



## 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<sup>o</sup> 10/07 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 15 de marzo de 2007, se ha adoptado el siguiente

### ACUERDO

Por el que se aprueba la:

**RESOLUCIÓN SOBRE LA PROPUESTA DE TELEFONICA DE ESPAÑA, S.A.U., DE TASA ANUAL DE RETORNO A APLICAR PARA EL CÁLCULO DE LOS COSTES DE CAPITAL EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2007.**

**(Expediente AEM 2006/1584)**

### I. ANTECEDENTES DE HECHO

**Primero.-** Con fecha 29 de diciembre de 2006, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT) un escrito de Telefónica de España, S.A.U. (en adelante TESAU), proponiendo la tasa anual de retorno a aplicar para el cálculo de los costes de capital en su contabilidad de costes del ejercicio 2007, conforme a lo establecido en los Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes de los operadores dominantes, aprobados por la CMT mediante Resolución de 15 de julio de 1999. Se presentaron los siguientes documentos:



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Escrito de TESAU en el que se solicita a la CMT que tenga por presentada, y justificada, la tasa de retorno propuesta para el año 2007.
- Informe anexo al escrito anterior en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por TESAU para el año 2007.

De acuerdo a la solicitud presentada por TESAU, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 29 de diciembre de 2006 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2006/1584.

**Segundo.-** Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 9 de enero de 2007, la CMT solicitó a TESAU que presentara la siguiente información:

1. "Informe de gestión y cuentas anuales auditadas (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, y memoria) correspondientes al ejercicio económico 2005 y Balance y Cuentas de Resultados provisionales para el ejercicio 2006.
2. Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio 2005.
3. Avance de los resultados de la Autoliquidación del impuesto sobre sociedades del ejercicio 2006 y justificación detallada de la previsión del tipo impositivo efectivo para el ejercicio 2007.
4. Aportación de los informes de analistas que justifican el valor total de la empresa propuesto.
5. Justificación del importe del CDS medio de Telefónica S.A del año 2006 en cuanto a fuentes, muestra tomada y metodología para la obtención del importe medio."

**Tercero.-** Con fecha 31 de enero de 2007 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de TESAU en el que aportaba a la CMT la documentación solicitada en el requerimiento de información de 9 de enero.

**Cuarto.-** Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la CMT aprobó una Resolución en la que se revisaba el método de estimación del coste de capital de los operadores dominantes, y se dictaba cómo los Servicios de la CMT revisarían las propuestas de los operadores.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### 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 CMT 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 CMT podrá imponer a los operadores que hayan sido declarados con poder significativo en el mercado obligaciones en materia de separación de cuentas, control de precios y contabilidad de costes.

La CMT ha declarado a TESAU operador dominante en los mercados nacionales de: acceso a la red telefónica pública (Resolución de 23 de marzo de 2006), conjunto mínimo de líneas arrendadas (Resolución de 21 de abril de 2006), originación y terminación de llamadas en la red telefónica fija (Resoluciones de 27 de abril de 2006 y de 2 de marzo de 2006 respectivamente), servicios de tránsito en la red telefónica pública (Resolución de 29 de junio de 2006), acceso desagregado a los bucles y subbucles (Resolución de 11 de mayo de 2006), segmentos de líneas arrendadas al por mayor (Resolución de 23 de noviembre de 2006), y ha impuesto a este operador la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

Conforme a sus competencias, el Consejo de la CMT aprobó en Resolución de 15 de julio de 1999 los Principios, Criterios y Condiciones para el desarrollo del sistema de contabilidad de costes al que deben ajustarse los operadores que tengan la condición de dominantes en los mercados de referencia. Esta Resolución tenía como única destinataria TESAU. No obstante, posteriormente estos Principios, Criterios y Condiciones se declararon aplicables a todos los operadores dominantes mediante Resolución de la CMT de 27 de julio de 2000.

La Resolución del 25 de mayo de 2006 aprobó los Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Estándar de Costes Incrementales del Sistema de Contabilidad de Costes de TESAU, y señaló que los costes de capital en el estándar de “costes incrementales a largo plazo”, se calculará mediante la metodología de la “anualidad financiera constante” estimada conforme al coste medio ponderado de los capitales utilizados, estimados a partir de una tasa anual razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial. Además dicha Resolución añade:

*“Antes del comienzo de cada ejercicio la operadora comunicará a la CMT la “tasa anual” que propone aplicar para la determinación de los costes del capital en el ejercicio entrante justificando su cuantía. La CMT resolverá sobre su aplicación o modificación, razonada e términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial”*



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Adicionalmente la CMT aprobó mediante Resolución de 21 de diciembre de 2006 una revisión de la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores declarados dominantes.

Dicho todo lo anterior, esta Resolución presenta, y valora, la tasa anual de retorno propuesta por TESAU para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del año 2007.

### III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEI EJERCICIO 2007 REALIZADA POR TESAU.

TESAU propone a la CMT la aprobación de una tasa de retorno (WACC antes de impuestos), para la determinación de los costes de capital del año 2007 del 10,46%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TESAU para el WACC después de impuestos: un 7,02%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades: un 32,90%.

TESAU manifiesta que dichos valores se obtienen utilizando la metodología utilizada por la CMT en la Resolución de 23 de febrero de 2006 en la que la CMT aprobó el WACC de TESAU para el ejercicio 2006.

#### III.1. WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto por TESAU 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. Así conforme a la Recomendación 98/322/CE, y como es habitual en la práctica financiera, el coste del capital medio ponderado (WACC) debe reflejar el coste de oportunidad de los fondos invertidos en los activos conforme a la expresión:

$$WACC = ke E / (E + D) + kd D / (E + D),$$

donde  $ke$  es el coste de los fondos propios,  $kd$  es el coste de la deuda financiera (o simplemente deuda),  $E$  es valor de total de los fondos propios, y  $D$  es el valor total de la deuda.

Los valores de los parámetros que inciden en la estimación del WACC propuestos por TESAU en su propuesta inicial (entregada el 29 de diciembre



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de 2006) y en su propuesta revisada<sup>1</sup> (entregada el 31 de enero de 2007), se detallan en el cuadro siguiente.

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por TESAU.

	29-12-06	31-1-07
Tipo de interés libre de riesgo	3,95%	3,95%
Prima por riesgo del mercado	4,50%	4,50%
Beta de las acciones	0,84	0,84
Coste de los fondos propios	7,73%	7,73%
Prima por riesgo de la deuda	1,01%	1,01%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,96%	4,96%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,22%	3,22%
Ratio de fondos propios sobre valor total	84,21%	84,21%
Ratio de deuda sobre valor total	15,79%	15,79%
WACC después de impuestos	7,02%	7,02%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,90%	33,08%
WACC antes de impuestos	10,46%	10,49%

### Tipo de interés libre de riesgo.

TESAU considera como activo sin riesgo las Obligaciones del Estado con periodo de amortización a 10 años y estima el tipo de interés libre de riesgo como una media aritmética de las expectativas de varios analistas para la futura rentabilidad de estas obligaciones. Como resultado, TESAU estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2007 en un 3,95%.

### Prima por riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, TESAU considera adecuado mantener el valor aprobado por la CMT en la Resolución de 23 de febrero de 2006 en la que la CMT aprobó el WACC de TESAU para el ejercicio 2006 y cuantificó la prima de riesgo del mercado en un 4,5%.

### Beta de TESAU.

TESAU estima el valor de su parámetro beta en 0,84. Este es un valor proporcionado por Bloomberg y obtenido de una regresión de las cotizaciones

<sup>1</sup> En su respuesta al Requerimiento de Información efectuado por la CMT de 9 de enero de 2007, TESAU revisa su estimación del tipo efectivo de gravamen proponiendo un 33,08%, lo que resultaría en una estimación posterior del WACC de 10,49%.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

de Telefónica S.A y del índice IBEX35, tomando datos semanales para un periodo de 2 años.

### **Coste de los Fondos Propios.**

En conclusión, como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, TESAU cuantifica el coste de sus fondos propios en un 7,73%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 3,78%.

### **Prima por riesgo de la deuda.**

TESAU estima que el coste de su deuda es aproximadamente igual al coste de financiación de Telefónica, S.A. En este sentido, TESAU cuantifica la prima por riesgo de su deuda en un 1,008%. Esta cifra resulta de la suma del spread medio del bono Soberano-IRS (20,8 puntos básicos de media en 2006) y la cotización media en el 2006 de los credit default swaps (en adelante, CDS) de Telefónica a 10 años (80 puntos básicos).

### **Coste de la Deuda.**

Como resultado de lo expuesto, TESAU estima que el coste de su deuda antes de impuestos es un 4,95% ( $4,95\% = 3,95\% + 0,208\% + 0,8\%$ ).

Según TESAU, el coste de la deuda después de considerar el efecto de deducción fiscal de los gastos financieros es un 3,22%. Para efectuar este cálculo TESAU corrige el valor del coste de la deuda utilizando el tipo marginal vigente en el ejercicio 2006, es decir un 35%.

### **Estructura financiera.**

TESAU propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 84,21%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 15,79%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto para el año 2007 es un 0,187.

Para el cálculo de estos ratios TESAU estima el valor total de la empresa, (E+D), tomando la media aritmética de las valoraciones aportadas por varios bancos de inversión. El resultado es de 30.900 millones de euros (un importe 0,35% superior al aprobado por la CMT en el 2006).

TESAU cuantifica el valor de la deuda financiera (D) como el valor medio estimado para la deuda financiera con terceros durante el ejercicio 2006.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Mediante este ejercicio, TESAU determina el valor de la deuda financiera en 4.878 millones de euros.

TESAU estima el valor de los fondos propios como la diferencia entre el importe del valor de mercado de la empresa y el importe de la deuda financiera, resultando en un importe de 26.022 millones de euros.

### **Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.**

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades propuesta por TESAU es de 32,9% que según el operador resulta de calcular una media aritmética del tipo efectivo medio soportado por la operadora durante el ejercicio 2005 (32,84%) y sus estimaciones del tipo efectivo medio para los ejercicios 2006 y 2007 (CONFIDENCIAL (%) y CONFIDENCIAL (%) respectivamente).

TESAU indica:

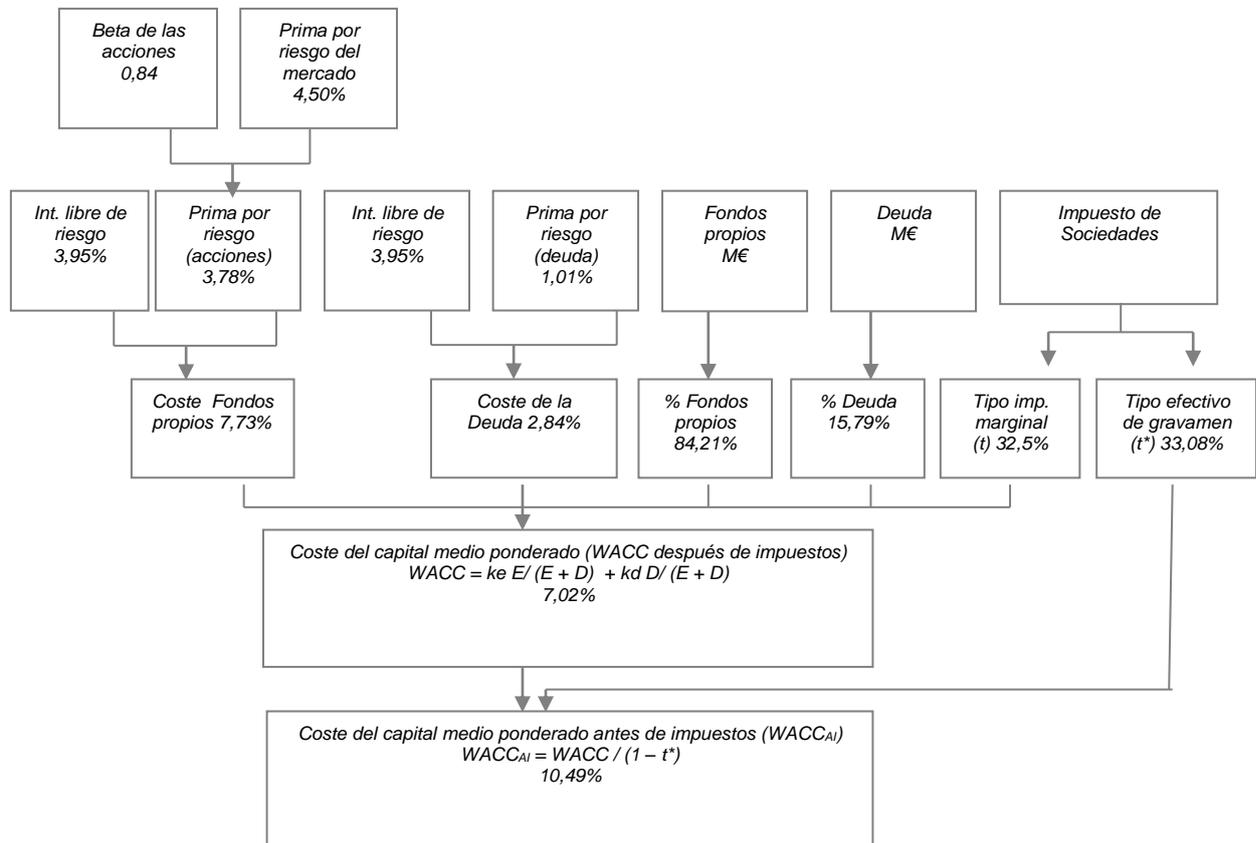
*“En relación a éste cálculo, indicar que la significativa variación estimada para el ejercicio 2006, respecto a lo que se preveía en la información suministrada en el año para dicho ejercicio es debido en su mayor parte al efecto en el gasto por impuesto de la variación de tipos impositivos establecida en la Ley 35/2006.”*

No obstante, en su respuesta al requerimiento de información de la CMT, TESAU actualizó su estimación proponiendo un valor del tipo efectivo de gravamen del 33,08%, resultado de la revisión de los tipos impositivos efectivos de 2006 y 2007. La divergencia entre estos nuevos valores y los iniciales se ocasiona porque en su primer informe TESAU solamente disponía de una estimación de la contabilidad financiera a cierre del ejercicio 2006, y en su respuesta al requerimiento de información TESAU ya disponía de datos contables de cierre del ejercicio.

En conclusión el siguiente gráfico presenta la propuesta final de TESAU, (incorporando los cambios en el tipo efectivo medio descritos en la respuesta al Requerimiento de Información), resumiendo la metodología utilizada y el valor estimado para cada uno de los parámetros.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



### IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TESAU.

La Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006 (en adelante, Resolución de Revisión 21 de diciembre) establece la metodología que la CMT considera adecuada para estimar el valor de la tasa de retorno (en adelante, WACC) de los operadores declarados dominantes. Esta Resolución explica en detalle cómo la CMT considera que se deben estimar cada una de las componentes del WACC. En consecuencia, esta sección, revisa los valores y métodos propuestos por TESAU 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



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 subsección sobre el WACC antes de impuestos se analizará la repercusión del cambio en el tipo general sobre el tipo impositivo efectivo de este operador y cómo esta incidencia debería reflejarse en el valor del WACC después de impuestos del operador en el ejercicio 2007.

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

### **IV.1. WACC después de impuestos.**

#### **Tipo de interés libre de riesgo.**

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, 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<sup>2</sup> del tipo de interés medio de las tres subastas del Tesoro Público anteriores al mes de enero del año de las Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años.

Los tipos de interés medios resultantes de las subastas de Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años convocadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera durante los meses de julio (20 de julio de 2006) y mayo (18 de mayo de 2006) del año 2006 fueron un 3,99% y un 4,05% respectivamente. Además, el tipo medio correspondiente a la subasta celebrada el 16 de octubre de 2006 resultó ser un 3,86%.

Dicho lo anterior, esta Comisión valora el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC de TESAU en el ejercicio 2007, en un 3,93%, valor que corresponde a la media ponderada de los tres tipos medios referenciados en el párrafo anterior.

---

<sup>2</sup> Esta media ponderada asigna un peso de 1/2 al valor de la muestra más reciente, un peso de 1/3 al valor intermedio y un peso de 1/6 al valor mas lejano en el tiempo.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### **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%.

Por lo tanto, la CMT considera razonable cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,3%.

Esto implica un aumento en el valor de este parámetro con respecto al referenciado en la Resolución de 23 de febrero de 2006 en la que se aprobó el WACC a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de TESAU durante el ejercicio 2006: un 4,5%. Este valor era la referencia publicada por el Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid en agosto de 2004, basado en una muestra de datos que terminaba en marzo de 2004.

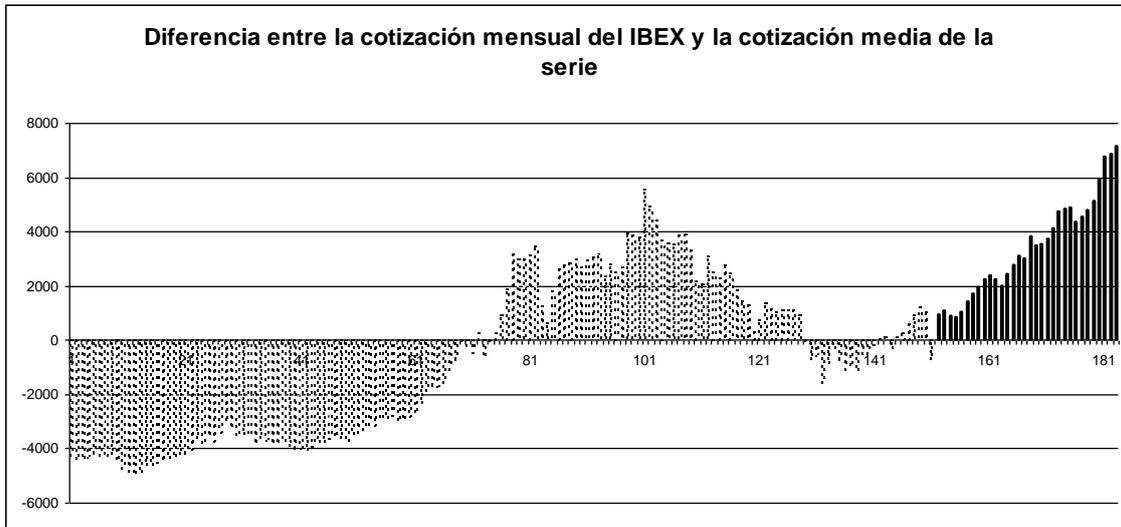
Debe mencionarse que el aumento en la estimación de la prima de mercado se debe en parte al hecho de que en la nueva estimación se han incorporado los datos de 2004, 2005 y 2006, años en los que la cotización mensual del Ibex ha sido creciente y superior a la cotización media de los últimos 15 años<sup>3</sup>. La estimación del Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid no incluía estos datos, que en el gráfico se señalan con la línea sólida.

---

<sup>3</sup> La cotización media era de 6.970 puntos.



**COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES**



**Beta de las acciones de TESAU.**

De conformidad con la Resolución sobre la Revisión de la Metodología del WACC de 21 de diciembre de 2006 se ha calculado el parámetro beta de las acciones de TESAU a partir de las betas y datos financieros de una serie de empresas comparables europeas. La muestra de empresas escogida y los datos de origen se resumen en la tabla 2:

Tabla 2: Estimaciones de los parámetros financieros de las distintas empresas comparables europeas

Empresa <sup>4</sup>	Valor de la beta	Deuda en libros	Capitalización	Beneficio antes de Impuestos	Impuestos	Tipo impositivo efectivo
BT GROUP PLC	0,67	14.254,7	26.582,0	2.927,0	705,9	24,12%
DEUTSCHE TELEKOM	0,70	44.670,0	59.108,9	6.212,0	196,0	3,16%
EIRCOM GROUP PLC	0,35	2.438,0	2.285,5	112,0	30,0	26,79%
FRANCE TELECOM	0,86	51.571,0	54.638,2	7.928,0	1.568,0	19,78%
KONINKLIJKE KPN NV	0,66	9.258,0	17.528,5	1.814,0	360,0	19,85%
PORTUGAL TELECOM SA	0,82	7.584,2	9.538,5	1.051,6	384,3	36,55%
SWISSCOM AG	0,41	1.481,3	15.130,8	1.847,3	344,1	18,63%
TELECOM ITALIA SPA	0,93	51.958,0	45.206,6	5.535,0	2.395,0	43,27%
TELEFONICA SA	0,91	32.720,1	60.810,8	6.796,2	1.969,2	28,97%
TELEKOM AUSTRIA AG	0,67	4.161,3	9.167,6	523,5	106,4	20,32%

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.

<sup>4</sup> Debe señalarse que en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 se consideraba que Belgacom era una empresa comparable a TESAU a efectos del cálculo de la beta de TESAU. Esta empresa no se ha incluido en la relación anterior porque los datos de origen han sido proporcionados por otra fuente, UBS.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

A partir de estos datos se obtienen los valores de la beta desapalancada<sup>5</sup> para estas empresas y su media aritmética, referenciados en la tabla 3.

Tabla 3: Valores de la beta apalancada y desapalancada

Nombre de la empresa	Beta	Beta desapalancada
BT GROUP PLC	0,67	0,48
DEUTSCHE TELEKOM	0,70	0,41
EIRCOM GROUP PLC	0,35	0,20
FRANCE TELECOM	0,86	0,49
KONINKLIJKE KPN NV	0,66	0,46
PORTUGAL TELECOM SA	0,82	0,54
SWISSCOM AG	0,41	0,38
TELECOM ITALIA SPA	0,93	0,56
TELEFONICA SA	0,91	0,66
TELEKOM AUSTRIA AG	0,67	0,49
<b>Promedio</b>	<b>0,70</b>	<b>0,47</b>

El valor de la beta desapalancada de Eircom Group es excepcionalmente bajo, por lo que la CMT considera más razonable no incluir a este operador en la muestra. Como resultado de excluir el valor de este operador, se obtiene un promedio (media aritmética) de las betas desapalancadas de 0,496.

Utilizando la fórmula referenciada en la sección V.3 de la Resolución del día 21 de diciembre de 2006 y los datos de apalancamiento financiero de TESAU (0,201 según se justifica en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de TESAU (31,12%, según se justifica en la sección V.2), se obtiene el valor de la beta de TESAU: un 0,56.

### Estructura financiera.

El valor de mercado propuesto por TESAU de 30.900 millones de euros, es la media aritmética de las estimaciones realizadas por una muestra de 12 bancos de inversión y entidades de análisis financiero. Estas estimaciones se muestran en el siguiente gráfico:

---

<sup>5</sup> 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:

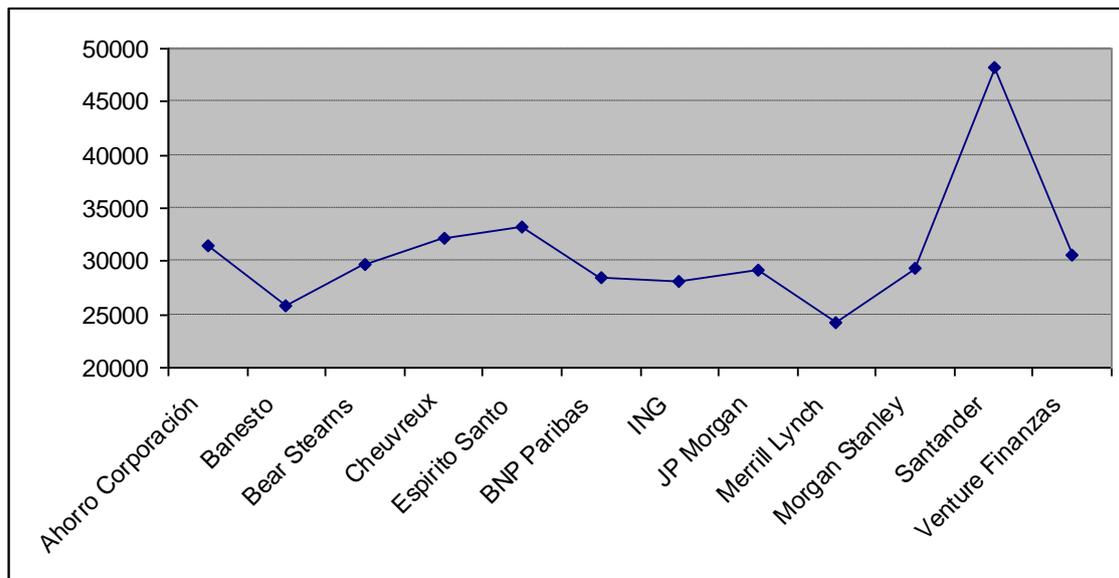
$$\beta_A = \beta_D^1 \left[ 1 + \frac{D(1-t)}{E} \right]$$

donde  $\beta_A$  es la beta apalancada,  $\beta_D^1$  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 deuda sobre la capitalización de la empresa.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Figura 1. Valoraciones de los distintos analistas



El gráfico muestra que la valoración del Banco Santander es realmente divergente, excediendo la segunda valoración más elevada (Banco Espirito Santo) en 15.062 millones de euros. Dado lo anómalo de este dato, la CMT considera que es más razonable no incluirlo en el cálculo de la media de las valoraciones de los analistas, por lo que la media revisada resulta en un valor de 29.048,6 millones de euros, un 6% menor que lo propuesto por TESAU.

TESAU cuantifica el valor de la deuda financiera como el valor medio estimado para la deuda financiera con terceros durante el ejercicio 2006, determinando un valor de 4.878 millones de euros. Examinada la evolución de la deuda financiera para el período 2005-2006 se puede estimar como razonable la cifra de 4.878 millones de euros propuesta por el operador.

Debe manifestarse que según la información facilitada en 2006 prácticamente la totalidad del grueso de esta deuda financiera corresponde a la deuda interna contraída por TESAU con su empresa matriz, Telefónica, S.A. Conforme a la documentación aportada por TESAU a la CMT en expedientes anteriores (copia del Contrato de Asunción de Deuda con Telefónica, S.A.), esta deuda se ocasiona por un préstamo asumido por TESAU como resultado del proceso de segregación de la operadora de Telefónica, S.A., y que se estableció con un plazo máximo de catorce años contados a partir del día 1 de enero de 1999, con amortización anual de 697,5 millones de euros en cuotas semestrales, al tipo fijo (nominal) del 6,80% anual pagadero mensualmente.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Así, utilizando la metodología aprobada por la Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006, los servicios de esta Comisión obtienen las siguientes estimaciones de los parámetros de estructura financiera de TESAU:

1. una estimación del valor del negocio de TESAU de 29.048,6 millones de euros,
2. una estimación del valor de mercado de la deuda de TESAU de 4.878 millones de euros y
3. una estimación del valor de los fondos propios de TESAU de 24.170,6 millones de euros, que resultan de tomar la diferencia entre la estimación del valor del negocio y la estimación del valor de la deuda.

En consecuencia, la CMT estima que la composición de la estructura financiera de TESAU a utilizar en la determinación del WACC del ejercicio 2007, presenta un peso de los fondos propios sobre el valor total de la empresa del 83,2%, un peso de la deuda sobre el valor total del 16,8%, y un ratio de apalancamiento financiero del 0,201.

### **Prima por riesgo de la deuda.**

TESAU cuantifica la prima por riesgo de su deuda a partir de la estimación de la prima por riesgo de la deuda de Telefónica S.A. El valor que estima es un 1,008% , que resulta de sumar la cotización media en el 2006 de los CDS a 10 años de Telefónica S.A. (80 puntos básicos) y el spread medio del bono soberano en el mismo periodo (20,8 puntos básicos).

En efecto, la revisión de la Memoria de TESAU correspondiente al ejercicio 2005, y de los Balances de Situación al cierre de los ejercicios 2005 y 2006, ponen de manifiesto la importancia de la financiación procedente de Telefónica, S.A., sobre la estructura financiera del operador. Así existe una traslación de los riesgos financieros asociados a la deuda de la matriz a la deuda de la operadora.

Adicionalmente en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 se manifiesta que:

*“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*



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

*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).”*

Consecuentemente, la CMT considera adecuado el método de estimación de la prima de riesgo de la deuda empleado por TESAU. Además, el análisis de la información remitida por TESAU el 20 de enero de 2007 muestra que la estimación de la media de las cotizaciones de los CDS con vencimiento a 10 años de TESAU en el 2006 en 80 puntos básicos es correcta, y que el valor de esta cotización oscila entre los 65 puntos básicos y los 100 puntos básicos.

Dicho lo anterior, la CMT valora el coste de la deuda de TESAU en un 4,94%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,93%, y de una prima por riesgo del 1,008%.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2007 está establecido en la legislación española en un 32,5%, el coste de la deuda después de impuestos de TESAU para el ejercicio 2007 es un 3,34%.

### IV.2. WACC antes de impuestos.

#### Tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades.

En lo referente al tipo efectivo de gravamen para el ejercicio 2007, TESAU propone utilizar como estimación una media aritmética de tres valores: el tipo impositivo efectivo en el año 2005 (32,84%), el tipo impositivo efectivo en el año 2006 CONFIDENCIAL (%) y una estimación del tipo impositivo efectivo en el año 2007 CONFIDENCIAL (%). Esta media es un 33,08%.

Para encontrar estos tres tipos, TESAU utiliza los siguientes datos de origen:

CONFIDENCIAL

	2005	2006	2007
Resultado antes de Impuestos			
Impuesto de Sociedades			
Tasa Impositiva Media	32,84%	%	%
Fuente:	Informe Anual Auditado	Datos provisionales pendiente de auditoria	Estimación a partir del presupuesto



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Como respuesta al Requerimiento de Información de 9 de enero de 2006, TESAU aporta una justificación de sus cálculos para el ejercicio 2006. La documentación presentada muestra evidencia que los cálculos de TESAU se ajustan al procedimiento establecido en la Norma de Valoración 16 del Plan General de Contabilidad y Resoluciones del ICAC concordantes y que el tipo impositivo calculado para el ejercicio 2006 es correcto.

El cálculo de TESAU muestra que ha tenido en consideración el tipo impositivo operativo efectivo medio de 2006 sin considerar en su estimación el impacto de las operaciones extraordinarias, y por lo tanto excluyendo en ésta los gastos debidos al Expediente de Regulación de Empleo (en adelante ERE).

Con referencia a este asunto, en la Resolución relativa a la Revisión de la Metodología del WACC de 24 de diciembre de 2006, la CMT consideró que:

*“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”.*

Por lo tanto es correcto excluir del cálculo del tipo impositivo efectivo aquellas partidas contables que se relacionen con el ERE (así como otras partidas relacionadas con gastos e ingresos extraordinarios, que en el caso de TESAU constituyen importes muy menores).

La CMT entiende que la intención de TESAU al calcular y proponer un tipo impositivo para el ejercicio 2007 del CONFIDENCIAL (%) es reflejar el cambio de tendencia que resulta de la reducción del tipo impositivo marginal de un 35% a un 32,5%. Sin embargo, es necesario subrayar que en la Resolución relativa a la Revisión de la Metodología del WACC de 21 de diciembre de 2006, la CMT argumentó que:

*“Esta Comisión considera que las proyecciones de flujos de caja producirían un mal estimador del tipo efectivo futuro, ya que los resultados de estas proyecciones dependen de los supuestos de crecimiento que se usen, supuestos y resultados que varían con el optimismo o pesimismo del analista. Además no son predicciones estadísticas por lo que no existe ninguna forma de medir la fiabilidad de la estimación y sus resultados solo pueden cuestionarse de forma cualitativa poniendo en duda los supuestos en que se basan las proyecciones. Esta Comisión no cree que sea oportuno calcular el tipo impositivo efectivo mediante un método de difícil verificación por sus servicios, sujeto a opinión y cuya calidad de estimación no puede comprobarse.”*



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En base a lo anterior, esta Comisión considera necesario realizar las siguientes consideraciones sobre la estimación del tipo impositivo efectivo propuesto por TESAU.

En la Resolución de revisión de la metodología, la CMT proponía como método de estimación del tipo impositivo efectivo el uso de la media aritmética de los tipos impositivos medios de los tres ejercicios anteriores al cómputo del WACC. La razón es que estas estimaciones reflejaban la carga fiscal real de la empresa en un contexto estable. Así la CMT incidía:

*“Debe decirse que tras años de experiencia esta Comisión sabe que las variaciones en este parámetro son pequeñas y que por lo tanto, el WACC no acusa de falta de estabilidad como consecuencia de la estimación de este valor.”*

La Ley 35/2006 de 28 de noviembre del Impuesto de 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 supone una ruptura de esta estabilidad. En 2007, el tipo impositivo marginal del Impuesto de Sociedades ha pasado a ser un 32,5% cuando era un 35% en los ejercicios anteriores.

Este cambio significa que el cálculo del tipo efectivo en base a la media de tipos medios pasados resultaría en un error de estimación, posiblemente resultando en un valor excesivo al basarse en tipos medios sustentados en un tipo marginal más elevado. En consecuencia, 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 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.*

La siguiente tabla resume la información sobre los tipos impositivos medios de TESAU en los ejercicios 2004, 2005 y 2006, referenciando las fuentes de las que se ha obtenido.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### CONFIDENCIAL

	2004	2005	2006
Tipo Impositivo Medio	%	32,84%	%
Tipo Impositiva Marginal	35%	35%	35%
Diferencia	%	2,16%	%
Fuente:	Información proporcionada por TESAU en el marco del expediente 2005/1752, por el que se aprobó el WACC de TESAU de 2006.	Información proporcionada por TESAU en su respuesta al requerimiento de información de 9 de enero.	Información proporcionada por TESAU en su respuesta al requerimiento de información de 9 de enero.

Así, encontramos que el tipo impositivo medio de TESAU en estos tres ejercicios es en media un 2,03% menor que el tipo marginal. Si se considera una media ponderada<sup>6</sup>, se obtiene que el tipo impositivo medio de TESAU es en media un 1,39% menor que el tipo marginal. Dada la evolución de la diferencia entre tipos, que disminuye en el tiempo, la CMT considera este segundo valor, que resulta de la media ponderada, más adecuado como estimación de la diferencia entre el tipo impositivo medio y marginal de TESAU en el 2007.

Por último, la CMT considera adecuado estimar el tipo impositivo efectivo para el ejercicio 2007, tomando la diferencia entre el tipo impositivo marginal 32,5% y el diferencial promedio de tipos medios y marginales del operador: 1,39%. Así resulta una estimación del tipo impositivo efectivo medio de TESAU en el ejercicio 2007 del 31,11%.

A la vista de todo esto la CMT considera como referencia válida para el tipo impositivo efectivo el importe de 31,11%.

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el coste del capital medio ponderado (WACC antes de impuestos) de TESAU para el ejercicio 2007 en un 9,86%.

<sup>6</sup> Esta media ponderada pondera el valor más cercano en el tiempo con 3/6, el valor intermedio con 2/6 y el valor más lejano en el tiempo con 1/6.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

### V. CONSIDERACIONES FINALES

Conviene destacar que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, de la tasa de retorno que TESAU deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo de sus costes de capital del ejercicio 2007, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de 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 TESAU, 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 TESAU, y de su valoración por la CMT.

Tasa de retorno propuesta por TESAU y valoración de los Servicios de la CMT.

<b>PARAMETROS</b>	<b>TESAU</b>	<b>CMT</b>
Tipo de interés libre de riesgo	3,95%	3,93%
Prima por riesgo del mercado de acciones	4,50%	6,3%
Beta de las acciones	0,84	0,56
Coste de los fondos propios	7,73%	7,49%
Prima por riesgo de la deuda	1,01%	1,01%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,96%	4,94%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,22%	3,34%
Ratio de fondos propios sobre valor total	84,21%	83,20%
Ratio de deuda sobre valor total	15,79%	16,80%
WACC después de impuestos	7,02%	6,80%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,90%	31,11%
WACC antes de impuestos	10,46%	9,86%

El siguiente cuadro muestra la evolución de la tasa de retorno de TESAU, 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.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

<b>EJERCICIOS</b>	1999 <sup>1</sup>	2000 <sup>2</sup>	2001 <sup>3</sup>	2002 <sup>4</sup>	2003 <sup>5</sup>	2004 <sup>6</sup>	2005 <sup>7</sup>	2006 <sup>8</sup>	2007
<b>WACC DESPUES DE IMPUESTOS</b>	9,00%	9,50%	9,58%	9,26%	7,93%	7,81%	7,28%	6,81%	6,80%
<b>TASA DE RETORNO</b>	12,00%	12,60%	12,77%	12,34%	11,72%	10,85%	10,66%	10,00%	9,86%

<sup>1, 2</sup> Resolución de la CMT de 15 de junio de 2000. <sup>3</sup> Resolución de la CMT de 19 de abril de 2001.

<sup>4</sup> Resolución de la CMT de 14 de febrero de 2002. <sup>5</sup> Resolución de la CMT de 12 de junio de 2003.

<sup>6</sup> Resolución de la CMT de 27 de mayo de 2004. <sup>7</sup> Resolución de la CMT de 31 de marzo de 2005.

<sup>8</sup> Resolución de la CMT de 23 de febrero de 2006

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

### RESUELVE

**Único.-** Declarar aprobada una tasa de retorno sobre los activos netos involucrados por Telefónica de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2007, del 9,86%, conforme a la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado propuesta por la operadora y corregida según los procedimientos establecidos en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

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



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

Jaime Almenar Belenguer

Reinaldo Rodríguez Illera