

PROCESSO Nº 53500.004253/2014-91

INTERESSADO: SUPERINTENDÊNCIA DE COMPETIÇÃO

1. ASSUNTO

1.1. Estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) considerando dados de mercado até 2024, conforme Regulamento da Metodologia de Estimativa do CMPC, aprovado pela Resolução nº 706, de 27 de dezembro de 2018.

2. REFERÊNCIAS

2.1. Lei nº 9.472, de 16 de julho de 1997, a Lei Geral de Telecomunicações (LGT).

2.2. Regulamento da Metodologia de Estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC, aprovado pela Resolução nº 706, de 27 de dezembro de 2018.

3. ANÁLISE

DOS FATOS

3.1. Em 27 de dezembro de 2018, o Conselho Diretor da Anatel aprovou a Resolução nº 706 (Resolução nº 706/2018), que promoveu alterações no Regulamento da Metodologia de Estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC, revogando a Resolução nº 630, de 10 de fevereiro de 2014.

3.2. O novo Regulamento de Metodologia do Custo Médio Ponderado de Capital fundamenta-se em arcabouço teórico robusto e corroborado pelas melhores práticas observadas por reguladores e agentes de mercado. Com base nisso, a referida metodologia conferiu à Anatel a escolha de alguns parâmetros que devem ser detalhados no momento do cálculo. Dessa forma, esses parâmetros, bem como os procedimentos de cálculo, serão explicados a seguir.

3.3. As alterações implementadas compreenderam, por exemplo, o cálculo do Prêmio de Risco de Mercado, por meio da utilização de bases de dados do mercado norte-americano; a flexibilização dos procedimentos de estimativa do Custo de Capital de Terceiros; o cálculo do CMPC conforme estrutura de capital específica de uma empresa em caso da necessidade de estimativa de valor presente por fluxo de caixa descontado que exija tratamento individualizado e ajuste aos Quocientes Ótimos de Capital Próprio e de Capital de Terceiros em, respectivamente, 80% (oitenta por cento) e 20% (vinte por cento).

3.4. O artigo 7º do citado Regulamento define que:

Art. 7º O Coeficiente de Risco Sistemático pode ser estimado por meio de Método de Cálculo, observado o disposto na Subseção I desta Seção, preferencialmente, ou por meio de Método de Referências, observado o disposto na Subseção II desta Seção:

Parágrafo único. O Método de Referências será escolhido em qualquer das seguintes situações:

I - na ausência de ações de empresas do setor de telecomunicações abertas em bolsa de valores brasileira e com volume de negociações representativo; ou

II - a critério da Anatel, desde que devidamente fundamentado.

3.5. Dado o exposto, para fins de cálculo do CMPC 2025, o Coeficiente de Risco Sistemático adotado na estimativa é o Método de Referências e o Critério de Agregação aplicado é para o setor de telecomunicações.

3.6. O Método de Referências foi selecionado devido à reduzida disponibilidade de ações de prestadoras de telecomunicações negociadas na B3/Bovespa: Telefônica Brasil e TIM são empresas de capital aberto com negociação em volume na B3; Algar Telecom e Claro são empresas de capital fechado; Telebrás é de capital aberto, mas apresenta baixo volume de negociações na B3; Oi S.A. é de capital aberto, mas as negociações na B3 sofrem influência da segunda Recuperação Judicial; e as bases de dados de Brisanet, Desktop e Unifone compreendem período inferior a 5 anos, período determinado para o cálculo do risco sistemático (beta), pois abriram capital em meados de 2021.

3.7. Nesse contexto, o artigo 20 do Regulamento determina que o seguinte conjunto de dados seja divulgado ao mercado:

Art. 20. A estimativa do CMPC deverá ser declarada pela Anatel em conjunto com as seguintes informações:

I - Critério de Agregação escolhido;

II - Data de Cálculo;

III - Período de dados histórico utilizado para a estimativa do Coeficiente de Risco Sistemático;

IV - Período de dados histórico utilizado para a estimativa do Prêmio de Risco de Mercado;

V - Método de estimativa do Coeficiente de Risco Sistemático;

VI - Custo do Capital de Terceiros;

VII - Custo do Capital Próprio;

VIII - Quociente Ótimo de Capital de Terceiros;

IX - Quociente Ótimo de Capital Próprio;

X - Tributação Incidente sobre o Resultado; e

XI - Nomes das empresas e dos índices de mercado selecionados para a determinação do Coeficiente de Risco Sistemático pelo Método de Referências.

XII - Fonte de dados utilizados para a projeção de inflação brasileira e norte-americana.

Parágrafo único. Quando o Critério de Agregação for somente o setor de telecomunicações, todas as informações relacionadas no **caput** deste artigo deverão ser publicadas no sítio eletrônico da Anatel na internet.

3.8. Com base no exposto, a seguir será analisada a estimativa do CMPC do setor de telecomunicações, contemplando os dados de mercado até o ano de 2024. Deve-se destacar que esta estimativa será utilizada para fins regulatórios da Anatel, conforme estabelecido no artigo 2º do citado Regulamento. Ademais, esta estimativa deverá ser publicada no sítio da Anatel^[1].

3.9. Feitas as devidas considerações iniciais, passar-se-á à análise da estimativa do CMPC.

ESTRUTURA DO CÁLCULO DO CMPC

3.10. O CMPC (que em inglês é *Weighted Average Cost of Capital*, ou simplesmente WACC), é uma média ponderada entre o Custo de Capital Próprio e o Custo de Capital de Terceiros.

3.11. Nesse sentido, a Resolução nº 706/2018 define que o cálculo do CMPC, após a incidência de tributos, em valor nominal, em um dado ano, é calculado segundo a fórmula:

$$CMPC_j^{Pós} = K_d(1 - \tau) \left(\frac{D}{D + E} \right) + K_e^j \left(\frac{E}{D + E} \right)$$

Onde:

- K_d é o Custo do Capital de Terceiros, expresso na forma percentual;
- τ é a Tributação Incidente sobre o Resultado, expressa na forma centesimal;

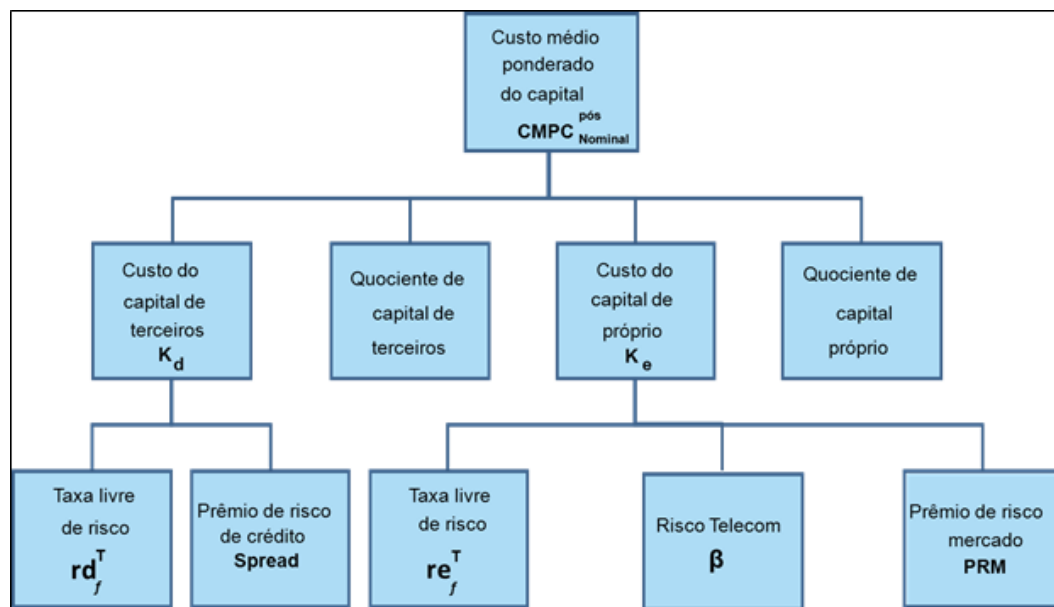
- $\left(\frac{D}{D+E}\right)$ é o Quociente Ótimo de Capital de Terceiros;
- K_s^j é o Custo do Capital Próprio, expresso na forma percentual;
- $\left(\frac{E}{D+E}\right)$ é o Quociente Ótimo de Capital Próprio.

3.12. Cabe ressaltar que, para fins deste cálculo, a Data de Cálculo (T) é o primeiro dia útil do ano no mercado financeiro norte-americano, dia 02/01/2025, e o Critério de Agregação (j) será o setor de telecomunicações. Assim, como a estimativa do CMPC somente terá como ênfase um único Critério de Agregação, sua fórmula de cálculo pode ser expressa sem a referência ao “j”, conforme abaixo:

$$CMPC^{Pós} = K_d(1 - \tau)\left(\frac{D}{D+E}\right) + K_s\left(\frac{E}{D+E}\right)$$

3.13. Em outros termos, a estimativa do cálculo do CMPC pode ser representado pela figura a seguir:

Figura 1 – Estrutura do CMPC original sem ênfase de parâmetros



Fonte: Elaboração própria

3.14. Nesse contexto, no decorrer deste Informe, serão especificados os procedimentos de cálculo de cada um desses parâmetros.

A. QUOCIENTES ÓTIMOS DE CAPITAL

3.15. Os incisos VIII e IX do artigo 3º definem o Quociente Ótimo de Capital Próprio em 80% (oitenta por cento) e o Quociente Ótimo de Capital de Terceiros em 20% (vinte por cento).

B. CUSTO DE CAPITAL DE TERCEIROS

3.16. O custo de capital de terceiros para um dado ano é calculado segundo a fórmula abaixo:

$$K_d = rd_f^T(1 + Spread)$$

Onde:

- rd_f^T é a Taxa Livre de Risco do Custo do Capital de Terceiros
- **Spread** é o Prêmio de Risco de Crédito

B.1. TAXA LIVRE DE RISCO DO CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS

3.17. É o rendimento do Certificado de Depósito Bancário (CDI).

B.2. SPREAD

3.18. Para o cálculo do *spread*, foram utilizadas debêntures emitidas por empresas do setor de telecomunicações indexadas à CDI, emitidas em um período de até três anos da data de cálculo (de 2022 até 2024), conforme inciso VI, do artigo 3º.

3.19. Os valores de *spread* já fixados na debênture [CDI x (1 + *Spread*)], de modo percentual, não necessitaram de processamento. Quanto aos valores adicionais fixados à CDI [CDI + Tx Adicional], de modo absoluto, eles foram convertidos para o formato do *Spread*, de acordo com a CDI na data de emissão da debênture.

3.20. As emissões de debêntures e valores de *spreads* podem ser retiradas do sítio da ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais). A tabela 1 apresenta as debêntures analisadas.

Tabela 1 – Debêntures e *Spreads* percentuais

Debênture	Emissora	Indexação	Valor	Juros Critério Novo - Taxa	Volume emitido	Valor nominal da Emissão (R\$)	Emissão	Vencimento	CDI na data	Spread Percentual
BCPSA2	CLARO S/A	DI	100,00	1,37	1.500.000	1.000	29/08/2022	29/08/2025	13,65%	10,04%
BCPSA3	CLARO S/A	DI	100,00	1,35	1.500.000	1.000	27/09/2023	27/09/2026	13,65%	9,89%
BCPSA4	CLARO S/A	DI	100,00	1,2	3.000.000	1.000	20/02/2024	20/02/2027	11,15%	10,76%
BCPSA6	CLARO S/A	DI	100,00	0,55	1.500.000	1.000	10/10/2024	10/10/2028	10,65%	5,16%
BRIT11	BRISANET PARTICIPACOES S.A.	DI	100,00	2	300.000	1.000	25/08/2022	25/08/2027	13,65%	14,65%
BRIT12	BRISANET PARTICIPACOES S.A.	DI	100,00	1,6	600.000	1.000	10/07/2024	10/07/2030	10,40%	15,38%
BTCL11	BRAZIL TOWER CESSAO DE INFRA-ESTRUTURAS S.A.	DI	100,00	4,5	500.000	1.000	28/12/2022	30/12/2028	13,65%	32,97%
BTEL12	V.TAL - REDE NEUTRA DE TELECOMUNICACOES S.A.	DI	100,00	3,5	4.320.000	1.000	15/06/2022	15/06/2025	12,65%	27,67%
BTEL22	V.TAL - REDE NEUTRA DE TELECOMUNICACOES S.A.	DI	100,00	5,5	500.000	1.000	15/06/2022	15/06/2025	12,65%	43,48%
ALGAA2	ALGAR TELECOM S.A.	DI	100,00	1,55	735.000	1.000	17/09/2022	15/09/2029	9,15%	16,94%
ALGTA3	ALGAR TECNOLOGIA E CONSULTORIA S.A.	DI	100,00	2	300.000	1.000	17/02/2023	17/02/2027	13,65%	14,65%
ASCY13	ASCENTY DATA CENTERS E TELECOMUNICACOES S/A	DI	100,00	2,2	1.030.520	1.000	17/02/2023	17/02/2028	13,65%	16,12%
ASCY15	ASCENTY DATA CENTERS E TELECOMUNICACOES S/A	DI	100,00	2,25	540.000	1.000	20/06/2024	20/06/2030	10,40%	21,63%
CTTP11	CAP TC TORRES E PARTICIPACOES S.A.	DI	100,00	5,5	500.000	1.000	15/09/2024	15/09/2026	11,65%	47,21%
DESK15	DESKTOP S/A	DI	100,00	2,3	350.000	1.000	27/11/2023	27/11/2028	12,15%	18,93%
DESK16	DESKTOP S/A	DI	100,00	1,6	625.000	1.000	17/06/2024	17/06/2030	10,40%	15,38%
DMRJ14	ELEA DIGITAL INFRAESTRUTURA E REDES DE TELECOMUNICACOES S.A.	DI	100,00	4,5	570.000	1.000	18/12/2023	18/12/2030	11,65%	38,63%
HGLB13	HIGHLINE DO BRASIL II INFRAESTRUTURA DE TELECOMUNICACOES S.A	DI	100,00	3	1.150.000	1.000	15/10/2024	15/10/2034	10,65%	28,17%
IHSB13	IHS BRASIL CESSAO DE INFRAESTRUTURAS S.A.	DI	100,00	3,1	1.200.000	1.000	25/08/2023	25/08/2031	13,15%	23,57%
IHSB14	IHS BRASIL CESSAO DE INFRAESTRUTURAS S.A.	DI	100,00	2,8	300.000	1.000	14/06/2024	14/06/2033	10,40%	26,92%
ISYS11	I-SYSTEMS SOLUCOES DE INFRAESTRUTURA S/A	DI	100,00	2,1	160.000	1.000	29/05/2024	29/05/2033	12,65%	16,60%
MOBS12	DB3 SERVICOS DE TELECOMUNICACOES S.A	DI	100,00	1,95	41.000	10.000	30/05/2022	30/05/2028	12,65%	15,42%
MOBS13	DB3 SERVICOS DE TELECOMUNICACOES S.A	DI	100,00	3	80.000	1.000	24/04/2023	24/04/2028	13,65%	21,98%
NKEM11	LEMWIG RJ INFRAESTRUTURA E REDES DE TELECOMUNICACOES S.A	DI	100,00	3,65	675.000	1.000	27/06/2023	27/06/2033	13,65%	26,74%
PXOM11	PROXIMA TELECOMUNICACOES S.A.	DI	100,00	5	70.000	1.000	03/04/2023	13/04/2028	13,65%	36,63%
QMCT12	QMC TELECOM DO BRASIL CESSAO DE INFRAESTRUTURA S/A	DI	100,00	3,25	850.000	1.000	08/02/2022	08/02/2027	10,65%	30,52%
QMCT13	QMC TELECOM DO BRASIL CESSAO DE INFRAESTRUTURA S/A	DI	100,00	3	1.250.000	1.000	15/12/2023	15/12/2028	11,65%	25,75%
SUMI13	GIGA MAIS FIBRA TELECOMUNICACOES S.A.	DI	100,00	1,95	418.000	1.000	30/05/2022	30/05/2028	12,65%	15,42%
SUMI14	GIGA MAIS FIBRA TELECOMUNICACOES S.A.	DI	100,00	3,95	500.000	1.000	25/04/2023	25/04/2028	13,65%	28,94%
SUMI15	GIGA MAIS FIBRA TELECOMUNICACOES S.A.	DI	100,00	3,2	140.000	1.000	30/10/2023	30/10/2028	12,65%	25,30%
TBSP11	TIM BRASIL SERVICOS E PARTICIPACOES S.A	DI	100,00	2,3	5.000.000	1.000	25/07/2023	25/07/2028	13,65%	16,85%
TLPP17	TELEFONICA BRASIL S/A	DI	100,00	1,12	1.500.000	1.000	12/07/2022	12/07/2025	13,15%	8,52%
TLPP27	TELEFONICA BRASIL S/A	DI	100,00	1,35	2.000.000	1.000	12/07/2022	12/07/2027	13,15%	10,27%
VERD14	VERO S.A.	DI	100,00	1,75	163.388	1.000	15/10/2024	15/10/2029	10,65%	16,43%

Fonte: ANBIMA
Elaboração: CPAE

3.21. Para a média ponderada das taxas de *Spread* dessas debêntures, os pesos utilizados foram calculados pela seguinte fórmula:

$$\text{Peso do Spread} = (\text{Volume Emitido} - \text{Volume Cancelado}) \times \text{Valor Nominal da Emissão}$$

C. CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

3.22. O Custo de Capital Próprio para um dado ano é calculado segundo a fórmula:

$$K_f^* = (r_f^{*f} + RP + \beta_j PRM) \frac{I_{BR}}{I_{EUA}}$$

Onde:

- r_f^{*f} é a Taxa Livre de Risco do Custo do Capital Próprio no mercado norte-americano;
- β_j é o Coeficiente de Risco Sistemático (Beta);
- PRM é o Prêmio de Risco de Mercado no mercado norte-americano;
- RP é o Prêmio de Risco País;
- I_{BR} é a expectativa do índice de inflação brasileiro;
- I_{EUA} é a expectativa do índice de inflação norte-americano.

3.23. A realização da estimativa por meio de base de dados do mercado norte-americano deve-se à inadequação da série de dados do Ibovespa em relação à aplicação da metodologia, conforme apresentado no processo nº 53500.072105/2017-42.

3.24. Ressalta-se as exclusões dos períodos de crises mundiais reconhecidas pelo mercado financeiro entre 2008 e 2009 e em 2020. Estes fatos tendem a provocar maior dispersão dos dados financeiros utilizados na estimativa do Prêmio de Risco de Mercado (PRM) e têm a tendência de prejudicar o nível de significância das estimativas envolvidas.

3.25. Com base nisso, e na possibilidade de exclusão de dados em períodos de anormalidade de mercado, previstos nos artigos 9º e 18, optou-se por excluir os períodos de crise de 12/09/2008 a 01/06/2009 e de 24/02/2020 a 01/07/2020 do cálculo do PRM, bem como os reflexos dessas crises neste índice na determinação das respectivas variações nos períodos subsequentes, em face de distorções provocadas pela elevada volatilidade. Os inícios destas exclusões tiveram como evidência, respectivamente, no primeiro caso, a quebra do banco Lehman Brothers e, no segundo caso, o impacto negativo nos mercados mundiais em face da disseminação do contágio do SARS-COV-2. Não houve recomposição do período histórico de dados para o PRM.

3.26. As exclusões dos períodos de crise tendo por base o índice S&P 500 são apresentadas no gráfico abaixo.

Figura 4 – Exclusão dos períodos de crise



Fonte: Refinitiv/LSEG
Elaboração: CPAE

C.1. TAXA LIVRE DE RISCO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

3.27. A Taxa Livre de Risco do Custo do Capital Próprio é a taxa do título de 10 anos emitido pelo Tesouro norte-americano e é a taxa do primeiro dia útil do mercado financeiro norte-americano no período especificado para a estimativa, ou seja, 02/01/2025.

C.2. BETA (Risco Telecom)

3.28. O Método de Referências para o cálculo do beta setorial foi selecionado devido à pequena quantidade de empresas prestadoras de serviços de telecomunicações com ações negociadas na B3/Bovespa: Telefônica Brasil e TIM são empresas de capital aberto com negociação na Bolsa em volume considerado adequado; Algar Telecom e Claro são empresas de capital fechado; Telebrás é de capital aberto, mas apresenta baixo volume de negociações em Bolsa; Oi S.A. é de capital aberto, mas as negociações na Bolsa sofrem influência da segunda Recuperação Judicial; e as bases de dados de Brisanet, Desktop e Unifique são inferiores a 5 anos, período estabelecido para a estimativa do beta, pois abriram capital em meados de 2021.

3.29. A tabela 2 apresenta as Empresas estrangeiras e índices de bolsa de valores utilizados no cálculo do beta setorial desalavancado.

Tabela 2 - Empresas e índices estrangeiros

Empresa	País	Índice de mercado
América Móvil	México	IPC
AT&T	Estados Unidos	NYSE
British Telecom	Reino Unido	FTSE 100
Deutsche Telekom	Alemanha	STOXX50
Orange	França	EURONEXT
Telecom Italia	Itália	FTSEMIB.MI
Telefônica	Espanha	IBEX 35
T-Mobile	Estados Unidos	Nasdaq
Verizon	Estados Unidos	NYSE
Vodafone	Reino Unido	FTSE 100

3.30. Inicialmente, utilizaram-se séries históricas diárias de preços de fechamento do mercado acionário e dos índices de mercado visando a calcular, conforme fórmula abaixo, o beta alavancado para cada uma das empresas em período de 5 anos. O beta alavancado para cada empresa é calculado pela divisão da covariância entre a série de retorno de mercado e a série de retorno da carteira de telecomunicações com a variância da série de retorno de mercado.

$$\beta_{ALV} = \frac{cov(retorno_{mercado}; retorno_{carteira\ telecom})}{var(retorno_{mercado})}$$

3.31. Na sequência, cada um dos betas individuais alavancados foram desalavancados de acordo com as respectivas estruturas de capital de cada empresa.

3.32. O beta realavancado setorial com a estrutura ótima de capital é calculado a partir da média dos betas desalavancados de todas as empresas e posterior realavancagem dessa média pela estrutura de capital 80% / 20%, conforme parágrafo único do artigo 15.

Art. 15. O Método de Referências para a determinação do Coeficiente de Risco Sistemático pode ser obtido por meio de estimativas externas do Coeficiente de Risco Sistemático.

Parágrafo único. As estimativas externas do Coeficiente de Risco Sistemático devem ser desalavancadas e realavancadas, para melhor representarem as estruturas de capital das empresas relacionadas com o Critério de Agregação escolhido, conforme abaixo:

$$\beta_j = \left[\frac{E^* + D^*(1 - \tau)}{E^*} \right] \left[\frac{1}{K} \sum_{k=1}^K \beta_k^{Des} \right]$$

Onde:

K é o número de Coeficientes de Risco Sistemático de referência selecionados; e

β_k^{Des} é o Coeficiente de Risco Sistemático desalavancado de referência:

$$\beta_k^{Des} = \beta_k^{ALV} \left(\frac{\tilde{E}_k}{\tilde{E}_k + \tilde{D}_k(1 - \tau_k)} \right)$$

C.3. PERÍODOS HISTÓRICOS DE DADOS

3.33. O Regulamento aprovado pela Resolução nº 706/2018, nos artigos 9º e 18, possibilitou a escolha dos períodos históricos de dados para as estimativas de PRM e Beta.

3.34. No que tange ao Beta, ele mensura o risco não diversificável referente ao conjunto de ativos que integram a carteira em análise. Tais medidas de risco são muito sensíveis a mudanças de mercado e se alteram de acordo com o tempo. Para que a metodologia seja coerente com essa característica, o seu tempo de análise é, em razão do exposto, menor que o tempo do Prêmio de Risco de Mercado.

3.35. Dessa maneira, de acordo com o artigo 9º da Resolução nº 706/2018, considerou-se um período de cinco anos para a estimativa do beta, conforme destacado no quadro a seguir:

Períodos históricos de dados - Beta
01/01/2020 a 31/12/2024

C.4. PRM (Prêmio de Risco Mercado)

- 3.36. O Prêmio de Risco de Mercado (PRM) é calculado como sendo a diferença entre o retorno esperado de mercado (investimento com risco) e da taxa livre de risco. A estimativa do PRM é obtida por meio do retorno médio do mercado de referência, o índice S&P 500 no mercado norte-americano, deduzido o retorno médio do indicador livre de risco, títulos emitidos pelo Tesouro norte-americano com período de 10 anos (10Y), sendo que S&P 500 e 10Y são utilizados como *proxies* das variáveis de retorno esperado.
- 3.37. Nota-se que a medida do PRM, de acordo com a Resolução nº 706/2018, é histórica e não deve ser inferior a cinco anos, devendo a Agência utilizar o período considerado como relevante para representar a estimativa do Prêmio de Risco de Mercado (artigo 18, §1º).
- 3.38. Para a estimativa do PRM utilizou-se o período de 25 anos, com frequência diária, média simples de prêmios em base anual e exclusão do período de crise, sem reposição.

Período histórico de dados - PRM
01/01/2000 - 31/12/2024

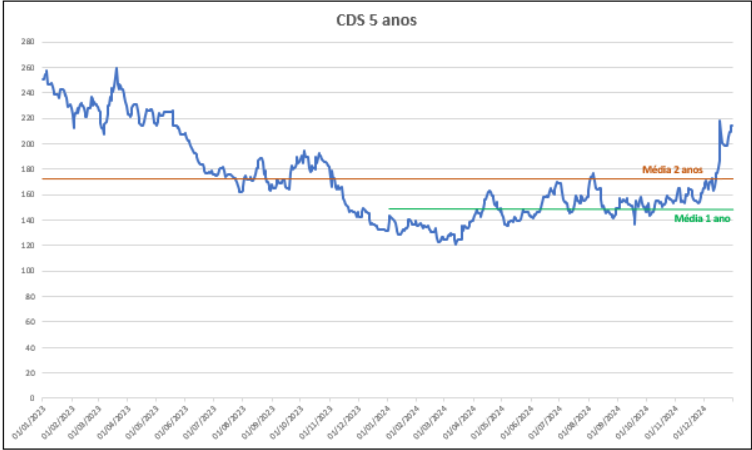
C.5. EXPECTATIVAS DE INFLAÇÃO

- 3.39. Conforme dispõe o artigo 6º, parágrafo 3º, da Resolução nº 706/2018, o Custo de Capital Próprio, quando estimado por meio de dados do mercado norte-americano, deve ser ajustado pelas expectativas de inflação dos respectivos mercados brasileiro e norte-americano, nos seguintes termos:
- Art. 6º. Para fins de cálculo do Custo do Capital Próprio, referente ao Critério de Agregação escolhido, considera-se a fórmula geral:
- [...]
- § 3º O Custo de Capital Próprio, quando estimado por meio de dados do mercado norte-americano, deve ser ajustado pelas expectativas de inflação dos respectivos mercados brasileiro e norte-americano, adotando-se como referência os dados divulgados por meio do Sistema de Metas de Inflação do Banco Central do Brasil ou outra fonte oficial que venha a sucedê-lo, para o caso da projeção de inflação brasileira, e os dados divulgados por meio do índice **Consumer Price Index (CPI)** ou outra fonte que melhor reflita as projeções de inflação norte-americana.
- 3.40. As expectativas de inflação em 2025 para o Brasil e para os Estados Unidos foram determinadas a partir das divulgações realizadas pelo Banco Central do Brasil e pelo Federal Reserve.
- 3.41. A projeção de inflação brasileira para o cenário de referência foi de 4,5% para 2025, formalizada por meio da Ata da 267ª Reunião do Comitê de Política Monetária - Copom, realizada em 10 e 11 de dezembro de 2024 e publicada em 17 de dezembro de 2024^[2],
- 3.42. A projeção de inflação norte-americana (*Personal Consumption Expenditures (PCE) inflation*) foi de 2,6% para 2025, estabelecida na Reunião do Federal Open Market Committee (FOMC) realizada em 17 e 18 de dezembro de 2024, sendo a ata divulgada em 8 de janeiro de 2025 ^[3].

C.6. PRÊMIO DE RISCO PAÍS

- 3.43. Conforme dispõe o artigo 6º, parágrafo 2º, da Resolução nº 706/2018, uma estimativa de Prêmio de Risco País deve ser utilizada quando do emprego de dados do mercado norte-americano. Confirma-se o teor da norma (*caput* já transcrito anteriormente):
- Art. 6º. *Omissis*
- [...]
- § 2º Caso o Custo de Capital Próprio seja estimado com base em dados do mercado norte-americano, o Prêmio de Risco País pode ser estimado pela média do CDS para o mercado brasileiro ou índice de mercado relacionado ao Risco País considerado adequado no período avaliado, por período de pelo menos 01 (um) ano, desde que devidamente fundamentado.
- 3.44. O Prêmio de Risco País foi estimado em 1,725% a partir da média do Credit Default Swap - CDS de 5 anos relativa a títulos soberanos do país, calculado por meio de série histórica de 2 anos (2023 e 2024), disponibilizada na base de dados da plataforma Eikon (Refinitiv), levando em consideração o comportamento do índice, suas respectivas médias para os períodos de 1 ano e 2 anos, conforme figura 5, e a perspectiva do cenário econômico para o país em 2025.

Figura 5 – CDS 5 anos e valores médios para períodos de 1 e 2 anos



D. RESULTADOS E INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

- 3.45. Como dispõe o já citado artigo 20 do Regulamento aprovado pela Resolução nº 706/2018, são apresentados nas tabelas abaixo os resultados e informações complementares relativos à estimativa do CMPC.

CMPC	2024
Critério de Agregação	Setor de Telecomunicações
Data de Cálculo	02/01/2025
Período de Dados Histórico - Beta	5 anos
Período de Dados Histórico - PRM	25 anos
Período de anormalidades de mercado	12/9/2008 a 01/6/2009 24/02/2020 a 01/07/2020
Método de Estimativa do Beta	Referência
Tributação Incidente sobre o Resultado	34%
D/(D+E): % Capital de Terceiros	20%
E/(D+E): % Capital Próprio	80%

Kd: Custo de Capital de Terceiros (pré)	14,479%
Kd: Custo de Capital de Terceiros (pós)	9,556%
Rf: BR Risk Free Return (a.a.)	12,15%
Spread percentual	19,170%
Ke: Custo de Capital Próprio EUA	7,008%
Ke: Custo de Capital Próprio ajustado BR	8,733%
Rf: USA Risk Free Return (a.a.)	4,575%
Beta desalavancado	0,377
Beta alavancado setorial para estrutura de capital 80%/20%	0,439
PRM (a.a.) - EUA	5,545%
Risco País	1,725%
Expectativa inflação EUA (2025)	2,60%
Expectativa inflação BR (2025)	4,50%
CMPC nominal setorial (a.a.)	9,03%
CMPC nominal pré-tax (a.a.)	13,68%

Empresa	País	Índice de mercado
América Móvil	México	IPC
AT&T	Estados Unidos	NYSE
Bristish Telecom	Reino Unido	FTSE 100
Deutsche Telekom	Alemanha	STOXX50
Orange	França	EURONEXT
Telecom Italia	Itália	FTSEMIB.MI
Telefónica	Espanha	IBEX 35
T-Mobile	Estados Unidos	Nasdaq
Verizon	Estados Unidos	NYSE
Vodafone	Reino Unido	FTSE 100

E. DA CONFIDENCIALIDADE

3.46. Por fim, no que tange ao tratamento confidencial, atribuiu-se acesso restrito, de ofício, aos documentos que contêm informações técnicas, operacionais, econômico-financeiras e contábeis, abrangidas pelo artigo 39, parágrafo único, da Lei nº 9.472, de 16 de julho de 1997, a Lei Geral de Telecomunicações (LGT), assim como aos documentos que contêm informações privilegiadas de Sociedades Anônimas, com fundamento no artigo 155, parágrafo 2º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

- [1] Disponível em: www.anatel.gov.br
- [2] Ata do Comitê de Política Monetária – Copom, 267ª Reunião - 10-11 dezembro, 2024, data de publicação: 17/12/2024, em <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascomom/11122024> ou <https://www.bcb.gov.br/content/copom/atascomom/Copom267-not20241211267.pdf>
- [3] <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcminutes20241218.htm> e <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20241218.pdf>
- [4] CAMACHO, F. **Custo de Capital de Indústrias Reguladas no Brasil**. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, V. 11, N. 21, Jun-2004.

4. **CONCLUSÃO**
- 4.1. Pelo exposto, apresenta-se a estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital considerando dados de mercado até 2024 para utilização em fins regulatórios de conveniência da Anatel.
5. **DOCUMENTOS RELACIONADOS/ANEXOS**
- 5.1. CMPC 2025 (SEI nº 13165174) (Memória de Cálculo - **Apartado Sigiloso**).



Documento assinado eletronicamente por **José Borges da Silva Neto**, **Superintendente de Competição**, em 28/01/2025, às 17:25, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 23, inciso II, da [Portaria nº 912/2017](#) da Anatel.



Documento assinado eletronicamente por **Priscila Honório Evangelista**, **Gerente de Acompanhamento Econômico da Prestação**, em 29/01/2025, às 10:54, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 23, inciso II, da [Portaria nº 912/2017](#) da Anatel.



Documento assinado eletronicamente por **Carlos Buzogany Júnior**, **Coordenador de Processo**, em 29/01/2025, às 14:25, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 23, inciso II, da [Portaria nº 912/2017](#) da Anatel.



A autenticidade deste documento pode ser conferida em <http://www.anatel.gov.br/autenticidade>, informando o código verificador **13163944** e o código CRC **5DB18CCE**.