

Relatório da Consulta Pública

Taxa do Custo Médio Ponderado de Capital 2022

Comunicações Eletrónicas



Relatório da Consulta Pública Taxa do Custo Médio Ponderado de Capital 2022

Comunicações Eletrónicas

Praia, 31 de dezembro de 2021

A handwritten signature in blue ink, appearing to be "J. G.", is located in the bottom right corner of the page.

Índice

1 Enquadramento	4
2. Apreciação na generalidade	7
2.1 Comentários gerais	7
2.1.1 Comentários do Grupo Cabo Verde Telecom	7
3. Apreciação na Especialidade - Questões	9
3.1 Custo do capital próprio	9
3.1.1 Taxa de juro sem risco	9
3.1.2 Prémio de risco de mercado	9
3.1.3 Gearing	10
3.1.4 Beta	10
3.2 Custo de capital alheio	12
3.3 Taxa de imposto	12
4. Conclusão	13

Índice de Tabelas

Tabela 1 – Síntese do cálculo do WACC obtido pelo Grupo Cabo Verde Telecom	8
Tabela 2 – Síntese do cálculo do WACC obtido pela ARME para o Grupo CV Telecom e Unitel T+, após resposta do GCVT	13



1. Enquadramento

A fixação da taxa do custo de capital, do ponto de vista regulatório, deve zelar sempre para que seja, por um lado, eficiente, justa e não excessiva para os consumidores e, por outro, garantir que, na ótica dos investidores, o custo de capital remunere adequadamente os investimentos realizados.

No contexto da regulação do mercado das comunicações eletrónicas, procura-se, com a determinação da taxa de custo capital, (i) assegurar os corretos incentivos ao investimento, (ii) garantir a inexistência de distorções nos mercados, através de práticas discriminatórias e anti concorrenciais, (iii) eliminar possíveis barreiras à entrada de novos concorrentes e (iv) proteger os consumidores de preços excessivos, considerando-se essencial a definição de uma metodologia que permita apurar de forma adequada e sem constrangimentos contabilísticos e/ou analíticos, a taxa de custo de capital para remunerar os investimentos das empresas reguladas.

O Decreto-Legislativo n.º 7/2005, de 28 de novembro, com última redação dada pelo Decreto-Legislativo n.º 2/2021, de 20 de abril, no seu artigo 71º, prevê que sejam impostas obrigações de amortização de custos e controlo de preços, incluindo a obrigação de orientação dos preços para os custos e a obrigação de adotar sistemas de contabilização de custos às empresas com Poder de Mercado Significativo, PMS. No entanto, a Autoridade Reguladora Nacional, ARN, deve ter em consideração o investimento realizado pelo operador, permitindo a este último obter uma taxa de rendibilidade razoável sobre o capital investido, tendo em conta os riscos a ele associados.

Em 2011, por Deliberação n.º 01/CA/2011, de 2 de fevereiro, foram consideradas, através do estudo e análise de mercado, as seguintes empresas com PMS: i) a CVTelecom, nos mercados em que atua; ii) a CVMóvel, no mercado grossista da terminação de chamadas de voz; e iii) a CVMultimédia, nos mercados de Banda Larga com e sem fios.

Em 2015, procedeu-se a um novo estudo de análise de mercado das comunicações móveis, através da Deliberação n.º 9/CA/2015, de 29 de outubro, tendo sido declarada a Unitel, T+, também como operadora detentora de PMS, no mercado grossista da terminação de chamadas de voz, na sua rede móvel.

Em 2016, a ARN lançou uma consulta pública para a revisão e definição da metodologia utilizada para cada um dos parâmetros que intervêm na determinação da Taxa de Custo Médio Ponderado do Capital (CMPC), sistematizando a informação utilizada para a atualização dos parâmetros e valores finais.

Contudo, em 2019, com a publicação do relatório da consulta pública o mesmo, ficou assente que a ARN procederia apenas à atualização dos valores dos parâmetros considerados no cálculo do custo médio ponderado de capital para o (s) ano (s) a considerar.

Em 2020, a ARME publicou o relatório da consulta pública e decisão sobre a taxa de custo médio ponderado do capital das empresas de comunicações eletrónicas para o exercício de 2019 a 2020.

Ainda em 2020, por Deliberação n.º 41/CA/2020, de 20 de novembro, foram consideradas, através do estudo e análise de mercado, as seguintes empresas com PMS: i) a CVTelecom, nos mercados em que atua; ii) a CVMóvel, no mercado de acesso de comunicação de voz e SMS, e no mercado de terminações em redes móveis; iii) a CVMultimédia, nos mercados de redes fixas; e, iv) a Unitel T+, nos mercados de terminações em redes fixas e em redes móveis

Por Deliberação n.º 25/CA/2021, de 29 de julho, a Agência Reguladora Multissetorial da Economia -ARME aprovou o relatório da consulta prévia e a decisão sobre a definição do *Glide Path* de taxas de terminação móvel, a vigorar por um período de 18 meses.

Face às análises acima referidas, às operadoras CVMóvel e Unitel, T+, foram impostas obrigações de controlo de preços e contabilização de custos, no mercado grossista da terminação de chamadas de voz, nas suas respetivas redes móveis.

Outrossim, para a telefonia fixa, a obrigatoriedade da implementação do Sistema de Contabilidade Analítica, resulta não só das imposições às empresas declaradas com PMS, como também, da obrigatoriedade definida na cláusula 19ª do Contrato de Concessão¹ entre a CVTelecom e o Estado de Cabo Verde, com a última redação dada, através do Decreto-Lei n.º 36/2021, de 14 de abril.

Relativamente ao 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 63º do Decreto-Legislativo n.º 7/2005, com última redação dada pelo Decreto-Legislativo n.º 2/2021, de 20 de abril.

Em consonância com as melhores práticas internacionais, a metodologia seguida pela ARN para a determinação do custo de terminação móvel a utilizar pelos operadores móveis, é

¹ Cláusula 19ª (Contabilidade)

1. A concessionária é obrigada a dispor de sistema de contabilidade analítica, nos termos da legislação aplicável.
2. Compete à ARN a aprovação da metodologia a utilizar na implementação e utilização do sistema a que alude o número anterior, bem como a verificação e declaração da sua conformidade.
3. Quando, nos termos da cláusula 7ª a concessionária preste outros serviços de forma direta, deve a mesma assegurar a adequada segregação contabilística dos respetivos proveitos e custos.
4. O sistema de contabilidade analítica deverá ter em consideração a separação funcional voluntária prevista na cláusula 31ª-A do presente contrato.

baseada no modelo de custeio LRIC puro, devendo ser considerada a metodologia mais eficiente disponível no período considerado pelo modelo.

Assim, a obrigação de orientação dos preços para os custos, aplicável a operadores com PMS em alguns mercados relevantes, visa fixar preços a um nível que permita ao mercado funcionar adequadamente, tanto quanto possível, como se de um mercado em concorrência se tratasse, tendo em consideração o investimento realizado pelo operador e de forma a permitir-lhe uma rentabilidade adequada desse capital, face aos riscos envolvidos. Contudo, este custo de capital pode não ser o mesmo para os vários serviços da empresa, pelo que o fator de desconto deve ter em consideração o risco associado a cada serviço.

Assim, considerando (i) a Deliberação n.º 01/CA/2011, de 2 de fevereiro, (ii) a Deliberação n.º 9/CA/2015, de 29 de outubro, (iii) a Deliberação n.º 41/CA/2020, de 20 de novembro, que aprova o último estudo do mercado, manteve-se a declaração dos operadores com PMS, bem como as imposições inerentes à aplicação do WACC.

É nesse âmbito, que foi promovida a consulta pública, com o objetivo de definir a taxa a ser aplicada às empresas com PMS, para o ano económico de 2022.

Na senda da consulta acima referida, é importante frisar que:

- Em conformidade com o disposto no número 3 do artigo 19º dos Estatutos da ARME, aprovados pelo Decreto-Lei n.º 50/2018, de 20 de setembro, o prazo para a receção das respostas é de 30 dias de calendário, a partir da data do lançamento da referida consulta, ou seja, **de 23 de novembro a 22 de dezembro de 2021;**
- **a ARN não recebeu contributos e sugestões da Unitel T+;**
- A ARN recebeu a resposta do Grupo Cabo Verde Telecom, **fora do prazo estabelecido (após 4 dias).**

Nos termos da Deliberação nº 1/2006, de 27 de novembro sobre Procedimento da Consulta Pública, a ARME disponibiliza no seu sítio de internet todas as respostas recebidas, salvaguardando qualquer informação identificada como confidencial pelos respondentes e reconhecida como tal pela ARME.

A handwritten signature in blue ink, located in the bottom right corner of the page. The signature is stylized and appears to be a combination of initials and a surname.

2. Apreciação na generalidade

2.1 Comentários gerais

2.1.1 Comentários do Grupo Cabo Verde Telecom

O Grupo CVTelecom (GCVT) concorda, na generalidade, com a metodologia apresentada pela ARME para o cálculo da taxa de custo de capital, nomeadamente na utilização do modelo de base CAPM e na identificação dos parâmetros a considerar no apuramento global da taxa WACC.

No entanto, o GCVT tem também algumas chamadas de atenção a nível metodológico, as quais têm por objetivo dar consistência ao modelo, adaptá-lo mais a realidade do mercado caboverdiano e criar uma metodologia estruturante que possa ser replicada no futuro, reduzindo o risco e aumentando a previsibilidade.

O GCVT esta genericamente de acordo com a ARME nos seguintes temas:

- Adoção da metodologia WACC pre-tax;
- Utilização do modelo CAPM, com a inclusão do risco soberano do país, para a determinação do custo do capital próprio;
- Utilização das OTs do Governo de Cabo Verde para determinação da taxa de juro sem risco (R_f);
- Utilização da taxa de imposto nominal;
- Aplicação da taxa WACC ao biénio.

O GCVT não está de acordo com a ARME nos seguintes temas:

- Prémio de Risco de Mercado;
- Cálculo do Beta.

Em jeito de conclusão, o Grupo Cabo Verde Telecom apresenta na tabela abaixo, a proposta do cálculo do WACC obtido para as empresas, GCVT e Unitel T+. A proposta do GCVT, encontra-se em linha com a metodologia apresentada pela ARME, diferenciando-se no parâmetro prémio de risco do mercado e na aplicação do mesmo Beta as operadoras presentes no mercado, GCVT e Unitel T+. Da mesma forma, reforça-se a necessidade de, em próximas consultas, enriquecer o cesto de operadores comparáveis com operações mais próximas à realidade nacional.

Tabela 1 – Síntese do cálculo do WACC obtido pelo Grupo Cabo Verde Telecom

Inputs		ARME - GCVT	ARME - Unitel T+	Correção -CVT	Correção-Unitel T+
Inputs	RF: Taxa de Juro sem Risco	4,31%	4,31%	4,31%	4,31%
	(Rm - Rf): Prémio Risco	5,76%	5,76%	6,81%	6,81%
	Risco do País	5,37%	5,37%	5,37%	5,37%
	Beta Alavancado	0,69	0,67	0,69	0,69
	G: Gearing	36,30%	40,89%	36,30%	40,89%
	(1-G: E/(E+D)	63,70%	59,11%	63,70%	59,11%
	Custo do Capital Alheio	4,14%	5,64%	4,14%	5,64%
	IRPC: Taxa de Imposto Sobre Rendimento	22,44%	22,44%	22,44%	22,44%
Cálculo do WACC	Ke: Custo do Capital Próprio	13,68%	13,53%	14,41%	14,41%
	Kd: Custo do Capital Alheio Líquido IRPC	3,21%	4,37%	3,21%	4,37%
	WACC: depois de impostos	9,88%	9,79%	10,34%	10,31%
	WACC: antes de impostos	12,74%	12,62%	13,34%	13,29%

Fonte: Grupo Cabo Verde Telecom

Assim, o grupo entende que o recálculo da Taxa WACC aplicável às empresas, do Grupo Cabo Verde Telecom deve ser de **13,34%** e da Unitel T+ de **13,29%**.



3. Apreciação na Especialidade - Questões

Questão 1: Concorda com os valores utilizados no cálculo dos parâmetros a seguir? Justifique.

3.1 Custo do capital próprio

Resposta do Grupo Cabo Verde Telecom

O GCVT considera o modelo CAPM para a determinação do custo do capital próprio como o mais adequado, tendo em conta que é uma metodologia utilizada para a generalidade dos setores regulados e que permite uma grande transparência na determinação dos seus parâmetros e uma simplicidade na sua base teórica. O CAPM permite assim que possíveis assimetrias de informação sejam mais facilmente colmatadas do que seria possível com o recurso a metodologias alternativas.

O GCVT concorda na generalidade com a metodologia aplicada (salvo exceções adiante realçadas) pois, por se tratar de um mercado emergente, com todas as dificuldades na obtenção de dados inerentes a este contexto, justifica-se a adaptação do single factor CAPM, adicionando uma componente que traduz o risco do país. Esta opção traduz-se numa alteração à metodologia anteriormente apresentada mas que no entendimento do GCVT resulta numa maior transparência no cálculo do custo do capital próprio.

3.1.1 Taxa de juro sem risco

Resposta do Grupo Cabo Verde Telecom

As melhores práticas internacionais apontam para a utilização da dívida soberana do Estado como melhor referência para o investimento sem risco e o histórico mostra que os reguladores preferem a utilização de Ots do mercado doméstico, mesmo tratando-se, como é caso de Cabo Verde, de mercados caracterizados por uma reduzida liquidez.

Neste contexto, a CVTelecom concorda com a utilização da média simples das rentabilidades das OTs 10 anos emitidas pelo Estado de Cabo Verde como taxa de juro sem risco a considerar no cálculo do WACC para as empresas do sector.

3.1.2 Prémio de risco de mercado

Resposta do Grupo Cabo Verde Telecom

O GCVT não concorda com a forma de cálculo do prémio de risco de mercado.



A Operadora faz referência que num dos documentos citados, BEREC WACC Parameters Report 2021, recomenda-se a utilização da média aritmética como proxy para estimar o prémio de risco de mercado, por questões de simplicidade e transparência. Pois, se é verdade que a média aritmética tem um upward-bias, por outro lado, a média geométrica sofre o efeito contrário. Contudo, acrescenta ainda que, devido às dificuldades e limitações na obtenção de dados, designadamente, no que diz respeito a rentabilidade/variabilidade do nosso mercado e de mercados similares, faz todo o sentido um alinhamento com o posicionamento de agências de renome, aplicando a média aritmética para o cálculo do prémio de risco de mercado.

Pelo exposto acima, como sugestão, o referido Grupo propõe considerar como prémio de risco de mercado, o valor de 6,81 %.

Entendimento da ARME

A ARME, tendo apreciada a resposta do GCVT em relação ao prémio de risco de mercado, considera utilizar como prémio de risco de mercado, a média aritmética do renomeado Professor Damodaran, no valor de 6,43%; valor esse, intermédio entre a proposta apresentada pelo GCVT (6,81%) e a anterior proposta da ARME (5,76%).

3.1.3 Gearing

Resposta do Grupo Cabo Verde Telecom

O GCVT congratula-se com o fato da ARN, desta vez, ter considerado os dados efetivos do balanço das empresas. Sendo esta uma boa prática, e entendimento do GCVT que se deve constituir como regra, para todas as situações, utilizar dados efetivos do mercado quando existem, uma vez que tal reflete de forma mais precisa a realidade nacional e permite uma maior consistência e transparência metodológica.

3.1.4 Beta

Resposta do Grupo Cabo Verde Telecom

O GCVT não concorda com a metodologia de cálculo do Beta.

A semelhança de processos de consulta pública anteriores, entende a Operadora que a ARME ao recorrer a ferramenta de *benchmark* deve acautelar as devidas adaptações ao contexto do mercado nacional. Pois, de forma recorrente, o Sector das Telecomunicações é comparado com realidades completamente distintas, quer em termos de desenvolvimento económico, quer em termos de escala das operações, ou seja, os operadores considerados no documento

em consulta não são comparáveis com a realidade nacional. Neste sentido, sem exemplificar, o GCVT solicita a inclusão, no cálculo do Beta, de operadores de geografias e dimensões mais próximas às nacionais.

Por outro lado, rebate o fato da ARN considerar a Unitel T+ um operador exclusivamente do negócio móvel, sabendo que esta é detentora de uma autorização global e, efetivamente tem colocado no mercado todos os serviços de comunicação eletrónica. Neste sentido, solicita a implementação desse entendimento pela ARME, ou seja, os mesmos parâmetros para o cálculo do beta devem ser aplicados às duas empresas.

Assim sendo, o GCVT sugere que o valor do Beta de 0,69 deve também ser considerado na Unitel T+.

Entendimento da ARME

Concernente à cautela sugerida pelo GCVT à ARN, na adoção da metodologia de *Benchmark*, o Grupo, na sua resposta à referida Consulta Pública, reconhece da dificuldade na obtenção de dados para o mercado com as características similares a de Cabo Verde.

Também, na mesma resposta, o GCVT ao fazer referência à inclusão, no cálculo do Beta, de operadores de geografias e dimensões mais próximas às nacionais, e não os especificar ou sugerir, para que assim sejam analisados, a ARME considera esta questão subjetiva. Neste sentido, a ARN realça o fato das empresas nacionais do setor de comunicações eletrónicas não serem cotadas na bolsa, e mesmo nos países ditos semelhantes a Cabo Verde, torna-se impossível recorrer à informação bolsista dessas empresas, fato que torna-se difícil utilizar os dados das empresas que supostamente podem ser comparáveis à realidade nacional.

Relativamente à sugestão da aplicação, nas duas empresas, do mesmo valor do parâmetro Beta, pelo fato do GCVT considerar a Unitel T+ um operador do negócio fixo e móvel, a ARME considera que em larga medida os serviços prestados pela Unitel T+ é com base na plataforma de comunicações móveis.

Considerando que a autorização global encontra-se numa fase embrionária, efetivamente o seu impacto só se verifica a partir de 2022 (onde admite-se que os operadores passarão a usufruir da referida autorização na sua plenitude). Assim sendo, no entendimento da ARN, não faz sentido contemplá-la no cálculo do WACC 2022, sendo certo, que o impacto da autorização global fará todo o sentido, no cálculo do próximo WACC.

Pelo exposto acima e considerando os contributos recebidos, a ARME manterá o seu entendimento inicial quanto à metodologia adotada no cálculo do parâmetro Beta.

3.2 Custo de capital alheio

Resposta do Grupo Cabo Verde Telecom

O GCVT concorda com a metodologia de cálculo do custo de capital alheio, uma vez que esta leva em conta os juros suportados, inclusivamente os juros capitalizados, confrontados com o stock médio da dívida, o que se traduz uma visão adequada dos custos de financiamento do GCVT.

3.3 Taxa de imposto

Resposta do Grupo Cabo Verde Telecom

A GCVT concorda com a atualização da taxa nominal de imposto desde que a mesma se mantenha como atualmente, muito próxima da taxa de imposto efetiva. Caso se verifique uma alteração, por exemplo, na política fiscal, que crie alguma disparidade relevante entre os dois valores, deverá ser atualizado o critério, por forma a refletir essa alteração.

A handwritten signature in blue ink, located in the bottom right corner of the page. The signature is stylized and appears to be a combination of initials and a surname.

4. Conclusão

Atendendo aos subsídios recebidos e com base nos entendimentos acima expostos, a ARME procedeu ao cálculo final da Taxa de Custo de Capital.

A tabela a seguir apresenta os detalhes do cálculo da Taxa de Custo Médio Ponderado do Capital para o ano económico de 2022 do GCVT e Unitel T+.

Tabela 2 – Síntese do cálculo do WACC obtido pela ARME para o Grupo CV Telecom e Unitel T+, após resposta do GCVT

Parâmetros	Grupo CV Telecom	Unitel T+	Fonte	Período
Taxa de juro sem risco (R_f)	4,31%	4,31%	Boletim de Estatísticas - Julho 2021 - BCV	ago2015 a jul2021
Beta (β_i)	0,69	0,67	BEREC - Peer group companies 2021	10/jun/21
Prémio de risco de mercado ($R_m - R_f$)	6,43%	6,43%	Média Aritmética (Damodaran)	2021
Risco do país (R_{cv})	5,37%	5,37%	Damodaran (CRP) - Cabo Verde	05/jul/21
Custo de capital próprio $K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) + R_{cv}$	14,14%	13,98%		
$\frac{E}{D + E}$	63,70%	59,11%	$1 - \frac{D}{D + E}$	
Custo de Capital Alheio $K_d = R_f + \text{Prémio da Dívida}$	4,14%	5,64%	Relatório e Contas	2019-2020
$\frac{D}{D + E}$	36,30%	40,89%	Relatório e Contas	2017-2020
Taxa de imposto (t_i)	22,44%	22,44%	Orçamento de Estado 2019	2019
WACC, depois de impostos: $WACC_{post-tax} = K_e \cdot \left(\frac{E}{D + E}\right) + K_d \cdot \left(\frac{D}{D + E}\right) \cdot (1 - t_i)$	10,18%	10,05%		
WACC, antes de impostos: $WACC_{pre-tax} = \frac{WACC_{post-tax}}{1 - t_i}$	13,12%	12,96%		

Fonte: ARME

Em conclusão, a ARME pretende deliberar que para o ano económico de 2022 deve ser utilizada (i) o WACC de **13,12%** para o Grupo CV Telecom; e, (ii) o WACC de **12,96%** para a Unitel T+, permitindo uma taxa de remuneração para os acionistas de 14,14% e 13,98%, respetivamente para o GCVT e Unitel t+, e para os credores, uma taxa de remuneração de 4,14% para o GCVT e 5,64% para a Unitel T+.



