



## 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 Nº 20/07 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 7 de junio de 2007, se ha adoptado el siguiente

### ACUERDO

Por el que se aprueba la:

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

**(Expediente AEM 2007/343)**

#### I. ANTECEDENTES DE HECHO

**Primero.-** Con fecha 16 de marzo de 2007 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito presentado por Doña Maria Luisa Rodríguez López, en nombre y representación de Telefónica Móviles España S.A.U (en adelante, TME) por el que se solicita a la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante, CMT) que tenga por presentada su propuesta y justificación de la tasa anual de retorno a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2007. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de TME solicitando a la CMT que tenga por presentada y justificada la tasa de retorno propuesta para el año 2007.
- Informe en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por TME para el año 2007.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- Informe anexo sobre la declaración del Impuesto sobre Sociedades de TME del ejercicio 2005.
- Informe del banco HSBC “Zig Zag: The course of technology never did run smooth” de fecha Diciembre 2006.

De acuerdo a la solicitud presentada por TME, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 26 de marzo de 2006 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2007/343.

**Segundo.-** Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, el 16 de abril de 2007 la CMT solicitó a TME que presentara la siguiente información:

1. Informe de gestión y cuentas anuales auditadas (balance, cuenta de pérdidas y ganancias, memoria e informe de auditoría) correspondientes al ejercicio económico 2005, y balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias correspondientes al ejercicio 2006 de TME.
2. Aportación de las estimaciones de los analistas, utilizadas en el cálculo de la tasa libre de riesgo propuesta de TME, indicando el analista y cuando se obtuvo la estimación.
3. 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.
4. Una explicación adicional sobre el origen de la beta del sector proporcionada por el Informe del banco HSBC, que se ha incluido como Anexo A a la propuesta de cálculo de tasa de retorno presentada por TME. En particular, aportar una indicación sobre cual es la muestra de empresas empleada y el periodo de referencia en que se basa el cálculo de esta beta sectorial.
5. Aportación de los informes de analistas que justifican el valor total de la empresa propuesto.
6. Autoliquidación del Impuesto de Sociedades correspondiente al ejercicio 2005 y avance de los resultados de la Autoliquidación del impuesto sobre sociedades del ejercicio 2006

**Tercero.-** Con fecha 15 de Mayo de 2007 tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito y varios anexos a este escrito de TME que respondían al requerimiento de información mencionado en el punto segundo.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

**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 declarados dominantes<sup>1</sup>.

## 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 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 TME, a Vodafone España y a France Telecom España, como operadores con poder significativo en los mismos, imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

---

<sup>1</sup>Resolución sobre la revisión de la metodología para el cálculo del coste del capital medio ponderado de los operadores declarados dominantes por la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (AEM 2006/736)



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 (Expediente SC-16/99), aprobada por el Consejo de esta CMT con fecha 15 de julio de 1999 y para TME, en la Resolución sobre sistema de contabilidad de costes de Telefónica Móviles, S.A.U (Expediente MTZ-2001/3989 ), de 20 de diciembre de 2001.

Dicho lo anterior, en el apartado 2.c) del capítulo 3 de los principios de contabilidad de costes se describen los criterios de valoración y temporalidad, en los que se establece, al fijar el modo de valoración de los cargos financieros del capital ajeno y los costes del capital propio, lo siguiente:

“(...) Para la determinación de los “costes corrientes” se calcularán de forma proporcional al “valor neto corriente” de los activos asignados con una “tasa anual” estimada conforme al coste medio ponderado de los capitales utilizados.”

Además,

“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 modificación razonada en términos del coste del dinero en el mercado y de tasa de riesgo empresarial (...)”.

Dicho lo anterior, esta Resolución de la Comisión aprueba la tasa anual de retorno a aplicar por TME para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes de la operadora del año 2007.

### **III. PROPUESTA DE TASA DE RETORNO A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2007 REALIZADA POR TME.**

TME 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 12,74%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TME para el WACC después de impuestos: un 8,66%, y para el tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades: un 32%.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

TME manifiesta que dichos valores se obtienen ajustándose de la mejor manera posible a la metodología utilizada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

### III.1. WACC después de impuestos.

El WACC después de impuestos propuesto por TME 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:

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

donde  $k_e$  es el coste de los fondos propios,  $k_d$  es el coste de la deuda 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 TME se detallan en el cuadro siguiente.

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por TME.

	29-12-06
Tipo de interés libre de riesgo	3,95%
Prima por riesgo del mercado	4,50%
Beta de las acciones	1,17
Coste de los fondos propios	9,22%
Prima por riesgo de la deuda	1,01%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	4,96%
Coste de las deudas (después de impuestos)	3,37%
Ratio de fondos propios sobre valor total	90,45%
Ratio de deuda sobre valor total	9,55%
WACC después de impuestos	8,66%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,00%
WACC antes de impuestos	12,74%

### Tipo de interés libre de riesgo.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

TME 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 tipos proporcionadas por varios analistas para febrero y noviembre de 2007, referenciados en la página 22 del informe “Consensus Forecasts” de 13 de noviembre de 2006. Como resultado, TME estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2007 en un 3,95%.

### Prima de riesgo del mercado.

En lo referente a la prima por riesgo del mercado, TME considera adecuado mantener el valor aprobado por resoluciones de los años 2003, 2004, 2005 y 2006 de la CMT, cuantificando la prima de riesgo del mercado en un 4,5%.

### Beta de TME

TME manifiesta que su condición de empresa que no cotiza en el mercado bursátil impide la estimación directa de su parámetro beta por lo que considera necesario encontrar un método alternativo para su cálculo.

TME propone un valor de 1,1 como indicador de un promedio de la beta desapalancada del sector móvil. Este valor de la beta desapalancada se obtiene del informe del banco HSBC con título “Zigzag: The course of technology never did run smooth” fechado en Diciembre de 2006 y aportado por TME como anexo al escrito donde justifica su cómputo del WACC.

TME corrige el valor de 1,1 para incorporar los efectos de los riesgos financieros que se derivan de su ratio de deuda sobre el valor total de mercado: 9,55% y de su tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades: 32%, empleando la siguiente fórmula:

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

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  $D/(D+E)$  es el ratio de deuda sobre el valor de mercado del operador que resulta de la suma del valor de mercado de su deuda, D y del valor de mercado de sus fondos propios, E.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Todo esto resulta en una beta apalancada para el negocio de Telefónica Móviles de un 1,17.

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

En conclusión, como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, TME cuantifica el coste de sus fondos propios en un 9,22%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 5,27%.

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

TME estima que el coste de su deuda es aproximadamente igual al coste de financiación de Telefónica, S.A. En este sentido, TME 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, TME estima que el coste de su deuda antes de impuestos es un 4,95% ( $4,95\% = 3,95\% + 0,208\% + 0,8\%$ ).

Según TME, el coste de la deuda después de considerar el efecto de deducción fiscal de los gastos financieros es un 3,37%. Para efectuar este cálculo TME corrige el valor del coste de la deuda utilizando su propuesta de tipo efectivo del ejercicio 2007, es decir un 32%.

### **Estructura financiera.**

TME propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 90,45%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 9,55%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero propuesto para el año 2007 es un 0,105.

Para el cálculo de estos ratios TME 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 35.219,4 millones de euros.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

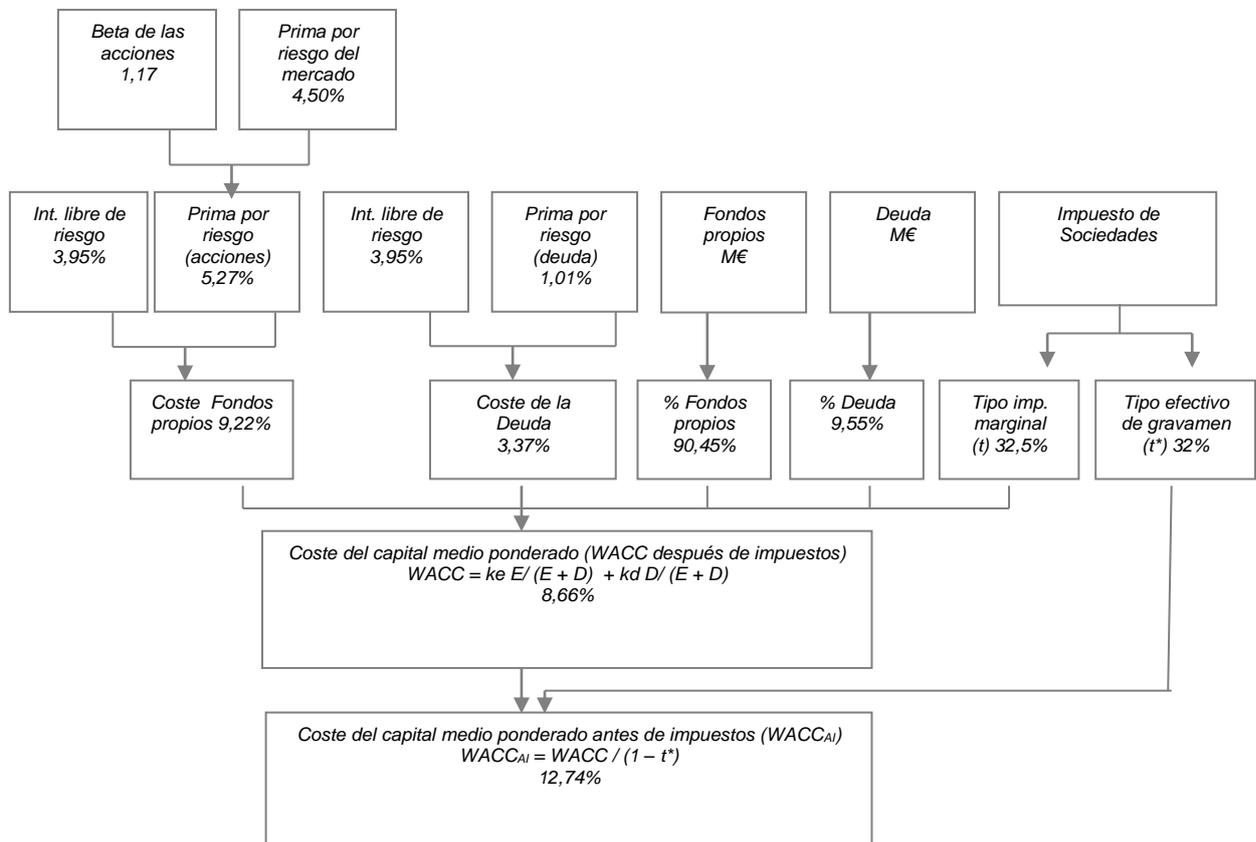
TME cuantifica el valor de la deuda financiera (D) como el valor medio estimado para la deuda financiera con terceros en fecha 1 enero de 2007. Mediante este ejercicio, TME determina el valor de la deuda financiera en 3.364 millones de euros.

TME 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 31.855 millones de euros.

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

En su propuesta, TME indica que como consecuencia del cambio en el impuesto de sociedades, en el 2007, el tipo marginal ha cambiado pasando de ser un 35% a ser un 32,5%. TME indica que el valor que propone, un 32%, resulta de restar al tipo marginal, el 32,5%, las deducciones y bonificaciones fiscales del 2006, que ascienden a un 0,5%.

En conclusión el siguiente gráfico presenta la propuesta final de TME, 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 TME.

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 TME 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 como 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 TME, 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.

<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

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006, 22 de junio de 2006 y 30 de noviembre de 2006<sup>3</sup>, 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 TME en el ejercicio 2007, en un 3,93%, valor aprobado en la Resolución de 15 de marzo de 2007 relativa a la tasa de retorno de 2007 de Telefónica de España, S.A.U. 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.

### **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 tanto, tal y como indicó la Resolución de 15 de marzo de 2007 relativa a la tasa de retorno de Telefónica de España S.A.U, la CMT considera razonable cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,3%.

### **Beta de las acciones de TME.**

La operadora ha calculado el parámetro beta sus acciones a partir de las betas y datos financieros de una serie de empresas comparables europeas, utilizando como fuente el informe del banco HSBC, de diciembre de 2006 y con título: "Zigzag. The course of technology never did run smooth"

Debe mencionarse que en el marco del expediente 2006/264 relativo a la estimación del WACC de TME en el ejercicio 2006, el operador presentó una propuesta de valor de la beta desapalancada sectorial y de la beta de TME idénticas a las presentadas en esta ocasión. TME justificó dichos valores a partir del informe del banco HSBC de Mayo de 2005 y con título: "Make or break".

---

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



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tras revisar el informe de HSBC de diciembre de 2006, se comprueba que se mantienen muchas de las conclusiones que se establecieron en la Resolución de 8 de junio de 2006, relativas a la propuesta de ese ejercicio. En particular, el informe de HSCB de diciembre de 2006, adolece de las mismas limitaciones que su versión anterior. En particular:

1. El informe no indica cómo se calculó esta beta sectorial: no explica a qué periodo corresponde la beta, ni señala explícitamente qué empresas se consideraron en la muestra que dio lugar al valor. Tampoco se describe la técnica estadística que se empleó para la estimación de tales valores.
2. El informe cita una serie de empresas e incluye información sobre cada una de ellas. A todas éstas les atribuye un valor de la beta de 1,1. La limitación del informe es notoria al ser este valor idéntico al propuesto en el informe del mismo banco de Mayo de 2005, manifestando que HSBC no revisa estos valores con el transcurrir del tiempo.
3. Es de suponer que las empresas mencionadas constituyen la muestra de empresas de la cual se derivó el valor de 1,1. Siendo esto así, esta muestra incluiría tanto empresas europeas como empresas americanas (Bell South), o empresas con actividades en Asia (NTT y NTT DoCoMo).
4. Adicionalmente, muchas de las empresas referenciadas no operan en el mercado de servicios de telefonía móvil. Por ejemplo: BT Group, NTT, Nokia, Alcatel Lucent.
5. Por último el informe del banco de inversión HSBC no indica si el valor de 1,1 se trata de un valor desapalancado o apalancado. En consecuencia, la CMT no puede evaluar si el ajuste posterior de Telefónica Móviles es correcto.

Ni en los escritos de TME, ni en el informe del banco HSBC se explica porque las empresas mencionadas son comparables a TME, que manifiesta en su respuesta al requerimiento de información de la CMT que: *“no conoce la muestra de empresas o el periodo de referencia en que se basa el cálculo, al ser datos que HSBC no hace públicos”*. Por tanto, esta Comisión no puede valorar con los datos aportados por la operadora si, la muestra es acorde con la metodología adoptada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, en la que se establece que las empresas comparables en el caso de un operador móvil PSM en el mercado español son empresas europeas que operan en el mismo mercado. En esta Resolución se citan como ejemplos, Mobistar, Mobile Telesystems, Telia Sonera y Vodafone. En consecuencia la CMT no puede aceptar como referencia el valor de 1,1 propuesto por la operadora y procede a corregirlo según se establece en la metodología de 21 de diciembre de 2006.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

La muestra de empresas escogida por la CMT 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	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 decide excluir de esta muestra a Vodafone Group, por presentar esta empresa unas pérdidas sustanciales en el periodo de referencia. Estas pérdidas tienen un impacto en la percepción de riesgo de sus accionistas, pudiéndose derivar en un valor de la beta del operador anómalamente elevado en relación con el parámetro del resto de comparables. Esto invalida que se use a este operador como comparable para los operadores españoles que presentan beneficios.

A partir de los datos de los otras cinco operadores se obtienen los valores de la beta desapalancada<sup>4</sup> para los mismos y su media aritmética, referenciados en la tabla 3.

Tabla 3: Valores de la beta desapalancada

<sup>4</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

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 referenciada en la nota a pie de página número 3 y los datos de apalancamiento financiero de TME (10,05% según se justifica en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de TME (30,66%, según se justifica en la sección V.2), se obtiene el valor de la beta de TME: un 0,64.

Dicho lo anterior, la CMT valora la prima de riesgo de TME en el ejercicio 2007 en un 4,03% y el coste de los fondos propios de TME en un 7,96%, un 8,3% mayor que el coste aprobado en el ejercicio 2006.

### **Estructura financiera.**

El valor de mercado propuesto por TME de 31.685 millones de euros, es la media aritmética de las estimaciones realizadas por una muestra de 9 bancos de inversión y entidades de análisis financiero entre junio de 2006 y noviembre de 2006. Dichos valores varían entre 31.685 millones de euros y 40.966 millones de euros. La CMT considera que el valor propuesto por TME es razonable y su estimación acorde con la metodología aprobada por la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

TME cuantifica el valor de la deuda financiera como el valor total de la deuda del operador a 1 de enero de 2007. Esta deuda asciende a 3.364,04 millones de euros. Es importante reseñar que la principal deuda de TME se debe a un préstamo participativo suscrito con Telefónica Móviles, S.A., por un importe de 3.101,65 millones de euros. Examinado el importe de la deuda financiera de TME a largo plazo según el balance de situación provisional del ejercicio 2006: 3.170 millones de euros y el valor de la deuda financiera aprobada por la CMT en el 2005, 3389,7 millones de euros se puede estimar como razonable la cifra de 3.364,04 millones de euros propuesta por el operador.

En consecuencia, la CMT estima que la composición de la estructura financiera de TME 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 90,45%, un peso de la deuda sobre el valor total del 9,55%, y un ratio de apalancamiento financiero del 0,1056.

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



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

TME 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 TME 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 Móviles, 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 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 TME. Además, el análisis de la información remitida por TME como respuesta al requerimiento de información de la CMT muestra que la estimación de la media de las cotizaciones de los CDS con vencimiento a 10 años de Telefónica S.A. 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 TME en un 4,94%, como resultado de un tipo de interés libre de riesgo del 3,93%, y de una prima por riesgo del 1,01%.

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 TME para el ejercicio 2007 es un 3,34%.



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

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

En lo referente al tipo efectivo de gravamen, TME propone utilizar como dato de origen en su estimación el tipo impositivo efectivo medio de su negocio nacional en el ejercicio 2006. Así, TME no considera el impacto en su beneficio de sus inversiones en negocios internacionales (UMTS Europa y Cuenca del Mediterráneo).

La CMT ya manifestó su acuerdo con este punto en la Resolución de 8 de junio de 2006 relativa a la propuesta de tasa de retorno de TME de 2006, en la que el operador ya excluyó del cálculo del tipo impositivo efectivo los resultados de las operaciones extraordinarias que mantiene en otros países.

En su primera entrega de información TME indica a la CMT que el beneficio generado en España en 2006 fue de 3.427 millones de euros y el impuesto sobre beneficios de 1.181 millones de euros, por lo que la tasa impositiva efectiva en el 2006 fue de 34,5%<sup>5</sup>. Además añade que el uso de la diferencia entre este tipo efectivo y el tipo nominal vigente en el 2006 permite la corrección del tipo vigente en el 2007 (un 32,5%) para obtener una estimación de su tipo efectivo en el mismo periodo. Así, TME propone un tipo efectivo en el 2007 de 32% que resulta de restar a 32,5% un 0,5%, la diferencia entre el tipo vigente en 2006 (35%) y el tipo efectivo en 2006 (34,5%)

La CMT entiende que la intención de TME al calcular y proponer el tipo impositivo para el ejercicio 2007 es reflejar el cambio de tendencia que resulta de la reducción del tipo impositivo marginal de un 35% a un 32,5%. En la Resolución del 15 de marzo de 2006 relativa a la tasa de retorno de Telefónica de España para el periodo 2007, la CMT determinó realizar este ajuste 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 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.”*

<sup>5</sup> No obstante, en una segunda información TME corrige alguno de estos valores, indicando que el beneficio de la actividad ordinaria del ejercicio 2006 es de 3.418 millones de euros y que el total de gasto por impuesto sobre sociedades en el 2006 es de 1.257.332



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 TME, incorporando en la estimación las tasas impositivas del operador de los ejercicios 2005 y 2004. La siguiente tabla indica los beneficios de las actividades ordinarias y del impuesto de sociedades del operador para los ejercicios 2004, 2005 y 2006 según se indican en el balance provisional de situación del ejercicio 2006 y el balance definitivo del ejercicio 2005. La tabla proporciona también el cociente entre el impuesto de sociedades y el beneficio de las actividades ordinarias, como aproximación al tipo impositivo efectivo del operador en esos ejercicios.

CONFIDENCIAL

	2004	2005	2006
Beneficio de las actividades ordinarias (miles de euros)			
Impuesto sobre sociedades (miles de euros)			
Tipo impositivo efectivo			

Restando del tipo marginal vigente en esos ejercicios el tipo impositivo efectivo se obtiene que la diferencia entre ambos fué un CONFIDENCIAL % en el 2004, un CONFIDENCIAL % en el 2005 y un CONFIDENCIAL% en el 2006. La media aritmética de estas diferencias es un 1,84%. Por lo tanto la CMT propone una estimación de la tasa impositiva efectiva para el ejercicio 2007 del 30,66%, que resulta de restar 1,84% al tipo vigente en el 2007.

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de este escrito, la CMT valora el WACC después de impuestos de TME para el ejercicio 2007 en un 7,52% y el coste del capital medio ponderado (WACC antes de impuestos) de TME para el ejercicio 2007 en un 10,85%, presentando este último valor un incremento del 2,64% respecto el aprobado en la Resolución de 8 de junio de 2006, relativo al ejercicio 2006.

### 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 TME deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el cómputo



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 TME, 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 TME, y de su valoración por la CMT.

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

<b>PARAMETROS</b>	<b>TME</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	1,17	0,64
Coste de los fondos propios	9,22%	7,96%
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)	3,37%	3,34%
Ratio de fondos propios sobre valor total	90,45%	90,45%
Ratio de deuda sobre valor total	9,55%	9,55%
WACC después de impuestos	8,66%	7,52%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	32,00%	30,66%
WACC antes de impuestos	12,74%	10,85%

El siguiente cuadro muestra la evolución de la tasa de retorno de TME, 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 III. Comparativa de tasas de retorno

Ejercicios	2001 <sup>1</sup>	2002 <sup>1</sup>	2003 <sup>2</sup>	2004 <sup>3</sup>	2005 <sup>5</sup>	2006 <sup>6</sup>	2007
WACC después de impuestos	11,77%	11,77%	9,36%	8,78%	8,22%	7,26%	7,52%
Tasa de retorno	18,00%	18,00%	14,18%	13,27%	12,49%	10,57%	10,85%

<sup>1</sup> Resolución de la Comisión de 18 de julio de 2002. <sup>2</sup> Resolución de la Comisión de 12 de junio de 2003. <sup>3</sup> Resolución de la Comisión de 10 de junio de 2004, <sup>5</sup> Resolución de la Comisión de 19 de mayo de 2005.

<sup>6</sup> Resolución de la Comisión de 8 de junio de 2006



## COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 Móviles de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de producción de los servicios durante el ejercicio 2007, del 10,85%, 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 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