



## **PARECER SEI Nº 80/2018/COGIS/SUPROC/SEPRAC-MF**

Assunto: Contribuição à Consulta Pública nº 7/2018 da Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel), que tem por objetivo disponibilizar, para contribuições da sociedade, a proposta de alteração do Regulamento da Metodologia de Estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital – CMPC, aprovado pela Resolução nº 630, de 10 de fevereiro de 2014.

Processo SEI nº 18101.100282/2018-17

### **1 – Introdução**

1. A Secretaria de Promoção da Produtividade e da Advocacia da Concorrência do Ministério da Fazenda (Seprac/MF), em consonância com o objetivo traçado pela Anatel, apresenta, por meio deste parecer, as suas contribuições à Consulta Pública nº 07/2018, com a intenção de contribuir para o aprimoramento do arcabouço regulatório do setor, nos termos de suas atribuições legais, definidas na Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011, e no Anexo I ao Decreto nº 7.482, de 16 de maio de 2011.

2. Segundo a Análise de Impacto Regulatório (AIR) apresentada pela área técnica da Anatel:

O CMPC é a média ponderada dos custos de capital próprio e de capital de terceiros em relação à estrutura de capital de uma empresa e essa taxa é utilizada usualmente pela Anatel para o estabelecimento de valores para licitações de radiofrequência e termos de ajustamento de conduta (TAC), bem como no estabelecimento de valores máximos para algumas tarifas do Serviço Telefônico Fixo Comutado (STFC)

### **2. Análise do Impacto Regulatório (AIR)[i]**

#### **2.1. Identificação do Problema**

3. A identificação clara e precisa do problema a ser enfrentado pela regulação contribui para o surgimento de soluções. Ela, por si só, delimita as respostas mais adequadas para o problema, tornando-se o primeiro elemento da análise de adequação e oportunidade da regulação.

4. A identificação do problema deve ser acompanhada, sempre que possível, de documentos que detalhem a procedência da preocupação que deu origem à proposta normativa e que explicitem a origem e a plausibilidade dos dados que ancoram os remédios regulatórios propostos.

5. No presente caso, esta Seae entende que:

- O problema não foi identificado com clareza e precisão e
- Os documentos que subsidiam a audiência pública não são suficientes para cumprir esse objetivo.

6. A Anatel tratou dos seguintes temas na proposta de consulta em análise:

- Tema 01 – Custo de Capital de Terceiros;
- Tema 02 – Prêmio de Risco de Mercado; e
- Tema 03 – CMPC estimado por empresa.

7. Entretanto trataremos apenas do Tema 03 – CMPC estimado por empresa. Assim, segundo a Agência, o problema do Tema 03, consiste:

8. A rigidez da regulamentação no que se refere à forma de agregação do cálculo do CMPC, pode impedir a correta avaliação de projetos de valoração e implementação de infraestrutura em casos concretos, pois deixam de ser considerados os custos e estrutura de capital específicos da firma.

## 2.2. Opções à Regulação

9. A opção regulatória deve ser cotejada face às alternativas capazes de promover a solução do problema – devendo-se considerar como alternativa à regulação a própria possibilidade de não regular.

10. Com base nos documentos disponibilizados pela agência, a Seprac entende que:

- Foram apresentadas as alternativas estudadas;
- Foram apresentadas as consequências da norma e das alternativas estudadas;
- Foram apresentados os motivos de terem sido preteridas as alternativas estudadas.

11. A Anatel estudou as alternativas para o enfrentamento do problema identificados sobre Tema 3 da consulta pública. A seguir seguem as alternativas estudadas, bem como a alternativa sugerida como solução para o problema Tema 3.

12. As opções regulatórias consideradas para o tema são:

- Alternativa A: Manutenção do *status quo*; e
- Alternativa B: Eliminar vedação ao CMPC individual.
- **Alternativa preferida:** Eliminar vedação ao CMPC individual

## 3. Análise do Impacto Concorrencial

13. O impacto competitivo poderia ocorrer por meio da: i) limitação no número ou variedade de fornecedores; ii) limitação na concorrência entre empresas; iii) diminuição do incentivo à competição; e iv) limitação das opções dos clientes e da informação disponível.

- A norma proposta não tem o potencial de diminuir o incentivo à competição.

## 4. Análise Suplementar

14. Neste ponto é bom lembrar que esta Secretaria já se manifestou acerca das dificuldades inerentes à segmentação do capital para fins de cálculos do CMPC divisional por ocasião da Contribuição à Consulta Pública nº 31/2013 da Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel), referente a proposta de Revisão da Norma da Metodologia de Estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), aprovada pela Resolução nº 535, de 21 de outubro de 2009 (Parecer Analítico sobre Regras Regulatórias nº 229/COGIR/SEAE/MF, de 05 de setembro de 2013<sup>[iii]</sup>). Dada a sensibilidade do tema, entendemos por bem resgatar os argumentos utilizados naquela oportunidade a respeito da ausência de metodologia quantitativa

robusta para o cálculo do CMPC divisional no contexto regulatório brasileiro:

60. Unidades de negócios diferentes enfrentam diferentes níveis de risco do negócio. Isto em teoria deve ser refletido em diferentes estimativas do CMPC para cada unidade de negócio ou divisão. As Agências Reguladoras de Telecomunicações podem reconhecer o fato de que riscos diferentes podem ser encontrados em diferentes atividades ou negócios, os quais podem em tese refletir em distintas estimativas do CMPC, mesmo que a estrutura financeira da empresa seja a mesma. Se assim considerado, poderia ser estimado o cálculo de um CMPC específico/divisional para cada mercado ou área de negócio da empresa, na medida em que a estrutura de capital e a incerteza específica do projeto podem desviar da companhia agregada. [iii]

61. Há vários argumentos contra a adoção de um CMPC divisional. Primeiro, a estimativa de um CMPC divisional é dificultada por questões práticas, como reconhecidas no artigo do *Independent Regulators Group: IRG – Regulatory Accounting. Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation*, de 2007. p. 27: *IRG reconhece que, em teoria, adoção de um CMPC diferenciado é razoável do ponto de vista regulamentar. No entanto, a falta de informações sobre o mercado de capital a nível divisional faz a teoricamente correta determinação do beta ser difícil em certos casos.* (Tradução Livre) [iv]

62. Assim, existe um grande obstáculo para estimar um CMPC divisional, relacionado, principalmente, à falta de dados adequados para apoiar a estimativa. Não há informações de mercado de ações em nível de divisionalização do capital entre áreas de negócios ou segmentação do capital para fins de cálculo do CMPC. Uma vez que as divisões não são negociadas em separado no mercado, não é possível comparar o retorno das ações e o retorno sobre o mercado e medir o seu risco de mercado. Isso se aplica não só para as empresas individuais, mas para o mercado em geral, visto que, normalmente, nenhuma empresa separa, no mercado de capitais a sua unidade de telefonia fixa do negócio da telefonia móvel.

63. Ademais, atualmente a possibilidade de estimativa para áreas de negócios (fixo ou móvel) está se tornando cada vez mais tênue, especialmente para aquelas empresas do setor de telecomunicações envolvidas com redes principalmente fixas, que têm vindo a construir grupos que ofertam integralmente serviços fixos e móveis, criando-se uma dificuldade prática para estimar com precisão os parâmetros para cada empresa individualmente.

64. Estas questões são reconhecidas no artigo do *Independent Regulators Group: IRG – Regulatory Accounting. Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation*, de 2007. p. 27, o qual conclui que:

*Definir o nível adequado de recompensas para as diferentes atividades das empresas é um processo difícil e controverso que também pode causar um excesso de envolvimento regulatório no processo de decisão de investimento.*

*Tem que ser notado que, mesmo que o debate sobre a oportunidade de adotar um CMPC divisional seja muito forte entre as autoridades reguladoras nacionais europeias, devido aos problemas relacionados com sua implementação o seu uso não é tão comum. Atualmente, apenas Ofcom no Reino Unido usa um CMPC divisional para a operadora incumbente BT, enquanto a França usou no passado.* (Tradução Livre)[v]

65. Além de não existir uma visão única sobre como implementar o CMPC divisional, a proposta de regulamento não traz de forma explícita qual o método será utilizado pela agência - visto que, com base na literatura econômica, para calcular um CMPC divisional podem ser agrupados três métodos:

- 1) A abordagem do puro competidor do jogo (*The pure play competitor approach*) [vi];
- 2) Abordagem de informação completa (*Full information approach*) [vii]; e
- 3) A abordagem subjetiva (*The subjective approach*); [viii]

66. Neste sentido, diante das dificuldades práticas do cálculo de estimativa do CMPC divisional, da ausência de escolha por parte da agência de um dos métodos para implementá-lo na regulamentação proposta e da limitada adoção por agências reguladoras nacionais em todo o mundo, esta Secretaria entende que, antes da introdução do CMPC

divisional, faz-se necessário, por parte da Anatel, um aprofundamento ainda maior nos estudos do tema para que não sejam adotadas soluções meramente qualitativas, mas, sim, métodos quantitativos robustos para o cálculo do CMPC divisional no contexto regulatório brasileiro. Ressaltamos que esta nossa preocupação relacionada ao CMPC divisional não se estende aos estudos de viabilidade econômico-financeira dos processos de outorgas específicas, em que agência, com base no CMPC de determinada outorga, fixa na licitação o preço mínimo das outorgas.

15. Entretanto, tais questões foram elucidadas parcialmente pela Análise nº 23/2014- GCRZ, de 14.01.2014, do ex-Conselheiro Rodrigo Zerbone, que assim concluiu:

4.2.19. Quanto à definição do critério de agregação e divisionalização do capital, a área técnica trouxe discussão teórica sobre o tema, entendendo ser necessário alterar a minuta submetida à Consulta Pública para prever expressamente a vedação à divisionalização de capital por empresa. Segundo a área técnica, isso se justificaria por problemas na aplicação do CMPC. A título de exemplo, a utilização de um CMPC por empresa para o modelo de custos implicaria no fato de que uma determinada empresa compradora de interconexão deveria remunerar as características de risco específica da sua fornecedora. Nesse caso, o custo não simularia um mercado eficiente de interconexão, comprometendo todo o modelo. Portanto, inexistem benefícios no cálculo do CMPC por empresa, justificando sua vedação no Regulamento em análise.

(...)

4.2.41. Atualmente, apenas 3 empresas possuem ações listadas em bolsa no mercado brasileiro. Desta forma, quando aplicada a divisionalização do capital no cálculo CMPC – isto é, quando o cálculo é realizado para segmentos específicos, como fixo e móvel, por exemplo – pode haver comprometimento da abordagem do “puro competidor” utilizada na atual proposta:

4.86. Quanto à crítica, da SEAE realizada na contribuição 67, de que a Anatel não realizaria um método robusto do critério de agregação (que não seria nem abordagem do puro competidor do jogo – *the pure play competitor approach* – nem abordagem de informação completa - *Full information approach* -; e a abordagem subjetiva - *the subjective approach* -; e de que o CMPC seria estimado por uma abordagem meramente qualitativa, esclarece-se que a abordagem da Anatel é a do puro competidor do jogo.

4.87. Nesse sentido, faz-se necessário explicar essa metodologia e a forma pela qual ela está abrangida no texto da norma em debate. Abordagem de único competidor utiliza uma empresa representativa da segmentação do capital para representar o Beta das outras empresas naquele critério de agregação. Esse método tem como premissa que o risco incorrido pela empresa representativa do Critério de agregação e o mesmo (ou aproximadamente próximo) para todo o Critério de Agregação.

4.88. Pode-se perceber que esse método é o utilizado por toda a proposta de Regulamento, independente de qual for o Critério de Agregação escolhido. Isso é evidente porque quando o Critério de Agregação for o setor de telecomunicações, não serão as informações de todas as empresas que serão utilizadas no cálculo do Beta. Pelo contrário, atualmente só existem três empresas no Brasil que podem ser utilizadas nas estimativas do CMPC de telecomunicações Tim, a Telefônica Brasil e a Oi. O CMPC estimado dessas empresas será o aplicado para o setor.

4.89. Assim, essa abordagem está de acordo com a *pure play competitor approach*. Da mesma forma, se o critério de agregação for área de negócio fixa ou móvel, serão utilizadas as empresas com maior atuação nessas modalidades para projetar o Beta dessas modalidades.

4.2.42. Ou seja, caso o Critério de Agregação seja extremamente depende de uma ou poucas empresas, o risco específico daquela (s) empresa (s) poderá não representar o segmento considerado, especificamente quando a segmentação for muita, impactando o custo de capital próprio.

4.2.43. Entretanto, é possível que mesmo uma carteira com poucos ativos desempenhe o papel de representar adequadamente um setor ou segmento.

4.2.44. Como é notório, o mercado de telecomunicações brasileiro é bastante concentrado

com a presença de poucos agentes integrados, isto é, que atuam em praticamente todos os segmentos do setor. Isto faz com que as empresas atualmente listadas em bolsa no país preencham, consideradas em conjunto, o requisito do “puro competidor” de mercado, quando o mercado considerado for o setor de telecomunicações como um todo. Isto se deve ao fato de que estas empresas apresentam justamente esta característica de serem grandes players com elevado nível de integração. Quando vistas em conjunto, representam de forma bastante fidedigna a realidade do setor de telecomunicações nacional.

4.2.25. Portanto, entende-se que, caso o Critério de Agregação seja o setor de telecomunicações, as empresas atualmente listadas em bolsa no país são representativas do setor para fins do cálculo do CMPC. (...)

16 Diante de todo o exposto, acreditamos que a recomendação de explicitar a metodologia quantitativa para o cálculo do CMPC divisional no contexto regulatório brasileiro feita à Anatel à época da CP nº 31/2013 referente ao CMPC individual ainda é válida, posto que constatamos a ausência na documentação disponibilizada na consulta em questão de metodologia quantitativa e robusta para estimar o CMPC Individualizado. Neste mesmo sentido vale citar a ANALISE nº 43/2018/SEI/LM, do Conselheiro Leonardo Euler de Moraes, relator da matéria no Conselho Diretor da Agência, o qual chegou a conclusões bastante semelhantes as descritas pela antiga SEAE acima:

Avaliações do CMPC individualizado por empresa não foram disponibilizadas nas respostas da diligência e, sobre esse aspecto, propõe-se que sejam desenvolvidas simulações e que seus resultados sejam tratados conjuntamente com as contribuições recolhidas no curso da Consulta Pública.

17. Ademais é relevante mencionar o *benchmark* (referência) internacional realizada pela *Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones* (CMT), antiga Autoridade Reguladora Nacional do setor de telecomunicações na Espanha<sup>[ix]</sup>, a qual conclui que ela própria era a única a utilizar o CMPC individual (abordagem do negócio/empresa) em toda a Europa. O quadro abaixo mostra as diferentes abordagens para divisionalização do capital e os respectivos países que as utilizam.

<b>Tipos</b>	<b>Definição</b>	<b>Países</b>
Abordagem do Mercado ou <i>pure play competitor approach</i>	o CMPC é estimado usando informações extraídas de empresas que operam no mesmo segmento operacional e geográfico como referência. Obviamente, a aplicação dessa abordagem é condicionada pela disponibilidade, representatividade e comparabilidade das informações dessas empresas e pressupõe assumir que uma determinada medida estatística retirada da relação de empresas selecionadas como comparáveis é o estimador ótimo da variável em questão. Dessa forma, por exemplo, a alavancagem considerada na estimativa do CMPC corresponderá àquela que mostra a média (ou qualquer outra medida estatística escolhida) das empresas que foram selecionadas como comparáveis, que também determinará o custo da dívida para empregar.	Reino Unido, Suécia, Alemanha, Portugal e Itália.
Abordagem do Grupo	o CMPC é estimado considerando que as decisões de financiamento do Grupo a que o operador pertence determinam seu custo de capital. Desta forma, a alavancagem será determinada pela estrutura financeira do Grupo; bem como o custo do financiamento, que será exigido pelo Grupo para os mercados.	França e Holanda
Abordagem do negócio/empresa	envolve estimar o CMPC considerando o custo teórico que resultaria para o negócio regulado caso o operador fosse ao mercado para ser financiado sem o apoio do Grupo a que pertence. Neste caso, a alavancagem considerada para estimar o CMPC será determinada pelo capital investido no referido negócio e o custo da dívida corresponderá ao que obteria no caso de recorrer a financiamento independentemente do Grupo.	Espanha

**Fonte:** CNMC

1. Entretanto, recentemente a CMT em consulta realizada na Espanha concluiu pela abordagem de mercado, tendo em vista as vantagens relacionadas à sua observabilidade e uniformidade em sua aplicação. Quanto às críticas a abordagem do negócio/empresa, a CMT cita as seguintes <sup>[x]</sup>   :

(...) consiste em estimar a alavancagem do próprio operador, deve-se notar que isso apresenta a dificuldade de identificar os itens de dívida que são diretamente atribuíveis ao negócio específico, e às vezes segregar os instrumentos de dívida cujo objeto não está claramente determinado. As limitações inerentes à identificação por um agente externo (como a CMT) dos passivos diretamente atribuíveis ao negócio somente podem ser superadas pelo fornecimento de informações adicionais pelos operadores que nem sempre são verificáveis.

Além disso, embora seja verdade que, como observado, os operadores não têm a mesma estrutura financeira, a teoria financeira geral deve ser observada, o que estabelece que as decisões de investimento e financiamento, embora necessariamente vinculadas, são independentes, de tal forma que as decisões de uma empresa em relação à sua estrutura financeira não devem condicionar o custo de capital geral de aplicado na avaliação do investimento proposto. Neste sentido, embora seja verdade que os investimentos em redes fixas são, em termos de quantidade e termos, diferentes daqueles feitos em redes móveis, isso não necessariamente tem que influenciar a proporção de fundos próprios e estrangeiros com os quais eles são financiados, ou seja, na relação entre Índice Dívida/Patrimônio Líquido (D/E), que geralmente depende das políticas de financiamento adotadas pelo Grupo em nível global. Da mesma forma, entende-se que as decisões que cada operador deve adotar em relação a sua estrutura financeira em um momento específico não devem favorecer ou penalizar o cálculo do custo de capital.

Portanto, para a estimação deste parâmetro, o uso de uma abordagem de Mercado com relação a uma abordagem de Operador é considerado oportuno, uma vez que proporciona maior transparência com base nas informações de mercado, é fácil de calcular e está alinhado com a prática habitual de outros organismos reguladores estrangeiros (como nos casos da Suécia, Portugal, Itália, Reino Unido, Suíça e Alemanha).

No que se refere à limitação, na seleção de empresas comparáveis, à área geográfica de Espanha, os Serviços consideram que limitar o mercado espanhol reduziria demasiadamente a amostra, limitando a sua representatividade para poder ser utilizada como referência na estimação deste parâmetro. Além disso, é prática comum para analistas financeiros considerar os mercados europeus como similares e a maioria dos reguladores europeus (França, Reino Unido, Holanda, Portugal, Suécia, Alemanha, Suíça) também assumem essa proposição. (Tradução Livre)

## 5. Considerações Finais

1. A Seprac reconhece o esforço da Anatel em aprimorar a metodologia, os critérios e os procedimentos de cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), uma vez que a clareza das regras de regulação para o CMPC no setor de telecomunicações é uma variável-chave para possibilitar a estabilidade do ambiente regulatório e a garantia do incentivo ao investimento eficiente no setor. Entretanto, em que pese o esforço da Anatel em promover o debate público sobre a revisão do atual CMPC, a proposta de ato normativo veio desacompanhada de estudos prévios robustos acerca das opções mais adotadas pelas agências reguladoras europeias e nacionais referentes a divisonalização do CMPC, com as suas vantagens e desvantagens para as diferentes abordagens de divisonalização do capital, bem como pela ausência de simulação e de estimativas de cálculos para o CMPC por empresa, o que dificultou de sobremaneira uma avaliação pormenorizada por esta Secretaria do Tema 3 colocado em consulta pública.

À consideração superior,

ADRIANO AUGUSTO DO COUTO COSTA

Coordenador de Inovação, Indústria de Rede e Saúde

MARCELO DE MATOS RAMOS

Coordenador Geral de Inovação, Indústria de Rede e Saúde

De acordo.

ANGELO JOSÉ MONT ALVERNE DUARTE

Subsecretário de Promoção da Produtividade, Concorrência e Inovação

---

[i] Este tópico tem como base o estudo da OCDE intitulado *Recommendation of the Council of the OECD on Improving the Quality of Government Regulation (adopted on 9th March, 1995)*

[ii] [Parecer Analítico sobre Regras Regulatórias nº 229/COGIR/SEAE/MF](#) - Contribuição à Consulta Pública nº 31/2013 da Anatel, referente a proposta de Revisão da Norma da Metodologia de Estimativa do Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC), aprovada pela Resolução nº 535, de 21/10/2009.. [http://seae.fazenda.gov.br/assuntos/central-de-documentos/manifestacoes-sobre-regras-regulatorias/2013/2013/Parecer%20229\\_2013.PDF](http://seae.fazenda.gov.br/assuntos/central-de-documentos/manifestacoes-sobre-regras-regulatorias/2013/2013/Parecer%20229_2013.PDF) –Acessado em 05.04.2017.

[iii]. *CAPÍTULO 14 CUSTO DE CAPITAL E A NOVA REGULAÇÃO DE TELECOMUNICAÇÕES* [http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/arg23\\_cap14.pdf](http://www.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/arg23_cap14.pdf) - acessado em 20/08/2013.

[iv] *“IRG recognizes that in theory the adoption of a differentiated WACC is reasonable from a regulatory point of view. However, the lack of capital market information at divisional level makes the theoretically correct determination of beta in some cases difficult.”*

[v] *For these reasons, setting the appropriate level of rewards for the different company’s activities is a difficult and controversial process that may also cause an excessive regulatory involvement in the investment decision process.*

*It has to be noticed that, even if the debate on the opportunity to adopt a divisional WACC is quite strong among European NRAs, due to the problems related with its implementation its use is not so common. Currently only Ofcom in UK uses a divisional WACC for the incumbent operator BT, whereas France used it in the past.*

[vi] *In the pure-play approach the manager or analyst tries to identify several single product companies that are acting in the same line of business as the project or the division being evaluated. Consequently a pure-play firm is a publicly traded firm in solely the same line of business with the same operating risk as the division of the firm. It is important that the firm is operating in only this single line of business. Brigitte Grabner (2009) Risk-adjusted hurdle rates for organizational units and types of investments [http://othes.univie.ac.at/6654/1/2009-08-29\\_0304911.pdf](http://othes.univie.ac.at/6654/1/2009-08-29_0304911.pdf) - acessado em 03/09/2013.*

[vii] *The full information approach is based on the theoretical observation that the beta of a multidivisional firm should be equal to the market value weighted average of the divisional betas. Assuming that the market values of the divisions are known, the full information approach aids in solving the simultaneous equations relating firm betas to the divisional beta and divisional market values, using market values as independent variables. With the multidivisional firm betas as dependent variable, cross-sectional analysis is then used to estimate divisional betas. In this way all firms that are engaged in the relevant line of business, both pure play and multi-divisional, may be included in the sample. This is the justification for the name given, full information approach. Independent Regulators Group: IRG – Regulatory Accounting. Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation, de 2007. p. 27 - [http://www.irg.eu/streaming/erg\\_07\\_05\\_pib\\_s\\_on\\_wacc.pdf?contentId=543314&field=ATTACHED\\_FILE](http://www.irg.eu/streaming/erg_07_05_pib_s_on_wacc.pdf?contentId=543314&field=ATTACHED_FILE) – acessado em 20/08/2013.*

[viii] *The so called heuristic based approach provides a possible solution to the problems encountered in calculating the divisional cost of capital from the total cost of capital, given the lack of capital market information at divisional level. These techniques use the total cost of capital of a multi-divisional company and then takes into account data on various idiosyncratic, accounting and fundamental risk factors to obtain a risk-adjusted estimate used a proxy for the true divisional cost of capital. Independent Regulators Group: IRG – Regulatory Accounting. Principles of Implementation and Best Practice for WACC calculation, de 2007. p. 27 - [http://www.irg.eu/streaming/erg\\_07\\_05\\_pib\\_s\\_on\\_wacc.pdf?contentId=543314&field=ATTACHED\\_FILE](http://www.irg.eu/streaming/erg_07_05_pib_s_on_wacc.pdf?contentId=543314&field=ATTACHED_FILE) – acessado em 20/08/2013.*

[ix]. Em 2013 a CMT foi integrada na [Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia](#) (CNMC).



[x]. CNMC. “Resolución sobre el procedimiento sobre el establecimiento de la nueva metodología de cálculo del coste del capital medio ponderado (WACC) de los operadores declarados com poder significativo de mercado por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, así como la estimación de WACC regulado para el ejercicio 2012 de los operadores obligados (MTZ 2012/1616)”. 2012