazo em Cabo Verde	Taxas de empréstimos a 5-10 anos: 7,75%; > 10 anos: 7,26% (2025)	Cumprido: K_e de 9,82% e 10,45%. Na arquitetura A (5,89% e 6,52%) não seria cumprido.
Custo da dívida inferior ao custo nocional para o risco de Cabo Verde	R_f + default spread + prémio de dívida = 6,42%	Cumprido: 3,35% e 6,07%.
Prémio do capital próprio sobre a dívida	$K_e - K_d$	6,46 p.p. (CV Telecom) e 4,39 p.p. (Unitel T+).
WACC real (inflação esperada 2,05%)	Relação de Fisher	Antes de impostos: 6,57% e 7,03%.
Comparação com reguladores europeus (WACC notificados à CE em 2025)	Portugal 5,12%; Chéquia 5,26% (8,39% para redes NGA); Finlândia 7,37%	Diferencial de 3,6-4,1 p.p. face a Portugal, coerente com o risco país de Cabo Verde.

Fonte: BCV; BEREC (2026), Anexo 6; Damodaran (2026). Elaboração: ARME.

4.5. Comparação com o período 2025-2026

A tabela seguinte compara os parâmetros da decisão de 2025-2026 com os agora propostos.

Tabela 28 – Parâmetros do WACC: decisão 2025-2026 e proposta 2027-2028

Parâmetro	CVT 2025-2026	CVT 2027-2028	Unitel T+ 2025-2026	Unitel T+ 2027-2028
Taxa sem risco	3,83%	1,79%	3,83%	1,79%
Equity beta	0,5886	0,3995	0,6755	0,5031
Prémio de risco de mercado	6,80%	6,15%	6,80%	6,15%
Prémio de risco país	7,08%	5,57%	7,08%	5,57%
Custo do capital próprio	**14,92%**	**9,82%**	**15,51%**	**10,45%**
Gearing	42,77%	39,90%	51,11%	55,35%
Custo da dívida	1,78%	3,35%	5,86%	6,07%
Taxa de imposto	21,42%	20,40%	21,42%	20,40%

Parâmetro	CVT 2025-2026	CVT 2027-2028	Unitel T+ 2025-2026	Unitel T+ 2027-2028
WACC antes de impostos	11,63%	8,75%	12,64%	9,22%

Fonte: ARME. Elaboração: ARME.

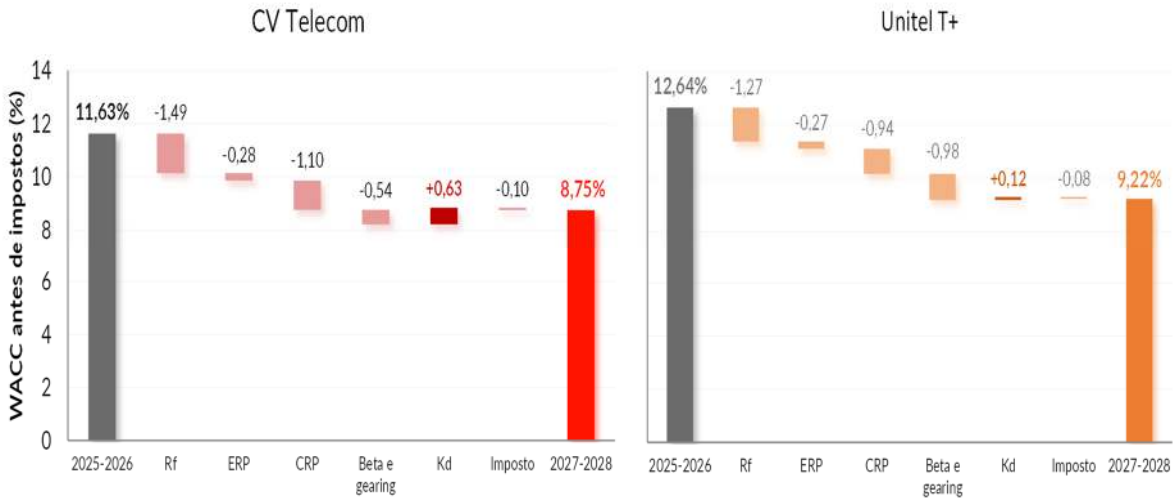
Para identificar o contributo de cada parâmetro, substituíram-se sequencialmente os valores de 2025-2026 pelos agora propostos, pela ordem indicada na tabela:

Tabela 29 – Decomposição da variação do WACC antes de impostos (p.p.)

Etapa	CV Telecom	Unitel T+
WACC 2025-2026	11,63%	12,64%
Taxa sem risco	−1,49	−1,27
Prémio de risco de mercado	−0,28	−0,27
Prémio de risco país	−1,10	−0,94
Beta e estrutura de capital	−0,54	−0,98
Custo da dívida	+0,63	+0,12
Taxa de imposto	−0,10	−0,08
WACC 2027-2028	8,75%	9,22%

Nota: a decomposição sequencial depende da ordem de substituição; os contributos individuais são indicativos.
Elaboração: ARME.

Gráfico 7 – Decomposição da variação do WACC antes de impostos face a 2025-2026



Elaboração: ARME.

A substituição da taxa sem risco doméstica pela referência euro é o fator com maior impacto (cerca de −1,5 p.p. na CV Telecom e −1,3 p.p. na Unitel T+), refletindo a eliminação da dupla contabilização parcial do risco soberano descrita na secção 2.3. Segue-se a descida do prémio de risco país (−1,1 p.p. e −0,9 p.p.), associada à melhoria da notação soberana e à compressão dos spreads internacionais. O beta e a estrutura de capital contribuem com −0,5 p.p. e −1,0 p.p., em resultado do *asset beta* do BEREC 2026 e da realavancagem coerente com o *debt beta*. Em sentido contrário, o custo da dívida aumenta o WACC da CV Telecom em cerca de +0,6 p.p.,

porque o custo de 1,78% utilizado em 2025-2026 é substituído por um custo prospetivo que incorpora as condições da nova dívida.

Uma vez que o WACC é um parâmetro de entrada dos modelos de custeio, a ARME avaliará o impacto da nova taxa nos preços regulados no âmbito das respetivas decisões, podendo, se necessário, prever a sua aplicação gradual nesses instrumentos.

5. Recomendações regulatórias

Para além dos valores propostos, a ARME submete a consulta as seguintes orientações, destinadas a reforçar a robustez, a previsibilidade e a transparência da regulação do custo de capital:

R1. **Arquitetura do risco país.** Consagrar como regra a construção do custo do capital próprio a partir de uma taxa sem risco isenta de risco de incumprimento (referência euro), acrescida de um prémio de risco país autónomo, assegurando que o risco soberano é contabilizado uma única vez.

R2. **Mecanismo de revisão intercalar.** Rever o WACC antes do termo do período se, até 30 de junho de 2027, ocorrer uma alteração da notação soberana de Cabo Verde de dois ou mais níveis, uma variação do CRP publicado por Damodaran superior a 1,5 p.p. face ao valor adotado, ou uma alteração da taxa legal de IRPC.

R3. **Custo da dívida.** Manter a abordagem prospetiva (dívida existente e nova dívida) e instituir o reporte anual pelos operadores, em formato normalizado, do mapa de financiamentos (montantes, taxas, garantias, datas de contratação e plano de reembolsos) e da decomposição dos encargos financeiros.

R4. **Estrutura de capital nocional.** Estudar, para o período regulatório 2029-2030, a adoção de um gearing nocional comum (referência BEREC ou intervalo de valores eficientes), que torne a remuneração independente das decisões de financiamento de cada empresa.

R5. **Taxa sem risco.** Reavaliar na próxima revisão a utilização exclusiva da média de cinco anos, atendendo à subida das taxas de juro europeias; e, caso o Banco de Cabo Verde venha a publicar rendibilidades de mercado secundário das OT, ponderar a utilização de uma referência doméstica de mercado.

R6. **Taxa de imposto.** Confirmar a base legal e a incidência da taxa de incêndio sobre a coleta de IRPC, harmonizando o seu tratamento entre operadores.

R7. **Redes de nova geração.** Caso venham a ser impostas obrigações de controlo de preços sobre redes de fibra ótica (FTTH), avaliar a introdução de um prémio de risco específico para investimentos em redes de capacidade muito elevada, em linha com a Comunicação da CE. Esta avaliação ganha relevância com a Deliberação n.º 62/2025, que impôs à CV Telecom obrigações de acesso e de controlo de preços no mercado de acesso à infraestrutura passiva da rede fixa de acesso local (F3), incluindo condutas, postes e fibra escura.

R8. **Utilização nos modelos de custeio.** Utilizar o WACC nominal antes de impostos nos modelos a custos históricos e a taxa real equivalente nos modelos a custos correntes, aplicando a mesma taxa aos serviços fixos e móveis de cada operador, dado que os comparáveis são operadores integrados. Esta orientação aplica-se a todos os mercados com obrigações de controlo de preços identificados na Deliberação n.º

62/2025 e ao modelo de custeio aprovado pela Deliberação n.º 40/CA/2024, de 27 de novembro.

6. Questões submetidas a consulta pública

A ARME convida os interessados a pronunciarem-se sobre todos os aspetos do presente documento e, em particular, sobre as questões seguintes. Qualquer proposta alternativa deve indicar a fonte, a data de corte, a fórmula e o impacto quantitativo sobre o WACC de ambos os operadores (Anexo C).

N.º	Tema	Questão
Q1	Modelo e variante	Concorda com a utilização do modelo WACC/CAPM e com a fixação do WACC nominal antes de impostos, apresentando-se também a variante depois de impostos?
Q2	Arquitetura do risco país	Concorda com a construção do custo do capital próprio a partir de uma taxa sem risco de referência euro acrescida de um prémio de risco país autónomo (arquitetura C)? Considera que a rendibilidade das OT cabo-verdianas reflete o risco soberano de mercado?
Q3	Taxa sem risco	Concorda com a utilização da média de cinco anos das obrigações alemãs a 10 anos (1,79%), segundo a metodologia da Comunicação da CE?
Q4	Prémio de risco de mercado	Concorda com o ERP de 6,15% (BEREC 2026, média aritmética)?
Q5	Beta	Concorda com o asset beta de 0,28, com o debt beta de 0,10 e com a realavancagem pela fórmula de Miller?
Q6	Prémio de risco país	Concorda com o CRP de 5,57% (Damodaran, julho de 2026) e com a exposição $\lambda = 1$?
Q7	Estrutura de capital	Concorda com a utilização do gearing médio de 2022-2025 de cada operador? Qual a sua posição sobre a adoção futura de um gearing nocional?
Q8	Custo da dívida	Concorda com a combinação do custo efetivo da dívida existente com o custo marginal da nova dívida, e com os valores de 3,35% (CV Telecom) e 6,07% (Unitel T+)?
Q9	Taxa de imposto	Concorda com a taxa de 20,40% (IRPC de 20% acrescido da taxa de incêndio de 2% sobre a coleta)? Confirma a aplicação da taxa de incêndio?
Q10	Revisão intercalar	Concorda com o mecanismo de revisão intercalar proposto e com os respetivos limiares?
Q11	Resultado	Concorda com o WACC antes de impostos de 8,75% para a CV Telecom e de 9,22% para a Unitel T+?
Q12	Outros aspetos	Existem outros aspetos, dados ou fontes que a ARME deva considerar na decisão final?

Bibliografia e fontes

Banco de Cabo Verde (2026), *Boletim de Estatísticas – julho de 2026*, quadros E.7 a E.10. Disponível em www.bcv.cv.

BEREC (2026), *Report on WACC parameter calculations according to the European Commission's WACC Notice of 6th November 2019 (WACC parameters Report 2026)*, BoR (26) 72.

BEREC (2025), *WACC parameters Report 2025*, BoR (25) 64.

Comissão Europeia (2019), Comunicação sobre o cálculo do custo de capital para infraestruturas herdadas no contexto da análise das notificações nacionais no setor das comunicações eletrónicas da UE, JO C 375 de 6.11.2019, e documento de trabalho SWD (2019) 397.

Damodaran, A. (2026), *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – The 2026 Edition*, Stern School of Business (atualização de 5 de março de 2026).

Damodaran, A. (2026), *Country Risk: Determinants, Measures and Implications – The 2026 Edition*, Stern School of Business (Apêndices 7 e 8, julho de 2026).

Cabo Verde, Lei n.º 82/VIII/2015, de 8 de janeiro – Código do Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas, e alterações posteriores.

Cabo Verde, Lei n.º 69/X/2025, de 31 de dezembro – Orçamento do Estado para 2026, Boletim Oficial n.º 133, I Série, 1.º Suplemento.

Cabo Verde, Decreto-Legislativo n.º 7/2005, de 28 de novembro, alterado pelo Decreto-Legislativo n.º 2/2021, de 20 de abril, e pelo Decreto-Lei n.º 12/2022, de 13 de abril.

ARME, Deliberação n.º 62/2025, de 15 de outubro – Decisão de Definição dos Mercados Relevantes no Setor das Comunicações Eletrónicas, Identificação dos Operadores com Poder de Mercado Significativo e Imposição das Obrigações Regulatórias Correspondentes, e Relatório da Consulta Pública, Boletim Oficial n.º 235, II Série, de 10 de dezembro de 2025.

ARME, Deliberação n.º 40/CA/2024, de 27 de novembro – Aprovação do modelo de custeio e dos preços dos serviços grossistas.

Cabo Verde, Decreto-Lei n.º 50/2018, de 20 de setembro – Estatutos da ARME.

Cabo Verde Telecom, S.A., *Relatórios e Contas* de 2022, 2023, 2024 e 2025.

Unitel T+ Telecomunicações, S.A., *Relatórios e Contas* de 2022, 2023, 2024 e 2025.

S&P Global Ratings (fevereiro e agosto de 2026) e Fitch Ratings (abril de 2026), ações de notação sobre a República de Cabo Verde.

Anexo

Anexo A – Mapa da dívida financeira em 31 de dezembro de 2025

Tabela 30 – CV Telecom – financiamentos obtidos em 31-12-2025

Financiamento	Saldo (mCVE)	Taxa
Caixa Económica de Cabo Verde (jan-2020)	142 857	5,00%
Caixa Económica de Cabo Verde (abr-2024)	392 857	4,50%
Banco Caboverdiano de Negócios (jun-2021)	285 714	4,50%
Banco BAI Cabo Verde (ago-2023)	214 286	4,00%
Banco BAI Cabo Verde (dez-2023)	188 544	4,80%
Banco BAI Cabo Verde (dez-2024)	250 240	4,80%
Ecobank (mar-2022)	285 714	4,00%
Sindicato BCA/BI (2019)	71 429	4,875% (variável)
Sindicato BCA/BI (2021)	214 286	4,675% (variável)
Sindicato BCA/BI (2023)	357 143	3,75%
BEI – EllaLink, 1.ª tranche (2019)	645 464	1,28%
BEI – EllaLink, 2.ª tranche (2020)	483 552	1,192%
BEI – EllaLink, 3.ª tranche (2021)	485 285	1,493%
BEI – EllaLink, 4.ª tranche (2022)	119 334	2,03%
Empréstimo obrigacionista – INPS (2022)	168 750	3,20%
Banco Comercial do Atlântico (abr-2025)	468 720	4,00%
Total	4 774 173	3,21% (média ponderada)

Fonte: CV Telecom, Relatório e Contas 2025, Nota 15. Elaboração: ARME.

Tabela 31 – Unitel T+ – financiamentos obtidos em 31-12-2025

Financiamento	Saldo (mCVE)	Taxa
BAI (out-2015)	161 292	5,25%
BCN (2017, reestruturado em 2018)	164 161	7,50%
BCN (jun-2023)	207 435	6,75%
BCN (set-2024)	126 914	6,00%
BCN (jul-2024)	23 287	6,00%
BCN (dez-2024)	110 417	5,50%
BCN – locação financeira (out-2025)	5 076	6,50%
BI (fev-2020)	10 910	5,00%
Ecobank (mar-2022)	114 620	4,95%
Ecobank (mar-2022, painéis solares)	20 042	5,00%
Ecobank (ago e nov-2024)	15 625	6,00%
Ecobank (abr-2025)	106 202	5,75%
Descobertos bancários (BAI, BCN, Ecobank)	88 690	—

Financiamento	Saldo (mCVE)	Taxa
Total	1 154 671	6,05% (média ponderada, excl. descobertos)

Fonte: Unitel T+, Relatório e Contas 2025, Nota 14. Elaboração: ARME.

Anexo B – Siglas e abreviaturas

Sigla	Significado
ARME / ARN	Agência Reguladora Multissectorial da Economia / Autoridade Reguladora Nacional
BCV	Banco de Cabo Verde
BEI	Banco Europeu de Investimento
BEREC	Organismo de Reguladores Europeus das Comunicações Eletrónicas
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CMPC / WACC	Custo Médio Ponderado do Capital / Weighted Average Cost of Capital
CRP	Country Risk Premium – prémio de risco país
DMS	Dimson, Marsh e Staunton (base de dados de rendibilidades históricas)
ERP	Equity Risk Premium – prémio de risco de mercado
IRPC	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas
LRIC	Long Run Incremental Cost – custo incremental de longo prazo
OT	Obrigações do Tesouro
PMS	Poder de Mercado Significativo
p.p.	Pontos percentuais

Anexo C – Modelo de resposta

Para facilitar a análise, solicita-se que as contribuições sejam organizadas de acordo com o seguinte modelo:

Questão	Posição (concorda / discorda / concorda parcialmente)	Fundamentação	Fonte e data de corte	Valor alternativo e impacto no WACC (CV Telecom / Unitel T+)
Q1				
Q2				
…				

