



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

JAIME ALMENAR BELENGUER, Secretario del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, en uso de las competencias que le otorga el artículo 40 del Reglamento de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, aprobado por Real Decreto 1994/1996, de 6 de septiembre,

CERTIFICA:

Que en la Sesión N° 26/07 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 19 de julio de 2007, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE FRANCE TELECOM ESPAÑA, S.A, DE TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2007

(Expediente AEM 2007/648)

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.- Con fecha 28 de mayo de 2007, tuvo entrada en el Registro de esta Comisión un escrito presentado por Don José Joaquín Mollinedo Chocano, en nombre y representación de France Telecom España, S.A., (en adelante, FTES), por el que se solicita que la Comisión tenga por presentada y justificada la propuesta de tasa de retorno (en adelante WACC) a aplicar por FTES para el año 2006. Se adjunto lo siguiente información:

- Anexo 1. Propuesta de tasa anual de retorno, donde se detalla la propuesta presentada.
- Documento 1. Detalle de la deuda neta al 31 de octubre de 2005.
- Documento 2. Detalle de deuda asumida por ONO.
- Documento 3. Balances de fusión a 1 de enero de 2006 de FTES y sociedades absorbidas.
- Documento 4. Certificado de cumplimiento de condiciones de la deuda.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Documento 5. Desglose de costes fijos y costes variables.
- Documento 6. Nota nº 4 (*Main acquisitions and disposals*) de las cuentas consolidadas del grupo France Telecom, correspondientes al ejercicio 2005,
- Documento 7. Balance y cuenta de resultados de FTES A 31/12/2006.

De acuerdo a la solicitud presentada se procedió el día 28 de mayo de 2007 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2007/648.

Segundo.- Con fecha 1 de junio de 2007, tuvo entrada en el Registro de esta Comisión un escrito presentado por Don José Joaquín Mollinedo Chocano, en nombre y representación de FTES, por el que se solicita la modificación del anterior de 28 de mayo, en el sentido de corregir el error material en el contenido, indicado que su propuesta se refiere al ejercicio 2007.

Tercero.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa propuesta de coste de capital, el 8 de junio de 2007 la CMT solicitó a FTES que presentara la siguiente información:

- 1) Cuentas anuales completas del ejercicio 2006 de France Telecom España, S.A.
- 2) Balance y cuenta de resultados correspondiente al primer trimestre del ejercicio 2007.
- 3) Cuenta de resultados segmentada por líneas de negocio para el ejercicio 2006.
- 4) Aportación, si es posible, de informes de bancos de inversión u otros expertos independientes que recoja la valoración del negocio móvil de France Telecom España, S.A y justifiquen la valoración asignada por FTES.
- 5) Conciliación de la cifra de deuda con coste financiero a 31 de diciembre de 2006 alegada por FTES (3.945 millones €) con el balance de situación a dicha fecha.
- 6) Para la justificación de la prima de riesgo de la deuda, identificación de los bonos corporativos a los que se hace referencia, indicando mercado en el que cotizan.
- 7) Aportación de la cotización media del último trimestre de los CDS de France Telecom.
- 8) Copia del contrato de préstamo participativo al que se refiere el anexo de la solicitud presentada.
- 9) Avance de la autoliquidación del Impuesto sobre beneficios del ejercicio 2006.
- 10) Detalle y cuantificación de las deducciones y bonificaciones, con expresión de su naturaleza, indicación, si es posible, si tienen su origen



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

en el negocio móvil o resto de los negocios y plazo previsto de aplicación.

- 11) Detalle y cuantificación de las diferencias permanentes previstas para los ejercicios 2007 y siguientes, con expresión de su naturaleza, indicación, si es posible, si tienen su origen en el negocio móvil o resto de los negocios y plazo previsto de aplicación.
- 12) Para las betas aportadas, referidas a operadores comparables, identificación de la metodología utilizada para su cálculo e identificación de las fechas a las que se refieren los datos utilizados para su estimación. Aportación de soporte documental donde figure el valor de la Beta alegada para los operadores comparables.
- 13) Justificación de la restricción de las empresas tomadas como referencia para el cálculo de la beta con respecto a las consideradas en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, por la que se aprueba la revisión de la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores declarados dominantes (AEM 2006/736)
- 14) Justificación de forma más detallada del ajuste de la beta desapalancada sectorial para pasar del índice S&P500 al IBEX 35.

Cuarto.- Con fecha 27 de junio de 2007 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito y varios anexos de FTES que respondían al requerimiento de información mencionado en el punto tercero.

Quinto.- Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la CMT aprobó la Resolución sobre la revisión de la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores declarados dominantes.

Sexto.- Con fecha 30 de noviembre de 2006 se aprobó la tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo del coste de capital del ejercicio 2006.

Septiembre.- Con fecha 31 de julio de 2006 Retevisión Móvil, S.A., fue absorbida por France Telecom España, S.A, subrogándose esta última en los derechos y obligaciones de aquella. Dicha fusión fue inscrita en el Registro de Operadores de Redes y Servicios de Comunicaciones electrónicas por Resolución del Secretario del Consejo de la CMT de 30 de octubre de 2006.

II. HABILITACION COMPETENCIAL

Conforme a lo establecido en el artículo 48 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones (en adelante, LGTel), la Comisión tiene como objeto el establecimiento y supervisión de las obligaciones específicas que hayan de cumplir los operadores en los mercados de telecomunicaciones. Además, el artículo 13 de la LGTel señala que la Comisión podrá imponer a los operadores que hayan sido declarados con poder



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

significativo en el mercado obligaciones en materia de separación de cuentas, control de precios y contabilidad de costes.

El artículo 3 de la citada Ley 32/2003 recoge los objetivos cuya consecución debe garantizar esta Comisión, siendo el primero de ellos “fomentar la competencia efectiva en los mercados de telecomunicaciones y, en particular, en la explotación de las redes y en la prestación de los servicios de comunicaciones electrónicas y en el suministro de los recursos asociados a ellos. Todo ello promoviendo una inversión eficiente en materia de infraestructuras”.

Por su parte, el artículo 48.3 de la LGTel establece que, en las materias de telecomunicaciones reguladas en esta Ley, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones ejercerá, entre otras, la siguiente función:

“g) Definir los mercados pertinentes para establecer obligaciones específicas conforme a lo previsto en el capítulo II del título II y en el artículo 13 de esta ley.”

Con fecha 23 de febrero de 2006, la CMT aprobó la definición y el análisis de los mercados de terminación de llamadas vocales en redes móviles individuales, la designación de operadores con poder significativo de mercado en esos mercados y la imposición de obligaciones específicas.

Tras el análisis efectuado, se ha concluido que estos mercados no eran realmente competitivos y se ha identificado a Telefónica Móviles, de España, S.A.U, a Vodafone España y a Retevisión Móvil, S.A (actualmente FTES), como operadores con poder significativo en los mismos, imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

Según lo dispuesto en la citada Resolución, en tanto la CMT no defina un nuevo sistema de contabilidad de costes, los operadores citados deberán utilizar el establecido en la Resolución sobre Principios, Criterios y Condiciones del Sistema de Contabilidad de Costes a desarrollar por Telefónica de España, por Resolución de 15 de julio de 1999. Mediante Resolución de 14 de diciembre de 2004, el Consejo de la CMT aprobó con modificaciones la Propuesta de Sistema de Contabilidad de Costes de Retevisión Móvil, S.A, de acuerdo con los Principios anteriormente aludidos.

De acuerdo con el apartado 3.2.c) del anexo de la Resolución de 15 de julio de 1999 por la que se aprueban los Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes, antes del comienzo de cada ejercicio la operadora comunicará a la Comisión la “tasa anual” que propone aplicar para la determinación del estándar de “costes corrientes” en el ejercicio entrante, justificando su cuantía. La Comisión resolverá sobre su aplicación o



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

modificación razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial.

III. PROPUESTA DE TASA ANUAL DE COSTE DEL CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2007 REALIZADA POR FTES

FTES propone a la CMT la aprobación de una tasa anual de retorno antes impuestos (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del ejercicio 2007, del 14,79%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por FTES para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades: de un 32,5% resultando un WACC después de impuestos: un 9,98%.

III.1. WACC después de impuestos

El WACC después de impuestos propuesto por FTES es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2007 del coste del capital propio y del coste de la deuda, ponderados en función de la composición de su estructura financiera. Conforme a la Recomendación 98/322/CE, y como es habitual en la práctica financiera, el coste medio ponderado del capital debe reflejar el coste de oportunidad de los fondos invertidos en los activos conforme a la expresión:

$$WACC = k_e * E / (E + D) + k_d * D / (E + D),$$

donde k_e es el coste de los fondos propios, k_d es el coste de la deuda, E es valor de total de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda.

Los valores de los parámetros propuestos por FTES se detallan en el cuadro siguiente.

Tabla 1. Propuesta de FTES de tasa anual de coste del capital para el 2007

CONCEPTO	Cuantía
Tipo de interés libre de riesgo	3,93%
Prima por riesgo del mercado	6,30%
Beta de las acciones	1,16
Coste de los fondos propios	11,24%
Coste de la deuda	4,75%
Coste Deuda después de impuestos	3,21%
Ratio de deuda sobre valor total	15,68%



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

CONCEPTO	Cuantía
Tipo impositivo marginal	32,50%
Tipo impositivo efectivo	32,50%
WACC después de impuestos	9,98%
WACC antes de impuestos	14,79%

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

Siguiendo la Resolución de 21 de diciembre de 2006, FTES considera como interés del activo libre de riesgo el resultante de la ponderación¹ de los tipos de interés medios de las tres últimas subastas del Tesoro Público de obligaciones del Estado, anteriores al inicio del ejercicio 2007 y con vencimiento a 10 años. Como resultado, FTES estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2007 en un 3,93%.

III.3 Prima de riesgo del mercado

Para la prima por riesgo del mercado, FTES propone el valor aprobado por la Resolución de 15 de marzo de 2007, sobre la propuesta de Telefónica de España, S.A.U y en la Resolución de 7 de junio de 2007, sobre la propuesta de Telefónica Móviles de España, S.A.U. El valor aprobado en dichas resoluciones fue de 6,30%.

III.4 Beta del negocio móvil de FTES

FTES manifiesta que su condición de empresa que no cotiza en el mercado bursátil impide la estimación directa de su parámetro beta. Para la estimación de la beta FTES propone seguir el método en 4 etapas de acuerdo con la Resolución del 15 de junio de 2006:

- 1) Identificación de una muestra de empresas cotizadas comparables.
- 2) Corrección de las anteriores betas tomando en consideración el apalancamiento operativo y financiero de las empresas comparables.
- 3) Obtención de la beta desapalancada sectorial como una media de la muestra.
- 4) Calculo de la beta apalancada del operador incorporando a la beta sectorial los riesgos operativos y financieros de la operadora.

FTES propone como empresas integrantes de la muestra a Telia Sonera y Telenor que presentan, según FTES, los siguientes parámetros:

¹ La ponderación se realiza dando un peso de 1/2 a la emisión más reciente, 2/3 y 1/3 a la emisión más antigua.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 2. Propuesta de comparadores para el cálculo de la beta de FTES

PARÁMETRO	Telia Sonera	Telenor
Beta apalancada	0,97	1,22
Deuda/Fondos propios	0,23	1,30
Tipo impositivo	20,46	33,44
Beta desapalancada	0,82	0,65

Con dicha muestra resulta una beta media sectorial de un 0,735. FTES corrige dicho importe mediante un ajuste que pretende recoger la diferente evolución durante los últimos 15 años entre la evolución del S&P500 (referencia tomada para el cálculo de la beta de los comparables) y el IBEX-35 (referencia para la beta de FTES). Tras ese proceso la beta desapalancada sectorial que obtiene es de 0,81.

Para llegar, finalmente, a la beta de FTES, aplica la siguiente fórmula:

$$\beta_A = \beta_D^1 \left[1 + \frac{D(1-t)}{E} \right] \left[1 + \frac{CF}{Cv} \right] \quad (\text{Fórmula 1})$$

Donde β_A es la beta apalancada, β_D^1 es la beta desapalancada, t es el tipo impositivo marginal de la empresa y D/E es el ratio de deuda sobre el valor de mercado de los fondos propios (apalancamiento financiero), CF son los costes fijos y Cv son los costes variables.

Tras aplicar una relación Deuda/Fondos propios de 18,59%, un tipo impositivo de 32,50% y un apalancamiento operativo de un **[CONFIDENCIAL]** resulta una propuesta de beta apalancada para FTES de 1,16:

III.5 Coste de los Fondos Propios.

Teniendo en cuenta los valores anteriormente propuestos y aplicando la relación establecida por el CAPM,

$$k_e = R_f + \beta (E[R_m] - R_f),$$

FTES propone un coste de los fondos propios de 11,24%.

III.6 Coste de la deuda y prima por riesgo

FTES estima el coste de la deuda y la correspondiente prima de riesgo a partir de la emisión de un bono corporativo de France Telecom, con vencimiento a 10 años y un tipo de interés nominal del 4,75%. Sobre ese tipo de interés FTES deduce el coste de la deuda y resulta, en consecuencia, una propuesta de prima de riesgo de 0,82%.

III.7 Estructura financiera.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

FTES señala que tras la fusión su estructura de capital ha dejado de ser representativa del área de actividad móvil.

Para la valoración del negocio móvil toma como referencia la adquisición de Retevisión Móvil, S.A por el Grupo France Telecom, realizada en octubre del año 2005. En dicha operación FTES pagó 6.687 millones de euros por la adquisición de una participación del 79,29% de las acciones de Auna Operadores de Telecomunicaciones, S.A (en adelante, AUNA), que a su vez poseía una participación del 97,9% en Retevisión Móvil, S.A. A partir de esto, FTES deduce que el valor de los fondos propios de AUNA fue de 8.615 millones de euros. Si se suma la deuda en el momento de la transacción (4.604 millones de euros) se llega a un valor del total del grupo AUNA de 13.219 millones de euros. A dichos importes FTES sustrae 2.022 millones de euros correspondientes al precio pagado por ONO por adquirir el negocio fijo del grupo AUNA y otros 161 millones de euros de deuda asumida por ONO. De acuerdo con los cálculos de FTES resulta una valoración del negocio móvil de 11.036 millones de euros.

Las cifras propuestas por FTES para este apartado se resumen en:

Tabla 3. Propuesta del valor de la empresa

CONCEPTO	IMPORTE
Total precio por 79,29% AUNA (97,90% AMENA)	6.687 M€
Total precio	8.615 M€
Deuda a 31/10/05	4.604 M€
Subtotal	13.219 M€
Efectivo recibido por venta AUNA TLC	2.022 M€
Deuda asumida	161 M€
Valor total rama móvil	11.036 M€

Por otra parte, FTES estima la deuda del negocio móvil a partir de la deuda con coste financiero de FTES a 31 de diciembre de 2006, que asciende a 3.945 millones de euros. Sobre esa cifra se procede a prorratear la parte de deuda correspondiente al negocio móvil sobre la base de la proporción de deuda de la actividad móvil (931 millones de euros) y de la actividad fija (1.192 millones de euros) de AUNA del cierre contable ordinario previo a la fusión (31 de diciembre de 2005), resultando un importe de deuda atribuible al negocio móvil de 1.730 millones de euros y, en consecuencia, de los fondos propios de 9.306 millones de euros.

De los importes anteriores resulta una relación de fondos propios a valor total de un 84,32% y de deuda a valor total de un 15,68%. Señala FTES que para esta valoración no se ha considerado como integrante de la deuda el importe del préstamo participativo que figura en sus cuentas al cierre del ejercicio 2006.

III.8 Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

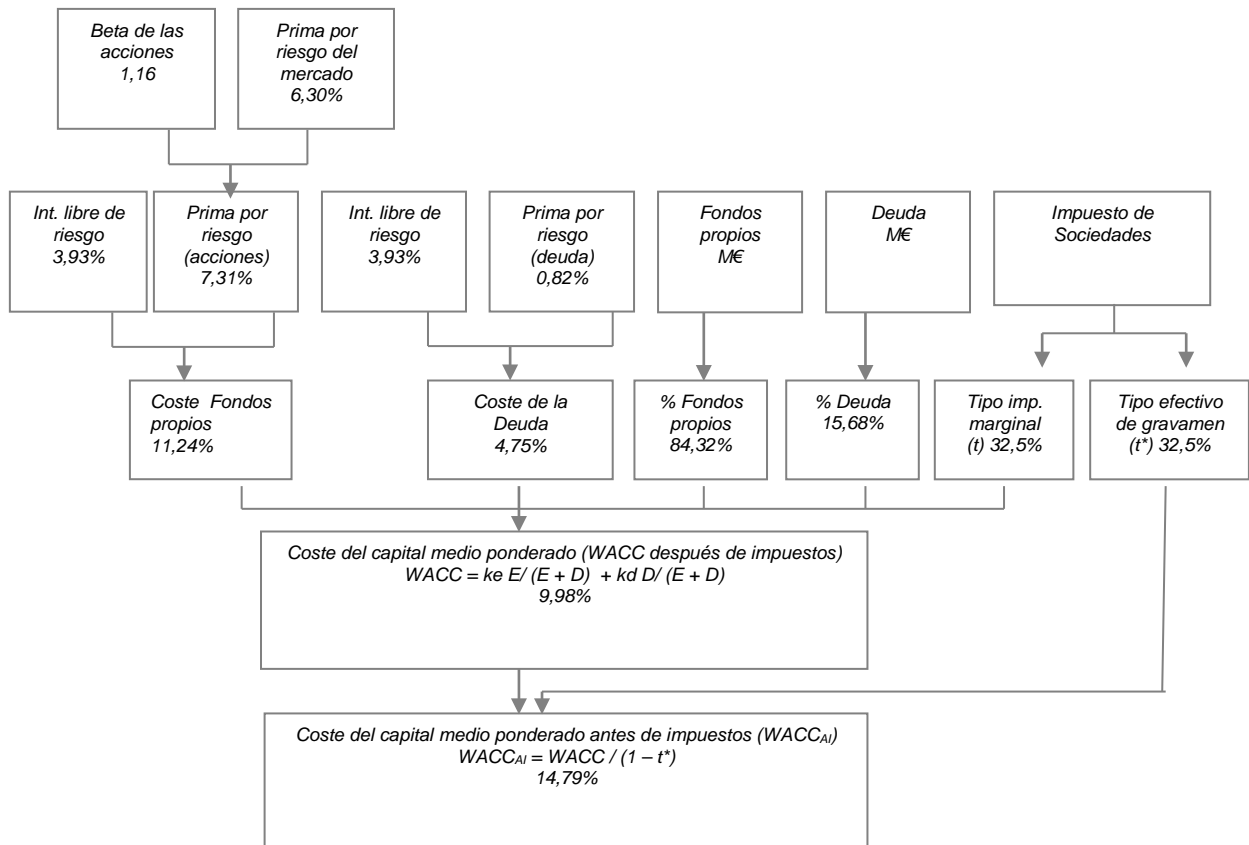
En su propuesta, FTES indica que hay una serie de circunstancias extraordinarias que hacen poco razonable utilizar la metodología de la CMT. A continuación se relacionan las expuestas por la operadora:

1. La reducción del tipo de gravamen del 35% al 32,5%.
2. Los resultados financieros negativos en el ejercicio 2006 de FTES, que incluye los resultados de la actividad fija y móvil.
3. El afloramiento de un fondo de comercio como consecuencia de la operación de adquisición y fusión.
4. Existencias de créditos por bases imponibles negativas de ejercicios anteriores provenientes de las sociedades implicadas en la fusión.

En consecuencia FTES asimila el tipo impositivo efectivo al tipo marginal nominal (32,5%), ya que según FTES las diferencias del tipo efectivo con el tipo marginal reflejan fundamentalmente diferencias de carácter extraordinario ajenas a la rama de actividad móvil.

III.9 Resumen de la propuesta

En el siguiente gráfico se presenta en forma resumida la propuesta de FTES para el ejercicio 2007, detallando el valor estimado para cada uno de los parámetros.





COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR FTES.

La Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006 establece la metodología que la CMT considera adecuada para estimar el valor de la tasa de retorno de los operadores declarados dominantes. Esta Resolución explica en detalle cómo la CMT considera que se deben estimar cada uno de los componentes del WACC. En consecuencia, esta sección, revisa los valores y métodos propuestos por FTES según la metodología de estimación descrita en la Resolución de 21 de diciembre.

No obstante, debe indicarse que el 28 de Noviembre de 2006 se publicó, en el BOE número 285, la Ley 35/2006 del Impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio. Esta Ley modificó el tipo general de gravamen del Impuesto de sociedades, pasando este de ser un 35% (ejercicio 2006), a un 32,5% en el ejercicio 2007 y un 30% en el ejercicio 2008.

Esta modificación del tipo impositivo marginal afecta al cálculo del WACC, incidiendo directamente sobre la estimación del tipo impositivo efectivo e indirectamente sobre el coste de la deuda así como sobre el WACC antes de impuestos. En la Resolución de 15 de marzo de 2007, relativa a la aprobación del WACC de Telefónica de España de 2007, esta Comisión determina cómo esta incidencia debería reflejarse en el valor del WACC después de impuestos de los operadores declarados dominantes en el ejercicio 2007.

A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de FTES, realizada por los Servicios de la CMT conforme a la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre.

IV.1. Tipo de interés libre de riesgo.

La propuesta de FTES respeta la Resolución de 21 de diciembre de 2006. En ella la CMT estableció que un valor razonable del tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de los operadores dominantes en un año natural es la media ponderada del tipo de interés² de las tres subastas del Tesoro Público, anteriores al mes de enero del año, de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años.

² Interés medio.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006, 22 de junio de 2006 y 30 de noviembre de 2006³, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores declarados dominantes.

Dicho lo anterior, la CMT valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de FTES en el ejercicio 2007, en un 3,93%, valor aprobado en la Resolución de 15 de marzo de 2007 y de 7 de junio de 2007, relativa a la tasa de retorno de 2007 de Telefónica de España, S.A.U y de Telefónica Móviles de España, S.A.U, respectivamente. Este valor se corresponde con la media ponderada de los tipos medios de las subastas de las Obligaciones del Estado del Tesoro Público de 20 de julio de 2006, 18 de mayo de 2006 y 16 de octubre de 2006.

IV.2 Prima por riesgo del mercado.

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006 se especifica que el estimador de este parámetro se obtendrá como una media aritmética de las diferencias entre los rendimientos mensuales del IBEX y los rendimientos mensuales de los valores de la renta fija de los últimos 15 años. Tomando los datos mensuales del rendimiento del IBEX y del mercado secundario de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años se obtiene un valor de la prima del 6,3%, tal como se recoge en las Resolución de 15 de marzo de 2007 y de 7 de junio de 2007, a las que se ha hecho referencia previamente.

IV.3 Beta de las acciones de FTES.

Tal como se ha indicado la beta propuesta por FTES es de un 1,16. Dado que las acciones de FTES no cotizan en mercados de valores, es necesario recurrir al método de las comparables, contemplado en la Resolución de 21 de diciembre. En este sentido, cabe mencionar que, la beta propuesta por la operadora parte de varias inconsistencias con respecto a la metodología aprobada:

1. Toma una muestra muy reducida de empresas comparables para estimar la beta: sólo toma como referencia a Telia Sonera y Telenor.
2. Realiza un ajuste por la diferente evolución de los índice de mercado IBEX-35 y S&P500
3. A la hora de desapalancar la beta sectorial y volver a apalancar la beta de FTES toma en cuenta el apalancamiento operativo (50% en el caso de los operadores de la muestra y **[CONFIDENCIAL]** en caso de FTES).

³ Resoluciones relativas a la estimación de las tasas de retorno de los operadores móviles dominantes en el 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Con respecto a la muestra, de acuerdo con la Resolución de 21 de diciembre de 2006:

“...esta Comisión considera como comparables a un servicio de telefonía móvil en España a: Mobistar, Mobile Telesystems, Telia Sonera, Telenor, Cosmote y Vodafone (y si las hubiera otras empresas de ámbito europeo con inversiones en activos fijos y cuya actividad dominante fuera ese servicio)”.

La propuesta de FTES excluye a Cosmote Mobile Telecom, Mobile Telesystems, Mobistar y Vodafone justificándolo, tal como se recoge en la respuesta al requerimiento de información, en carecer de datos o por configurarse alguna de estas empresas como valores extremos. Para los operadores tomados como referencia no se especifica ni la frecuencia ni los períodos para el cálculo de las betas de los comparables, ni la técnica estadística, únicamente, FTES indica que las betas se han obtenido de la base de datos Reuters y que están referidas a marzo de 2007.

De acuerdo con la Resolución de 21 de diciembre, la muestra de empresas de referencia y sus respectivos valores se resume en la siguiente tabla:

Tabla 4: Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Empresa	Valor de la beta	Deuda en libros	Capitalización	Beneficio antes de impuestos	Impuestos	Tipo impositivo efectivo
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,723	1.341,44	6.243,92	505,6	164,54	32,54%
MOBILE TELESYSTEMS	0,55	2.416,17	11.784,28	1.325,5	348,02	26,26%
MOBISTAR	0,561	2,38	4.239,36	394,8	124,5	31,54%
TELENOR	0,725	4.349,86	14.060,03	1.577,7	432,67	27,42%
TELIA SONERA	0,819	2.849,12	20.433,81	1.813,7	354,34	19,54%
VODAFONE GROUP	1,120	28.980,07	103.940,55	-21.311,1	3.414,82	-16,02%

Fuente: Standard and Poors. Beta calculada mediante una regresión de cotizaciones diarias del 2005 y 2006. Datos contables y de capitalización en millones de euros. Datos contables extraídos de la última contabilidad de cada operador.

La CMT considera conveniente excluir de esta muestra a Vodafone Group, tal como se justifico en la Resolución de 7 de junio de 2007, por presentar esta empresa unas pérdidas sustanciales en el periodo de referencia, que resultan en una percepción de riesgo elevado y una beta anormal.

Debe además considerarse que el valor de la beta sectorial de referencia debe ser igual para todos los operadores en un mismo ejercicio.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

A partir de los datos de los restantes cinco operadores se obtienen los valores de la beta desapalancada⁴ para los mismos y su media aritmética, referenciados en la siguiente tabla:

Tabla 5: Valores de la beta desapalancada

Empresa	Valor de la beta desapalancada
COSMOTE MOBILE TELECOM	0,63
MOBILE TELESYSTEMS	0,48
MOBISTAR	0,56
TELENOR	0,59
TELIA SONERA	0,74
Promedio	0,60

Utilizando la fórmula contenida en la nota a pie de página, número 4, los datos de apalancamiento financiero de FTES (23,73% según se justifica en la siguiente sección) y un tipo impositivo efectivo de FTES (33,77%, según se argumenta en la sección V.2), se obtiene el valor de la beta de FTES, un 0,69. Por otra parte, no puede admitirse el ajuste por apalancamiento operativo realizado por la operadora, puesto que, tal como se recoge en la Resolución de 21 de diciembre:

“Por lo que se refiere a la estimación de la beta, debido a la dificultad práctica en la estimación de los costes fijos y variables de un operador esta Comisión optará por no incorporar los efectos del apalancamiento operativo de un operador a través de ajustes en las betas. Estos efectos se pretenden incorporar mediante la selección de muestras amplias que incorporen empresas con diferentes proporciones de costes fijos y variables.”

Tampoco puede admitirse el ajuste por diferente evolución de los índices de mercado IBEX-35 y S&P500 por no estar contemplado por la metodología aprobada por esta Comisión, ni quedar acreditada la procedencia de dicho ajuste desde un punto de vista técnico.

IV.4 Coste de los fondos propios

⁴ Tal y como describe la Resolución de 21 de diciembre, la relación entre la beta apalancada por el riesgo financiero y la beta desapalancada de una empresa esta descrita por la ecuación:

$$\beta_A = \beta_D^1 \left[1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$$

donde β_A es la beta apalancada, β_D^1 es la beta desapalancada que no incorpora riesgos financieros, t es el tipo impositivo efectivo medio de la empresa y D/E es el ratio de apalancamiento..



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Dado el importe de los anteriores parámetros y en basé a la formulación del CAPM, la CMT valora el coste de los fondos propios en un 8,36%, un 4,8% superior al coste aprobado en el ejercicio 2006. y cuantifica la prima de riesgo de los fondos propios de FTES en el ejercicio 2007 en un 4,37%.

IV.5 Coste de la deuda y prima de riesgo de la deuda

FTES deduce la prima por riesgo como diferencia del tipo de interés de los bonos corporativos y la tasa libre de riesgo. El tipo de interés de los bonos corporativos, que contiene la propuesta, resulta de la emisión de bonos con identificativo XS0286705321, de 6 de febrero de 2007 y con vencimiento a 10 años. El tipo de interés de la citada emisión fue del 4,75%. Así FTES deduce que la prima de riesgo de su deuda es de un 0,82% (4,75% - 3,93%).

Tal como señala la Resolución de 21 de diciembre de 2006 en relación a la estimación de la prima de riesgo:

“Esta Comisión propone que se estime la prima de riesgo del coste de la deuda, a través de la tasa interna de rentabilidad de los bonos corporativos emitidos por la cabecera del grupo al que pertenezca el operador o por el operador. En la ausencia de esta información se propone usar la tasa interna de rentabilidad de los bonos corporativos emitidos por una empresa comparable o/y la tasa de interés del último préstamo suscrito por el operador si este no pertenece a un grupo o del grupo al que pertenece el operador. La Comisión también aceptará como sustitutos a la tasa interna de rentabilidad de los bonos, primas de riesgo basadas en otros instrumentos financieros asociados al riesgo de impago de la deuda como pueden ser los Credit Default Swaps (CDS).”

Sea cual sea la referencia tomada para determinar la prima de riesgo, debe tenerse en cuenta que la referencia debe corresponder a principios del año en que deba tener efecto la tasa de coste de capital que se apruebe por la CMT. De otra forma, ante un escenario de variabilidad de tipos de interés, la fecha de presentación de la propuesta podría determinar diferencias no justificadas entre los diferentes operadores.

Para contrastar la prima de riesgo esta Comisión ha tomado como referencia la suma de los Interest Rate Swap a 10 años nominados en euros más el importe del Credit Default Swap, también a 10 años, de FTES. Los importes son de 420,55 puntos básicos y 57,00 puntos básicos, respectivamente y están referidos al inicio del año 2007. Resultaría, en consecuencia, un coste nominal de la deuda de FTES del 4,78%, lo que, a partir de la tasa libre de riesgo establecida, supondría una prima de riesgo de la deuda de un 0,85%, en línea con el 0,82% contenido en la propuesta de FTES, y que en consecuencia, debe ser aceptada por esta Comisión.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2007 está establecido en un 32,5%, de acuerdo con la Ley 35/2006 del Impuesto sobre la renta de las personas físicas y de modificación parcial de las leyes de los Impuestos sobre sociedades, sobre la renta de no residentes y sobre el patrimonio⁵ (BOE número 285 del 28 de Noviembre de 2006), el coste efectivo de la deuda, después de impuestos, de FTES que debe tomarse como referencia para el cálculo del coste del capital del ejercicio 2007 es un 3,21%.

IV.6 Estructura financiera

La propuesta de FTES recoge una valoración de la deuda a partir de datos contables, cuyo importe se deduce a partir de una distribución de la deuda de FTES a 31 de diciembre de 2006 en base a las proporciones de deuda de Retevisión Móvil y FTES a 31 de diciembre de 2005.

Por lo que respecta a la valoración de los fondos propios, FTES parte del precio de venta de AUNA, en la teórica parte asignable al negocio móvil, del que se deduce el valor contable de la deuda obtenido anteriormente.

En el presente procedimiento se requirió a FTES la aportación de informes de expertos (analistas, bancos de inversión) que justificaran la valoración del negocio móvil de FTES. En su respuesta a la contestación al requerimiento de información, FTES señala:

“esta parte no dispone de informes de bancos de inversión u otros expertos independientes que recojan la valoración del negocio móvil y considera la valoración realizada en la propuesta basada en el valor de compra del negocio móvil a finales de 2005”.

A falta de otras referencias, se ha considerado adecuada la valoración que esta Comisión consideró en la Resolución del 30 de noviembre de 2006. De acuerdo con la citada Resolución el valor del negocio móvil ascendería a 9.022 millones de euros.

Para valorar el importe de la deuda se han considerado, de acuerdo con la metodología aprobada el 21 de diciembre de 2006, el importe de la deuda financiera neta a 31 de diciembre de 2006. Se ha considerado oportuno no incluir dentro del importe de la deuda financiera el préstamo participativo, ya que, a partir del análisis del contrato de préstamo se concluye que desde un punto de vista financiero su naturaleza es más propia de recursos propios que de deuda. El valor de la deuda financiera neta a 31 de diciembre de 2006 de FTES que se deduce de sus cuentas anuales asciende a **[CONFIDENCIAL]** que se corresponden con el siguiente desglose:

⁵ BOE número 285 del 28 de Noviembre de 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

[CONFIDENCIAL]

Tabla 6: Composición de la deuda (en miles de euros)

FIN CONFIDENCIAL]

Contrastada la base de reparto propuesta, un 43,85%, para la distribución de la deuda financiera del ejercicio 2006 de FTES al negocio móvil la deuda financiera asignable al negocio móvil ascendería a [CONFIDENCIAL], lo que significaría un 19,18% del valor de la empresa.

En consecuencia, el valor de los fondos propios, obtenidos por diferencia entre el valor de la empresa y la deuda, supone un total de [CONFIDENCIAL], resultando su peso sobre el total del valor de la empresa de un 80,82% y un ratio de apalancamiento financiero de un 23,74%.

IV.7 Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades

En lo referente al tipo efectivo de gravamen, FTES propone utilizar el tipo impositivo nominal, en base a las especiales circunstancias que considera concurren y que se han enumerado en el apartado III.8.

De acuerdo con la Resolución de 21 de diciembre de 2006 por la que se establece la metodología para el cálculo del coste medio ponderado del capital:

“En particular, esta Comisión propone el uso de la media de los tipos impositivos de los tres últimos ejercicios anteriores al cómputo del WACC, de forma que cualquier divergencia puntual en un valor se vea compensada por los otros dos y se logre una estimación más estable. A efecto de mantener cierta coherencia del cálculo del WACC con los estándares de costes corrientes e incrementales deben excluirse del cálculo del tipo impositivo efectivo los cargos y bonificaciones que se deriven de las partidas de carácter extraordinario. Se considerará cómo partidas no extraordinarias aquellas de carácter infrecuente y ajeno a la explotación de la actividad.”

El cambio de los tipos impositivos nominales⁶ producido tras la aprobación de la Ley 35/2006 hace que la metodología aprobada no pueda ser aplicada directamente sin recoger dicha circunstancia. Así, en la Resolución del 15 de marzo de 2007, relativa a la tasa de retorno de Telefónica de España y de 7 de junio de 2007, relativa a la tasa de retorno Telefónica Móviles, ambos para el ejercicio 2007, la CMT determinó ajustar del siguiente modo:

“la CMT considera mejor aproximar el tipo efectivo para el ejercicio 2007, considerando las diferencias entre los tipos medios y marginales de los últimos tres años y corrigiendo a posteriori el tipo

⁶ Se ha pasado de un tipo nominal del 35% a un 32,5%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

marginal. Es decir, estimar el tipo efectivo medio del ejercicio 2007 mediante el uso de esta fórmula:

Tipo efectivo medio del ejercicio 2007=

Tipo marginal establecido por ley (32,5%)- estimación del diferencial medio entre el tipo marginal y el tipo medio del operador.”

En consecuencia, y al objeto de mantener la necesaria coherencia en la estimación del tipo efectivo entre los distintos operadores, la CMT corrige el valor propuesto por FTES, incorporando el ajuste en las tasas impositivas del operador de los ejercicios 2005 y 2004.

Si bien FTES está acogida al régimen de consolidación fiscal, se ha considerado más significativo para el cálculo del tipo impositivo efectivo del 2006 tomar como referencia los valores individuales de la sociedad France Telecom España, S.A. Para el ejercicio 2006, si bien el tipo efectivo que se deduce de las cuentas anuales es de un 29,97%, en realidad ese tipo impositivo sería el que resultaría para la agregación del negocio móvil, el negocio fijo e Internet.

Si consideráramos exclusivamente el negocio móvil, objeto de la presente regulación, y a partir de la cuenta de resultados segmentada⁷, se deduce que el tipo impositivo efectivo del negocio móvil para el año 2006 sería del 39,11%, del que resultaría un tipo impositivo efectivo ajustado del 36,32%.

Para el cálculo del tipo impositivo efectivo se ha deducido del resultado antes de impuestos aquellas partidas que podrían calificarse de naturaleza extraordinaria, en función de su naturaleza y periodicidad, de acuerdo con la Resolución del 21 de diciembre. Se han distribuido las diferencias permanentes⁸ proporcionalmente a la cifra de negocios de las actividades y se han considerado **[CONFIDENCIAL]** en concepto de deducciones y bonificaciones, de acuerdo con la respuesta de FTES al requerimiento de información.

La siguiente tabla recoge los tipos impositivos ajustados para los ejercicios 2004, 2005 y 2006.

Tabla 7: Tipo impositivo efectivo

Concepto	2004	2005	2006
Tipo impositivo efectivo ⁹	35%	35,05%.	29,97%
Tipo impositivo nominal	35%	35%.	39,11%
Tipo impositivo efectivo ajustado al nuevo tipo impositivo nominal	32,5%	32,5%	36,32%

⁷ El negocio móvil a diferencia de los otros negocios presenta un resultado positivo.

⁸ No queda acreditado que sean ajenas al negocio móvil, como alega FTES.

⁹ Los tipos impositivos efectivos del año 2005 y 2006 son los aprobados en las Resoluciones de esta Comisión.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

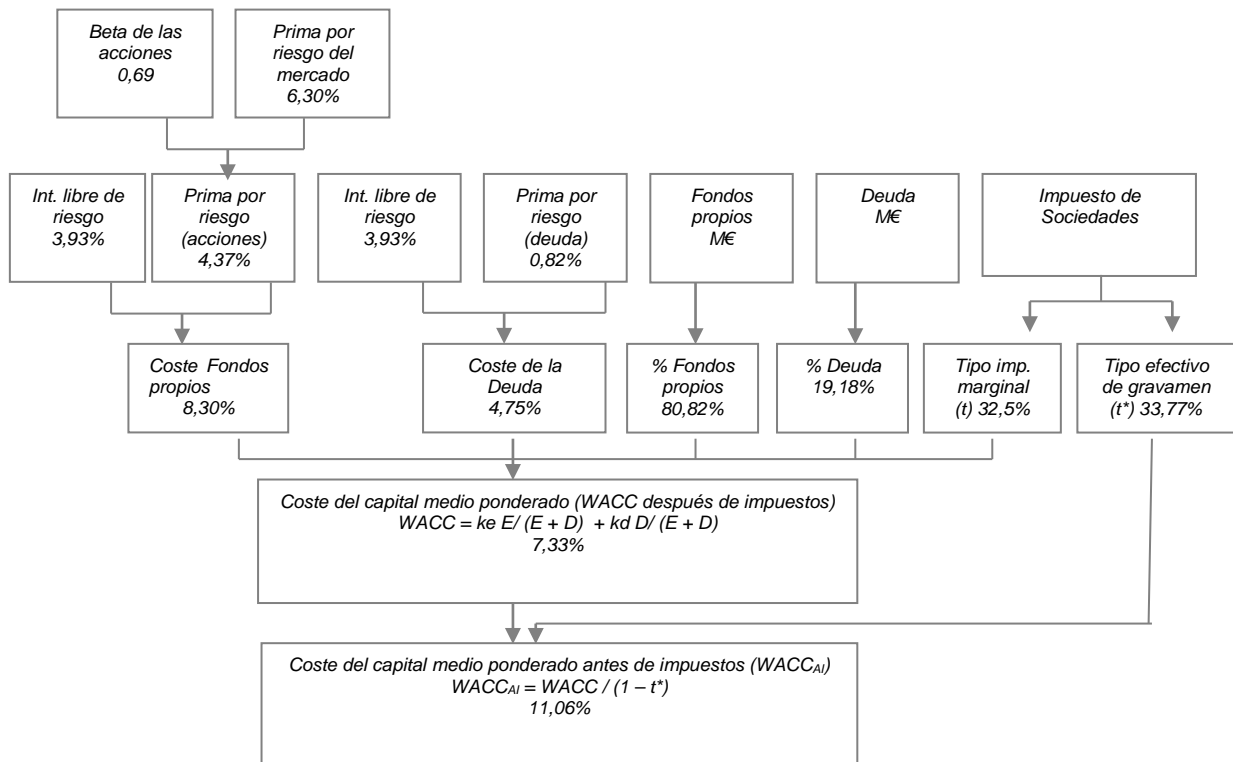
Considerando la media de los tres tipos impositivos efectivos resultaría un tipo medio efectivo de un 33,77%.

IV.8 WACC antes y después de impuestos

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el coste medio ponderado del capital después de impuestos de FTES para el ejercicio 2007 en un 7,33%, un 0,27% inferior al aprobado en el 2006, y el coste medio ponderado del capital (WACC antes de impuestos) de FTES para el ejercicio 2007 en un 11,06%, presentando este último valor una disminución de un 2,29% respecto al aprobado para el 2006, en la Resolución de 30 de noviembre de 2006.

IV.9 Resumen de la valoración

Se presenta a continuación un resumen de la valoración de esta Comisión:



V. CONSIDERACIONES FINALES

El objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que FTES deberá utilizar para determinar el coste de los capitales invertidos del ejercicio 2007, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Contabilidad de Costes de la operadora. Los costes de capital resultantes de la aplicación de los parámetros de rentabilidad aprobados por esta Resolución, a la valoración de los capitales invertidos por FTES, se imputarán en la Contabilidad de Costes de la operadora conforme al sistema de flujos contables definido en su Sistema de Contabilidad de Costes y modificaciones posteriores, y se repartirán a los servicios del operador en el proceso de determinación de las cuentas de márgenes y de los costes medios de los servicios.

Dicho lo anterior, el cuadro siguiente muestra el resultado de la comparación de los distintos parámetros de la propuesta de FTES, y de los establecidos por la CMT.

Tabla 9: Tasa de retorno propuesta por FTES y valoración de la CMT

PARAMETROS	Propuesta FTES	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	3,93%	3,93%
Prima por riesgo del mercado de acciones	6,30%	6,30%
Beta de las acciones	1,16	0,69
Coste de los fondos propios	11,24%	8,30%
Prima por riesgo de la deuda	0,82%	0,82%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,75%	4,75%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,21%	3,21%
Ratio de fondos propios sobre valor total	84,32%	80,82%
Ratio de deuda sobre valor total	15,68%	19,18%
WACC después de impuestos	9,98%	7,33%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,50%	33,77%
WACC antes de impuestos	14,79%	11,06%

El siguiente cuadro muestra la evolución de la tasa de retorno de FTES, aprobada por la CMT en sus Resoluciones anteriores, así como la valoración de la tasa de retorno para el ejercicio 2007, aprobada por esta Resolución.

Tabla 10: Evolución de las tasas de retorno

Ejercicios	2003 ¹	2004 ¹	2005 ¹	2006 ²	2007
WACC después de impuestos	9,31%	8,88%	8,30%	7,35%	7,33%
Tasa de retorno	14,42%	13,01%	12,77%	11,32%	11,06%

¹ Resolución de la Comisión de 20 de octubre de 2005.

² Resolución de la Comisión de 30 de noviembre de 2006



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En atención a lo expuesto, la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones

RESUELVE

Primero.- Declarar aprobada una tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para France Telecom España, S.A., referida al estándar de costes corrientes del negocio de telefonía móvil del ejercicio 2007, del 11,06%, conforme a la propuesta de la operadora, valorada y corregida según la metodología de determinación del coste del capital establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

Segundo.- Declarar confidenciales las cifras numéricas y porcentuales, que se derivan de información no pública, recogidas en el texto de la presente Resolución como confidenciales.

El presente certificado se expide al amparo de lo previsto en el artículo 27.5 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, y el artículo 23.2 de la Orden de 9 de abril de 1997, por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones, con anterioridad a la aprobación del Acta de la sesión correspondiente.

Asimismo, se pone de manifiesto que contra la resolución a la que se refiere el presente certificado, que pone fin a la vía administrativa, podrá interponerse, con carácter potestativo, recurso de reposición ante esta Comisión en el plazo de un mes desde el día siguiente al de su notificación o, directamente, recurso Contencioso-Administrativo ante la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional, en el plazo de dos meses a contar desde el día siguiente a su notificación, de acuerdo con lo establecido en el artículo 48.17 de la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, la Disposición Adicional Cuarta, apartado 5, de la Ley 29/1998, de 13 de julio, Reguladora de la Jurisdicción Contencioso-Administrativa y el artículo 116 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, y sin perjuicio de lo previsto en el número 2 del artículo 58 de la misma Ley.

EL SECRETARIO

Vº Bº
EL PRESIDENTE

Reinaldo Rodríguez Illera

Jaime Almenar Belenguer