



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

IGNACIO REDONDO ANDREU, 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 23/09 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 25 de junio de 2009, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

RESOLUCIÓN SOBRE LA TASA ANUAL DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN LA CONTABILIDAD DE COSTES DE TELEFÓNICA MÓVILES DE ESPAÑA, S.A.U. EN EL EJERCICIO 2009

(Expediente AEM 2009/377)

I. ANTECEDENTES DE HECHO

Primero.- Con fecha 21 de diciembre de 2006, el Consejo de la CMT aprobó la Resolución en la que se revisaba la metodología para la estimación del coste de capital de los operadores dominantes, y establecía los criterios generales y método para la revisión de las propuestas de los operadores.

Segundo.- Con fecha de 18 de diciembre de 2008, el Consejo de esta Comisión acordó la Resolución por la que se aprueba 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 y la imposición de obligaciones específicas, y se acuerda su notificación a la



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Comisión Europea. Esta Resolución fue publicada en el BOE de 13 de enero de 2009.

Tercero.- Con fecha 2 de marzo de 2009, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT) un escrito de Telefónica Móviles de España, S.A.U. (en adelante TME), proponiendo la tasa anual a aplicar para el cómputo de los costes de capital en su contabilidad de costes del ejercicio 2009. Se presentaron junto a la solicitud los siguientes documentos:

- Escrito de TME en el que se solicita a la CMT que tenga por presentada, y justificada, la tasa de retorno propuesta para el año 2009.
- CD anexo al anterior escrito, en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por TME para el año 2009.

De acuerdo a la solicitud presentada por TME, y a efectos de resolver sobre dicha propuesta, la CMT procedió el día 2 de marzo de 2009 a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2009/377.

Cuarto.- Con fecha 27 de abril de 2009 TME presentó escrito por el que se aportaba información adicional necesaria para el cálculo de la tasa de coste del capital.

Quinto.- Con fecha 29 de mayo de 2009 se procedió a ampliar el plazo de resolución y notificación del citado expediente.

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.

Con fecha de 18 de diciembre de 2008, el Consejo de esta Comisión acordó la Resolución por la que se aprueba 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 y la imposición de obligaciones específicas, y se acuerda su notificación a la Comisión Europea. Esta Resolución fue publicada en el BOE de 13 de enero de 2009. En este análisis de mercado se identificó a TME como operador con poder significativo



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

imponiéndose, entre otras, la obligación de separación contable y contabilidad de costes.

Con fecha de 27 de julio de 2000 el Consejo de la CMT dictó Resolución en la que se acordó declarar aplicables a los operadores designados dominantes en ese momento o que en el futuro pudieran serlo y que estuvieran obligados a llevar un sistema de contabilidad de costes, los Principios, Criterios y Condiciones aprobados por Resolución de 15 de julio de 1999. Por Resolución de 20 de diciembre de 2001, el Consejo de la CMT aprobó la Propuesta de Sistema de Contabilidad de Costes de TME, de acuerdo con los Principios anteriormente aludidos, para su inmediata implantación y aplicación.

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.”

Añade además que:

“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 (...).”

III. PROPUESTA DE TME PARA LA TASA MEDIA DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN SU CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2009

TME propone a la CMT la aprobación de una tasa media de coste de capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos) para el ejercicio 2009 del 12,25%. Este valor es el resultado de las estimaciones realizadas por TME para un coste de capital después de impuestos del 8,71% y para un tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades del 28,91%.

TME manifiesta que dichos valores se obtienen utilizando la metodología utilizada por la CMT en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III.1. El coste medio ponderado del capital después de impuestos

El coste medio ponderado del capital después de impuestos (WACC después de impuestos) propuesto por TME es el resultado de la suma de sus estimaciones para el ejercicio 2009 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, E es el valor de total de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda.

Los valores de los parámetros recogidos en la propuesta de TME que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud del 2 de marzo se detallan en la tabla siguiente:

Tabla 1. Tasa de retorno propuesta por TME y comparativa con aprobada 2008

	PROPUESTA Ejercicio 2009	APROBADA CMT Ejercicio 2008
Tipo de interés libre de riesgo	4,29%	4,34%
Prima por riesgo del mercado	7,40%	7,09%
Beta de las acciones	0,66	0,62
Coste de los fondos propios	9,18%	8,74%
Prima por riesgo de la deuda	1,79%	0,90%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,09%	5,24%
Coste de las deudas (después de impuestos)	4,33%	3,67%
Ratio de fondos propios sobre valor total	90,05%	90,81%
Ratio de deuda sobre valor total	9,95%	9,19%
WACC después de impuestos	8,71%	8,27%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	28,91%	28,98%
WACC antes de impuestos	12,25%	11,64%

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

TME considera como activo sin riesgo la media ponderada de los importes de los tipos de interés medios resultantes de las tres subastas anteriores al cierre del año natural, anterior al ejercicio de aplicación del WACC, de las obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años, emitidas por el Tesoro Público. Se ha asignado un mayor peso en la media a los valores más recientes, asignando ponderaciones de 3/6, 2/6 y 1/6 a cada uno de los tres valores. Como resultado, TME estima el tipo de interés libre de riesgo para el año 2009 en un 4,29%.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

III.3. Prima por riesgo del mercado

TME ha cuantificado la prima de riesgo del mercado en un 7,40%. El cálculo se ha realizado a partir de series mensuales de rentabilidades del IBEX 35 y del mercado secundario, aplicando una tasa de interés anual equivalente durante el periodo, en lugar de la media aritmética de las rentabilidades mensuales, con el objetivo, según TME, de dar más estabilidad al cálculo.

III.4. Beta de TME

TME estima el valor de su parámetro beta en 0,66. Este valor se obtiene a partir de la muestra de empresas comparables establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.

La muestra tomada por TME incluye las siguientes empresas:

Tabla 2. Comparables propuestas y betas

<i>Empresa</i>	<i>Beta apalancada</i>	<i>Beta desapalancada</i>	<i>Frecuencia</i>	<i>Plazo</i>
MOBISTAR SA	0,35	0,35	<i>Diaria</i>	<i>12 meses</i>
VODAFONE GROUP PLC	0,90	0,73	<i>Diaria</i>	<i>12 meses</i>
TELIA SONERA AB	0,80	0,72	<i>Semanal</i>	<i>12 meses</i>
TELENOR ASA	0,63	0,54	<i>Diaria</i>	<i>12 meses</i>
MÓBILE TELESYSTEMS OJSC	0,77	0,72	<i>Semanal</i>	<i>12 meses</i>
PROMEDIO	0,689	0,613		

III.5. Coste de los fondos propios

Como resultado de los valores estimados para el parámetro beta, y la prima de riesgo del mercado, se deduce que TME cuantifica el coste de sus fondos propios en un 9,18%, lo que supone una prima por riesgo de las acciones del 4,88%.

III.6. Estructura financiera

TME propone utilizar un ratio de fondos propios sobre valor total de la empresa de 90,05%, y un ratio de deuda sobre el valor total de la empresa de 9,95%. Por lo tanto, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) propuesto para el año 2009 es un 0,11.

Para el cálculo de estos ratios la operadora estima el valor total de TME, tomando la media aritmética de las valoraciones realizadas durante el último trimestre de 2008 por 16 analistas de inversión. De esta media resulta un valor de **[CONFIDENCIAL]**. De dicho importe, descuenta **[CONFIDENCIAL]** en que



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

estima el valor de la deuda financiera con terceros. Resulta, en consecuencia, un valor de mercado de los fondos propios de **[CONFIDENCIAL]**.

III.7. Coste de la Deuda y prima por riesgo de la deuda

TME estima que su coste de la deuda financiera es aproximadamente el coste de financiación de Telefónica S.A., que se ha calculado como la suma del tipo de interés libre de riesgo más la prima de riesgo de la deuda.

La prima de riesgo de la deuda se obtiene como el resultado de la suma del diferencial medio durante el año 2008 del *Interes Rate Swap* (IRS) a 10 años sobre el bono soberano a 10 años (50,28 puntos básicos) y del diferencial medio del CDS a 10 años de Telefónica, S.A. sobre el IRS (128,86 puntos básicos). TME obtiene, por tanto, un valor de la prima de riesgo de la deuda de 1,79%.

En consecuencia, el coste nominal de la financiación de TME se obtendría como la suma del tipo de interés libre de riesgo (4,29%) y la prima de riesgo de la deuda (1,79%), resultando un importe de 6,09%. El importe del coste de la deuda, neto del efecto impositivo, que TME propone es de un 4,33%.

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

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades propuesta por TME es de 28,91%. TME obtiene dicho importe a partir de corregir el tipo impositivo nominal para el 2009 por la diferencia promedio entre los tipos impositivos marginales y medios para el ejercicio 2008 a partir de la contabilidad de TME, del aprobado por la CMT para el coste del capital del ejercicio 2008 y el aprobado por la CMT para el coste del capital del ejercicio 2007.

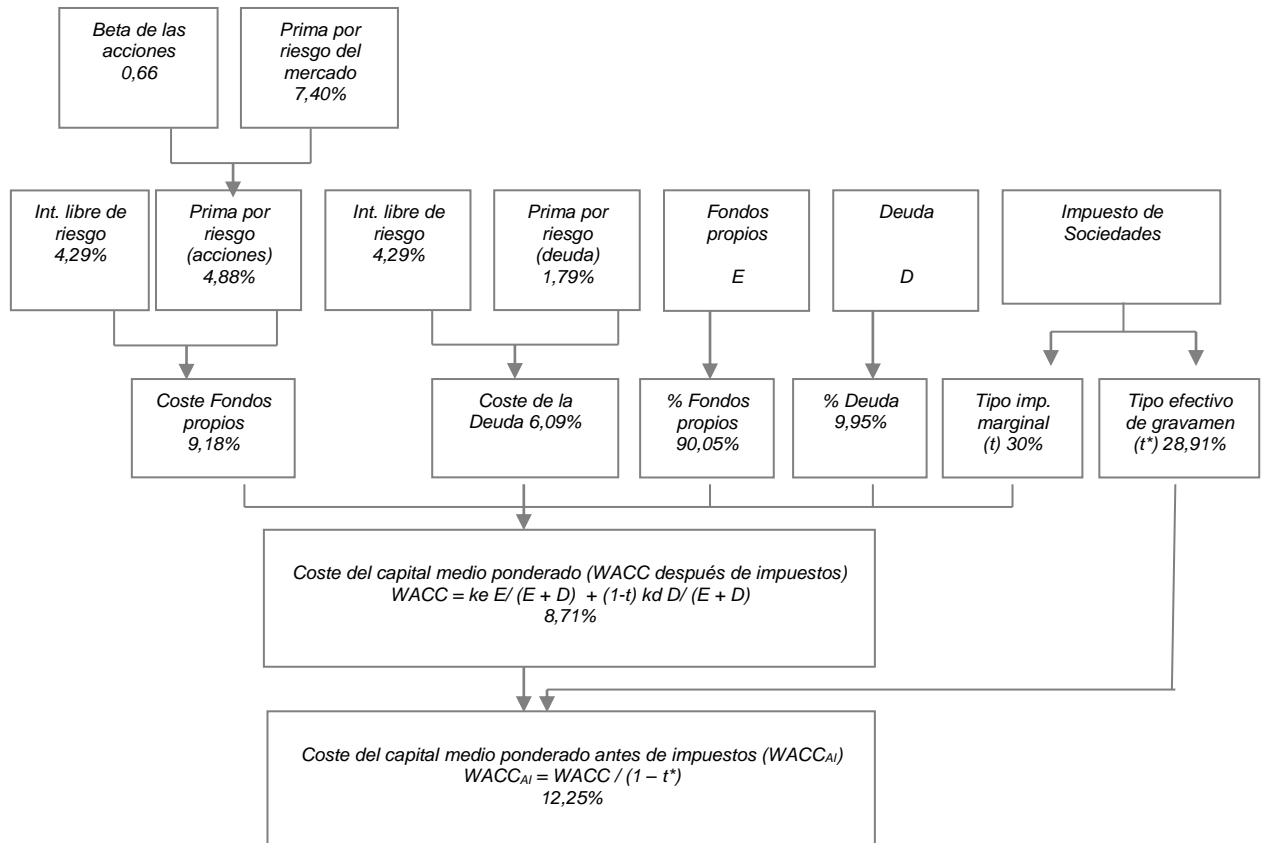
III.9. Resumen de la propuesta

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

Figura 1. Propuesta de TME para el WACC 2009



IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR TME

La Resolución de la CMT de 21 de diciembre de 2006 establece la metodología que la CMT considera adecuada para estimar el WACC de los operadores declarados dominantes y explicita cómo deben estimarse cada una de las componentes del WACC.

En esta sección se revisan 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 éste de un 35% (ejercicio 2006), a un 32,5% en el ejercicio 2007 y a 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



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

efectivo. La metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 no contemplaba el efecto del cambio de tipos impositivos nominales, por lo que posteriores Resoluciones de la CMT¹ han abordado el tratamiento y el impacto del cambio de tipos sobre los parámetros del WACC.

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. 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 es la media ponderada² del tipo de interés medio de las tres subastas de Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años, realizadas por el Tesoro Público con anterioridad al mes de enero del año para el que deba tener vigencia el WACC.

Los tipos de interés medios resultantes de las 3 últimas subastas de Obligaciones del Estado con vencimiento a 10 años convocadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera son:

Tabla 3. Tipos medios obligaciones a 10 años

Emisión	Tipo de interés medio	Ponderación
20/11/2008	3,953	3/6
18/09/2008	4,581	2/6
17/07/2008	4,744	1/6

Resultando, de acuerdo con la metodología aprobada, un valor de 4,29%, coincidente con la propuesta de TME. En consecuencia, esta Comisión valora que el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC en el ejercicio 2009 es de un 4,29%. Esto supone una disminución en 5 puntos básicos con respecto al valor aprobado para el ejercicio 2008.

IV.2. Prima por riesgo del mercado

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006 se especifica que el estimador de la prima de riesgo del mercado se obtendrá a partir de datos históricos y una media aritmética, a partir de datos mensuales de los últimos 15 años.

¹ Véase por todas ellas la Resolución de 18 de marzo de 2008 por la que se aprueba la tasa anual de coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2008.

² 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 más lejano en el tiempo.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Adicionalmente en las Resoluciones de 8 de junio de 2006 y posteriores³, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, éste parámetro debía ser común a todos los operadores declarados con poder significativo de mercado y sometidos a la obligación de contabilidad de costes.

En la Resolución de 2 de abril de 2009 por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. para el ejercicio 2009 se estableció una prima de riesgo del mercado de 6,87%. Por lo tanto la CMT considera razonable, a efectos del cálculo del coste de capital del ejercicio 2009, cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,87%.

Esto implica una disminución del 3% en el valor de este parámetro con respecto al aprobado en el ejercicio 2008. Esta disminución se justifica por el hecho de que la nueva estimación incorpora datos del ejercicio 2008 en que la prima de riesgo es negativa.

IV.3. Beta de TME

De conformidad con la Resolución sobre la Revisión de la Metodología del WACC de 21 de diciembre de 2006, esta Comisión ha calculado el parámetro beta de las acciones de TME a partir de las betas y datos financieros de una serie de empresas comparables europeas. La muestra de empresas seleccionada y los datos de origen se resumen en la tabla 4:

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

Empresa	Valor de la beta apalancada	Deuda en libros ¹	Capitalización ¹	Tipo impositivo efectivo	Valor de la beta desapalancada
MOBILE TELESYSTEMS OJSC	0,572	3.401,667	30.597,556	26,096%	0,528
MOBISTAR	0,431	6,103	3.998,140	32,246%	0,431
TELENOR ASA	0,702	30.189,000	218.015,625	10,856%	0,625
TELIASONERA AB	0,767	23.664,000	271.672,661	19,615%	0,717
VODAFONE GROUP PLC	0,984	26.209,000	80.169,461	24,942%	0,790
PROMEDIO	0,691				0,618

¹ En millones, expresado en la moneda local de la compañía.

Fuente: Standard&Poors. Regresión de cotizaciones diarias de los ejercicios 2006 y 2007.

³ Entre otras, Resolución sobre la propuesta de Telefónica Móviles España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/264), Resolución sobre la propuesta de France Telecom España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/1193) y Resolución sobre la propuesta de Vodafone España S.A. de tasa anual de retorno a aplicar para el cómputo de los costes de capital en la contabilidad de costes del ejercicio 2006 (AEM 2006/475).



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

De la muestra contemplada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 la CMT considera adecuado excluir a Cosmote, ya que desde abril de 2008 no cotiza.

Se ha comprobado que ninguno de los valores obtenidos para la beta apalancada o desapalancada son extremos estadísticos.

Utilizando la fórmula referenciada en la sección V.3 de la Resolución del 21 de diciembre de 2006 y reproducida a pie de página⁴, los datos de apalancamiento financiero de TME (ratio de apalancamiento de 11,38%, según se justifica en la siguiente sección) y de tipo impositivo efectivo de TME (28,91% tal como se justifica en la sección V.2), se obtiene un valor para la Beta de TME, para el ejercicio 2009, de un 0,67.

IV.4. Coste de los fondos propios

Dado el importe de los anteriores parámetros, la CMT valora el coste de los fondos propios en un 8,89%, superior en 15 puntos básicos respecto al aprobado en el ejercicio 2008 y supone cuantificar la prima de riesgo de los fondos propios de TME en el ejercicio 2009 en un 4,60%.

IV.5. Estructura financiera

Como se ha indicado previamente, TME estima su valor de mercado a partir de la media aritmética de las valoraciones realizadas durante el último trimestre de 2008 por 16 analistas de inversión, resultando un valor de **[CONFIDENCIAL]**.

La CMT ha seguido el mismo procedimiento que TME para estimar el valor de mercado de la empresa, incorporando, sin embargo, un mayor número de informes de analistas tratando de incluir, en todo caso, las valoraciones más recientes con respecto al inicio del ejercicio 2009.

Igualmente, se ha seguido el criterio de excluir aquellas valoraciones que se configuran como extremos estadísticos, con el fin de evitar que valores anómalos sesguen la media. Para la exclusión de los valores extremos de la muestra se ha seguido la técnica de los umbrales inferiores y superiores, aplicada en otras resoluciones⁵.

⁴ 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 deuda sobre la capitalización de la empresa.

⁵ Puede verse a título de ejemplo la Resolución 18 de marzo de 2008.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Después de aplicar los anteriores procedimientos la muestra tomada por la CMT, es:

Tabla 5. Informes de valoración de TME. Importes en millones de euros.

[CONFIDENCIAL

FIN CONFIDENCIAL]

En base a los argumentos anteriores, esta Comisión considera que el valor de mercado de TME a tomar como referencia es de **[CONFIDENCIAL]** que es un 15% inferior al estimado en la Resolución por la que se aprobó el coste de capital para el 2008 y que refleja la disminución del valor ocurrida en el último ejercicio como consecuencia del deterioro de las expectativas.

A partir de la información suministrada (cuentas anuales e información complementaria) se ha determinado que el importe y la composición de la deuda financiera es la siguiente:

**[CONFIDENCIAL
FIN CONFIDENCIAL]**

Se deduce, en consecuencia, una estimación del valor de mercado de los fondos propios de TME en **[CONFIDENCIAL]**. La composición de la estructura financiera que resulta, por tanto, es la siguiente:

- 1) Un 89,78% del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- 2) Un 10,22% del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- 3) Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 11,38%.

IV.6. Coste de la deuda y prima por riesgo de la deuda

La propuesta presentada por TME recoge una prima de riesgo de la deuda basada en la cotización de los IRS (*interes rate swap*) y CDS (*credit default swap*) de Telefónica S.A para el período 1 de enero 2008 a 28 de noviembre de 2008.

Los mercados de derivados IRS y CDS han tenido durante el 2008 una volatilidad muy importante, con valores máximos en el mes de noviembre. Sin embargo a la vista de la evolución del mes de diciembre y enero en dichos mercados no puede considerarse significativo el período tomado como



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

referencia por TME en su propuesta, tanto más cuanto el importe que debe tomarse es una cifra prospectiva para el coste del capital del ejercicio 2009. En este sentido podría incluso discutirse si la referencia que proporcionan dichos mercados de derivados es un buen referente para fijar el coste de la deuda teniendo en cuenta las tensiones a las que se han visto sometidos durante el 2008 a consecuencia de los problemas de liquidez y contracción del crédito.

De acuerdo con la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 las emisiones de la sociedad matriz se consideran referencia para el coste financiero de sus filiales. A este respecto tal como se recogió en la Resolución de 2 de abril de 2009 Telefónica ha acudido a principios de año para suplir los problemas de liquidez de los mercados de crédito tradicionales a la emisión de deuda en forma de bonos cuyas últimas referencias son la emisión de 1.000 millones de euros, programa EMTN en euronotes a un tipo de interés de 5,50% (emisión 17 de marzo de 2009) y con vencimiento a 7 años y la emisión de 2.000 millones de euros, programa EMTN, con un tipo de interés de 5,43% (emisión 21 de enero de 2009) y con vencimiento a 5 años. En consecuencia esta Comisión considera que el coste financiero de TME debe cifrarse en 5,50%, deduciéndose en consecuencia, una prima de riesgo de la deuda del 1,21%.

Dicho lo anterior, la CMT valora el coste nominal de la deuda de TME en un 5,50%, resultante de un tipo libre de riesgo de un 4,29% y una prima de riesgo de un 1,21%, que supone un aumento en 31 puntos básicos respecto a la aprobada para el ejercicio anterior (0,90) y que es reflejo principalmente de la subida de la prima de riesgo (*default risk*). El aumento de la prima de riesgo en términos relativos sería de un 34%.

Dado que el tipo impositivo marginal del impuesto sobre sociedades vigente en el ejercicio 2009 está establecido en la legislación española en un 30%, el coste de la deuda después de impuestos de TME para el ejercicio 2009 es un 3,85%.

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

La metodología aprobada por la CMT establece 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 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 ha supuesto un cambio en el tipo impositivo marginal. En 2007, el tipo impositivo marginal del Impuesto de Sociedades pasó de un 35% a un 32,5%, y en el ejercicio 2008 ha pasado a ser de un 30%. Este cambio significa que el cálculo



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

del tipo efectivo no puede obtenerse directamente a partir de un promedio de los tipos efectivos históricos, sino que deberá corregirse para incorporar el impacto del cambio en el tipo nominal. La metodología para la corrección quedó acreditada en varias resoluciones a las que se ha hecho referencia previamente⁶. Consiste en aproximar el tipo efectivo, a partir del tipo marginal corregido por el importe de la diferencia promedio entre los tipos impositivos medios y marginales del operador para los últimos tres años anteriores.

Tipo efectivo medio del ejercicio 2009=

=Tipo marginal 30%- estimación del diferencial medio entre el marginal y el tipo medio.

A pesar de que la propuesta de tipo impositivo efectivo de TME no respeta exactamente la metodología aprobada por la CMT, el resultado no difiere significativamente del que resulta de aplicar la metodología aprobada. Por lo tanto, se considera como referencia para el cálculo del coste de capital del ejercicio 2009 el tipo impositivo efectivo propuesto del 28,91%.

IV.8 WACC antes y después de impuestos

Por último, y como resultado de los argumentos expuestos a lo largo de los anteriores apartados, la CMT valora el coste del capital medio ponderado de TME, después de impuestos, para el ejercicio 2009 en un 8,37%, un 1,21% superior al aprobado para el ejercicio 2008 (8,27%) y un coste medio ponderado del capital, antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para el ejercicio 2009 en un 11,78%, presentando este último valor un aumento de un 1,20% respecto al aprobado para el 2008 (11,64%).

IV.9 Resumen de la valoración

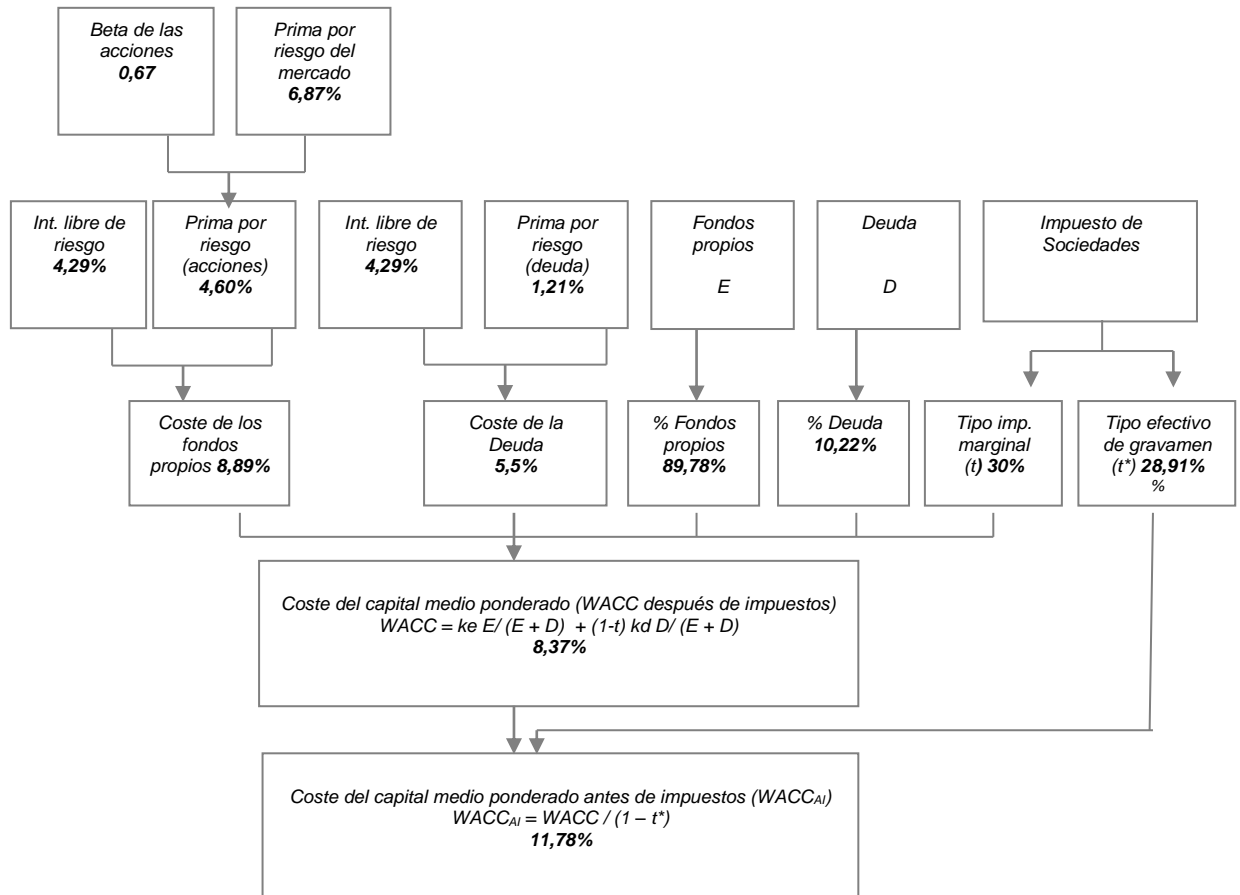
El siguiente gráfico presenta la valoración de la CMT de los parámetros presentes en el WACC.

Figura 2. Valoración de la propuesta de WACC 2009 para TME

⁶ Véase al comienzo del apartado IV.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES



V. CONSIDERACIONES FINALES

Debe destacarse que el objeto de esta Resolución es la aprobación, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, de la tasa de coste de capital que TME deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el ejercicio 2009, de conformidad con los principios de contabilidad de costes y con el Sistema de Contabilidad de Costes de la operadora. El coste de capital aprobado por esta Resolución se imputará 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 de los servicios.

Dicho lo anterior, la siguiente tabla muestra el resultado de la comparación de los distintos parámetros de la propuesta de TME, y de su valoración por la CMT.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Tabla 7. Tasa de retorno propuesta por TME y valoración de los Servicios de la CMT

PARÁMETROS	Propuesta TME	CMT
Tipo de interés libre de riesgo	4,29%	4,29%
Prima por riesgo del mercado de acciones	7,40%	6,87%
Beta de las acciones	0,66	0,67
Coste de los fondos propios	9,18%	8,89%
Prima por riesgo de la deuda	1,79%	1,21%
Coste de las deudas (antes de impuestos)	6,09%	5,50%
Coste de las deudas (después de impuestos)	4,33%	3,85%
Ratio de fondos propios sobre valor total	90,05%	89,78%
Ratio de deuda sobre valor total	9,95%	10,22%
WACC después de impuestos	8,71%	8,37%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	28,91%	28,91%
WACC antes de impuestos	12,25%	11,78%

La tabla número 8, recogida a continuación, muestra la evolución de la tasa de retorno de TME, aprobada por la CMT en resoluciones anteriores, así como la tasa de retorno para el ejercicio 2009, aprobada en esta Resolución.

Tabla 8. Evolución del WACC de TME

EJERCICIOS	2003 ^a	2004 ^b	2005 ^c	2006 ^d	2007 ^e	2008 ^f	2009
WACC DESPUÉS DE IMPUESTOS	9,36%	8,78%	8,22%	7,26%	7,52%	8,27%	8,37%
WACC ANTES DE IMPUESTOS	14,18%	13,27%	12,49%	10,57%	10,85%	11,64%	11,78%

^a Resolución de la Comisión de 12 de junio de 2003.

^b Resolución de la Comisión de 10 de junio de 2004.

^c Resolución de la Comisión de 19 de mayo de 2005.

^d Resolución de la Comisión de 8 de junio de 2006

^e Resolución de la CMT de 7 de junio de 2007.

^f Resolución de la CMT de 24 de abril de 2008.

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

RESUELVE

Único.- Declarar aprobada una tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Telefónica Móviles de España, S.A.U., en el cálculo de los costes de los servicios durante el ejercicio 2009, del 11,78%, conforme a la propuesta de la operadora, valorada y corregida según la metodología de determinación del coste del capital medio ponderado establecida en la Resolución de 21 de diciembre de 2006.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 en el artículo 23.2 del Texto Consolidado del Reglamento de Régimen Interior aprobado por Resolución del Consejo de la Comisión de fecha 20 de diciembre de 2007 (B.O.E. de 31 de enero de 2008), 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 presente documento está firmado electrónicamente por el Secretario, Ignacio Redondo Andreu, con el Visto Bueno del Presidente, Reinaldo Rodríguez Illera.