

ANEXO À RESOLUÇÃO Nº XXX, DE XX DE XXXXXXXX DE XXXX

**REGULAMENTO DA METODOLOGIA DE ESTIMATIVA DO CUSTO MÉDIO
PONDERADO DE CAPITAL**

TÍTULO I

DAS DISPOSIÇÕES GERAIS

CAPÍTULO I

DO OBJETIVO E DA ABRANGÊNCIA

Art. 1º Aprovar o Regulamento da Metodologia de Estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC.

Art. 2º O CMPC será estimado para o setor de telecomunicações.

§ 1º O cálculo do CMPC pode ser realizado por meio de outro Critério de Agregação, conforme disposto no artigo 3º, inciso II, deste Regulamento.

§ 2º O Critério de Agregação poderá ser individualizado por empresa ou Grupo econômico para fins especificados pela Anatel.

CAPÍTULO II

DAS DEFINIÇÕES

Art. 3º Para efeitos deste Regulamento, são adotadas as seguintes definições, além de outras estabelecidas pela legislação e pela regulamentação:

I - Coeficiente de Risco Sistemático (β_j): medida de risco não diversificável, referente ao Critério de Agregação escolhido.

II - Critério de Agregação (j): referência de segmentação do capital para fins de cálculo do CMPC.

III - Custo do Capital Próprio (K_j^e): custo de oportunidade nominal, apurado antes da incidência de tributos e expresso em taxa percentual ao ano, de uma unidade adicional de recursos próprios, referente ao Critério de Agregação escolhido.

IV - Custo do Capital de Terceiros (K_j^d): custo de oportunidade nominal, apurado antes da incidência de tributos e expresso em taxa percentual ao ano, de uma unidade adicional de dívida contraída em moeda local ou estrangeira.

V - Data de Cálculo (T): dia utilizado como referência para a realização da estimativa do CMPC.

VI - Prêmio de Risco de Crédito (*Spread*): taxa adicional à remuneração dos Certificados de Depósito Interbancário (CDI), calculado como a média ponderada dos prêmios, na forma centesimal, incluídos nas taxas de rendimentos pós-fixadas pagas aos tomadores de títulos devedores mobiliários emitidos em até três anos da Data de Cálculo (T) pelas empresas prestadoras de telecomunicações do Brasil.

VII – Prêmio de Risco País (RP): prêmio de risco em contratos de *swaps* de crédito para títulos da dívida externa (*Credit Default Swap - CDS*) ou similar, desde que devidamente fundamentado.

VIII - Quociente Ótimo de Capital Próprio ($\frac{E^*}{D^*+E^*}$): percentual de 70% (setenta por cento) utilizado no cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital.

IX - Quociente Ótimo de Capital de Terceiros ($\frac{D^*}{D^*+E^*}$): percentual de 30% (trinta por cento) utilizado no cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital.

X - Quociente Real de Capital Próprio ($\frac{\tilde{E}}{\tilde{D}L + \tilde{E}}$): percentual que representa a participação do Valor Real do Capital Próprio (\tilde{E}) no Valor Real da Empresa Deduzido das Disponibilidades ($\tilde{D}L + \tilde{E}$).

XI - Quociente Real de Capital de Terceiros ($\frac{\tilde{D}L}{\tilde{D}L + \tilde{E}}$): percentual que representa a participação do Valor Real do Capital de Terceiros Deduzido das Disponibilidades ($\tilde{D}L$) no Valor Real da Empresa Deduzido das Disponibilidades ($\tilde{D}L + \tilde{E}$).

XII - Taxa Livre de Risco do Custo de Capital de Terceiros na Data T ($r_T^{d,f}$): rendimento do Certificado de Depósito Interbancário (CDI) em uma data T .

XIII - Taxa Livre de Risco do Custo de Capital Próprio na Data T ($r_T^{e,f}$): rendimento baseado em ativos, denominados em reais, com prazo até o vencimento de no mínimo 5 (cinco) anos, em uma data T , ou rendimento médio de títulos de longo prazo emitidos pelo Tesouro norte-americano, em prazo compatível com aquele usualmente praticado em projetos envolvendo investimentos em infraestrutura.

XIV - Taxa de Retorno do Índice de Mercado na Data T (r_T^m): taxa de retorno, em uma data T , do índice de referência do mercado expresso por índice local ou, justificadamente, do mercado norte-americano.

XV - Tributação Incidente sobre o Resultado (τ): percentual obtido pela composição das alíquotas marginais de impostos e contribuições incidentes sobre o resultado.

XVI - Valor Real do Capital de Terceiros: valor de dívida onerosa que, por sua natureza, represente fonte de financiamento da empresa.

XVII - Valor Real do Capital de Terceiros Deduzido das Disponibilidades (\widetilde{DL}): valor do capital de terceiros deduzido das disponibilidades, tais como caixa, bancos e aplicações financeiras líquidas.

XVIII - Valor Real do Capital Próprio (\widetilde{E}): valor que representa o capital empregado pelos acionistas da empresa.

XIX - Valor Real da Empresa Deduzido das Disponibilidades ($\widetilde{DL} + \widetilde{E}$): resultado da soma do valor real do capital de terceiros deduzido das disponibilidades (\widetilde{DL}) com o valor real do capital próprio (\widetilde{E}).

§ 1º. Os percentuais do Quociente Ótimo de Capital Próprio e Quociente Ótimo de Capital de Terceiros definidos neste artigo poderão ser alterados por ato do Conselho Diretor.

§ 2º. Em se tratando da estimativa de CMPC individualizada, será considerada a estrutura de capital da respectiva empresa ou Grupo Econômico.

TÍTULO II

DA METODOLOGIA DE ESTIMATIVA DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

CAPÍTULO I

DO CÁLCULO DO CUSTO MÉDIO PONDERADO DE CAPITAL

Art. 4º O CMPC é a taxa percentual equivalente à média ponderada dos custos de oportunidade das fontes de financiamento permanentes das prestadoras.

§ 1º Para fins de cálculo do CMPC, em termos nominais, referente ao Critério de Agregação escolhido, após a incidência de tributos, considera-se:

$$CMPC_j^{Pós} = K_j^d (1 - \tau) \left(\frac{D^*}{D^* + E^*} \right) + K_j^e \left(\frac{E^*}{D^* + E^*} \right)$$

§ 2º Para fins de cálculo do CMPC, em termos nominais, referente ao Critério de Agregação escolhido, antes da incidência de tributos, considera-se:

$$CMPC_j^{Pré} = \frac{CMPC_j^{Pós}}{1 - \tau}$$

CAPÍTULO II

DO CÁLCULO DO CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS K_j^d

Art. 5º Para fins de cálculo do Custo do Capital de Terceiros, considera-se:

$$K_j^d = r_T^{d,f} (1 + Spread_j)$$

Parágrafo único. Em caso de quantidade reduzida de títulos mobiliários emitidos pelas prestadoras no mercado local, podem ser utilizadas para a estimativa do Custo do Capital de Terceiros:

I - preferencialmente, dados informados por bancos de investimento e analistas de mercado, entre outros;

II – a taxa resultante da média ponderada dos valores monetários a título de juros contratados em todas as linhas de empréstimo utilizadas pelas empresas à época do cálculo.

CAPÍTULO III

DO CÁLCULO DO CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO K_j^e

Seção I

Do Custo do Capital Próprio K_j^e

Art. 6º Para fins de cálculo do Custo do Capital Próprio, referente ao Critério de Agregação escolhido, considera-se a fórmula geral:

$$K_j^e = (r_T^{e,f} + \beta_j PRM) \frac{I_{BR}}{I_{EUA}} + RP$$

Onde:

PRM é o Prêmio de Risco de Mercado; e

I_{BR} é a expectativa do índice de inflação brasileiro;

I_{EUA} é a expectativa do índice de inflação norte-americano;

RP é o Prêmio de Risco País.

§1º. Caso seja necessário utilizar o rendimento de um ativo de curto prazo como Taxa Livre de Risco do Custo de Capital Próprio (r_T^{ef}), será realizado um ajuste no cálculo para capturar as expectativas de longo prazo.

§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 nos 2 (dois) últimos anos ou outro parâmetro considerado adequado no período avaliado, desde que devidamente fundamentado.

§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 o Sistema de Metas de Inflação estabelecido pelo Banco central do Brasil.

Seção II

Do Coeficiente de Risco Sistemático

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.

Art. 8º A periodicidade diária deve ser utilizada para os dados do cálculo do Coeficiente de Risco Sistemático.

Art. 9º A estimação do Coeficiente de Risco Sistemático pelo Método de Cálculo deve levar em conta período considerado relevante, informado e justificado na memória de cálculo do CMPC.

Parágrafo único. A critério da Anatel, desde que devidamente fundamentado, podem ser desconsiderados dados do período que reflitam situações de anormalidade do mercado para efeito de cálculo do Coeficiente de Risco Sistemático.

Subseção I

Do Método de Cálculo do Coeficiente de Risco Sistemático

Art. 10. A estimativa do Coeficiente de Risco Sistemático obtida pelo Método de Cálculo deve ser desalavancada e realavancada, conforme abaixo:

$$\beta = \left[\frac{E^* + D^*(1 - \tau)}{E^*} \right] \beta^{ALV} \left[\frac{\tilde{E}}{\tilde{E} + \widetilde{DL}(1 - \tau)} \right]$$

Onde:

E^* é a estimativa de capital próprio utilizada nos Quocientes Ótimos de Capital Próprio e de Terceiros;

D^* é a estimativa de capital de terceiros utilizada nos Quocientes Ótimos de Capital Próprio e de Terceiros;

β^{ALV} é o Coeficiente de Risco Sistemático Alavancado.

Art. 11. Para fins do Método de Cálculo do Coeficiente de Risco Sistemático Alavancado, considera-se:

$$\beta^{ALV} = \frac{\sum_{t=1}^T [(r_t^m - \bar{r}^m)(r_t^j - \bar{r}^j)]}{\sum_{t=1}^T (r_t^m - \bar{r}^m)^2}$$

Onde:

r_t^j é o retorno, na data t , da carteira escolhida;

r_t^m é retorno do Índice de Mercado local na data t ; e,

Parágrafo único. Para a estimativa do Coeficiente de Risco Sistemático pelo Método de Cálculo deverão ser consideradas as empresas de telecomunicações que atuam no país.

Art. 12. Para fins de cálculo do Quociente Real de Capital de Terceiros da empresa selecionada considera-se que:

I - o Valor Real do Capital de Terceiros Deduzido das Disponibilidades (\widetilde{DL}) é o valor contábil do passivo oneroso deduzido das disponibilidades, como caixa e equivalentes de caixa;

II - o Valor Real do Capital Próprio (\tilde{E}) é o valor de mercado das ações das empresas; e,

III - o cálculo é realizado pela seguinte representação matemática:

$$\left(\frac{\bar{DL}}{\bar{DL} + \bar{E}} \right) = \sum_{t=1}^T \sum_{m=1}^M \frac{1}{T} \frac{1}{M} \left(\frac{\bar{DL}_t^m}{\bar{DL}_t^m + \bar{E}_t^m} \right)$$

Onde:

$\left(\frac{\bar{DL}_t^m}{\bar{DL}_t^m + \bar{E}_t^m} \right)$ é o Quociente Real de Capital de Terceiros na data t das empresas relacionadas; e,

M é o número total dos Quocientes de Capital de Terceiros das empresas relacionadas, durante todo o período de dados histórico utilizado para as estimativas dos Quocientes de Capital Próprio e de Terceiros.

Art. 13. Para fins de cálculo do Quociente Real de Capital de Terceiros da empresa selecionada considera-se que:

$$\left(\frac{\bar{E}}{\bar{DL} + \bar{E}} \right) = 1 - \left(\frac{\bar{DL}}{\bar{DL} + \bar{E}} \right)$$

Art. 14. As informações contábeis consideradas para o cálculo das médias dos Quocientes Reais de Capital de Terceiros são as declaradas no balanço patrimonial das empresas.

§ 1º O período de dados histórico a ser utilizado para as estimativas dos Quocientes Reais de Capital Próprio e de Terceiros será dos 2 (dois) últimos anos.

§ 2º A periodicidade dos dados utilizados para as estimativas dos Quocientes Reais de Capital Próprio e de Terceiros é trimestral para empresas com capital aberto e anual para empresas com capital fechado.

Subseção II

Do Método de Referências para o Coeficiente de Risco Sistemático

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

Seção III

Do Prêmio de Risco de Mercado

Art. 16. O Prêmio de Risco de Mercado (*PRM*) é o excedente médio da taxa de retorno do índice de mercado em relação à Taxa Livre de Risco do Custo do Capital Próprio.

Parágrafo único. Para fins de cálculo de Prêmio de Risco de Mercado, considera-se:

$$PRM = \frac{1}{P} \sum_{p=1}^P (r_p^m - r_p^{e,f})$$

Onde:

$r_p^{e,f}$ é a Taxa Livre de Risco do Custo do Capital Próprio no mercado brasileiro ou de títulos soberanos do Tesouro norte-americano na data p , em termos anuais;

r_p^m é o retorno do Índice de Mercado local ou do mercado norte-americano na data p , em termos anuais; e,

P é o número de observações no período de dados histórico utilizado para a estimativa do Prêmio de Risco de Mercado, observado o disposto no artigo 18.

Art. 17. A periodicidade dos dados para a estimativa do Prêmio de Risco de Mercado é diária.

Art. 18. O período de dados históricos a ser utilizado será o considerado pela Anatel como relevante para representar a estimativa do Prêmio de Risco de Mercado.

§ 1º O período de dados históricos utilizado para a estimativa do Prêmio de Risco de Mercado não deverá ser inferior a 5 (cinco) anos.

§ 2º A critério da Anatel, desde que devidamente fundamentado, podem ser desconsiderados dados do período que reflitam situações de anormalidade do mercado para efeito de cálculo da estimativa do Prêmio de Risco de Mercado.

TÍTULO III

DO VALOR REAL DOS ATIVOS DE EMPRESAS DE CAPITAL FECHADO

Art. 19. Em se tratando da estimativa de CMPC individualizada para empresa de capital fechado, o Valor Real do Capital Próprio (\tilde{E}) será estimado por processo iterativo utilizando CMPC variável, por meio do Modelo de Precificação de Ativos Financeiros com estrutura de capital variável, devendo a prestadora informar à Agência sobre a estimativa de fluxos de caixa operacional,

investimento e financiamento no período de 10 anos, o valor terminal, o endividamento e respectivas condições de pagamento.

TÍTULO IV

DAS DISPOSIÇÕES FINAIS

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; e,

X - Tributação Incidente sobre o Resultado.

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.

Art. 21. A estimativa do CMPC será expressa com 2 (duas) casas decimais, na forma percentual, sem arredondamento.

Art. 22. Na hipótese de algum índice ser descontinuado, a Anatel pode substituí-lo, justificadamente, até a revisão deste Regulamento.

Art. 23. Na definição de preço de referência pelo direito de exploração de satélite, a Anatel deverá utilizar, preferencialmente, o definido nesta Norma e, extraordinariamente, em metodologia alternativa, desde que devidamente justificado.