



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

JORGE SANCHEZ VICENTE, 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 42/11 del Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones celebrada el día 15 de diciembre de 2011, se ha adoptado el siguiente

ACUERDO

Por el que se aprueba la:

Resolución sobre la propuesta de ABERTIS TELECOM, S.A.U., de tasa anual de coste de capital a aplicar en la Contabilidad de Costes del ejercicio 2011 (AEM 2011/1537).

I. ANTECEDENTES DE HECHO

PRIMERO.- Con fecha 15 de julio de 1999 el Consejo de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (en adelante CMT) aprobó la Resolución por la que se aprueban los Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes.

SEGUNDO.- 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.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

TERCERO.- El 21 de mayo de 2009 se aprobó la Resolución por la que se aprueba la definición y el análisis del mercado mayorista del servicio portador de la señal de televisión, la designación ¹del operador con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas.

CUARTO.- Con fecha 10 de junio de 2010 se aprobó la Resolución por la que se actualizan los Principios, Criterios y Condiciones para el Desarrollo del Sistema de Contabilidad de Costes.

QUINTO.- Con fecha 22 de junio de 2011, tuvo entrada en el Registro de la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones la propuesta de Abertis Telecom, S.A.U. de tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2011. Se presentaron los siguientes documentos:

- Escrito de Abertis Telecom, S.A.U. por el que se solicita a la CMT se tenga por presentada en tiempo y forma la Propuesta de Tasa Anual de Retorno a aplicar por Abertis Telecom, S.A.U. en el ejercicio 2011.
- Documento anexo en el que se detalla el cálculo de la tasa de retorno propuesta por Abertis Telecom, S.A.U.

Abertis Telecom, S.A.U. manifiesta en su escrito que la información aportada contiene secretos comerciales e industriales que deben ser objeto de tratamiento confidencial y solicita a esta Comisión que declare confidencial todo el contenido del escrito con su propuesta y del anexo al mismo.

Conforme a la solicitud presentada, y a efectos de resolver sobre tasa anual de coste de capital a aplicar en la contabilidad de costes del ejercicio 2011 de Abertis, la CMT procedió a la apertura e instrucción del expediente correspondiente, con referencia AEM 2011/1537.

SEXTO.- Para proceder a la comprobación del valor de los diferentes parámetros implicados en el cálculo de la tasa de retorno propuesta, en fecha 12 de Julio de 2011 se solicitó a Abertis Telecom, S.A.U. que remitiera a la CMT la información siguiente:

- 1) Cuentas anuales individuales, informe de auditoría e informe de gestión del ejercicio 2010 de las sociedades Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U.

¹ Abertis ya había sido designado anteriormente operador con poder significativo de mercado, mediante Resolución del Consejo de esta Comisión de 2 de febrero de 2006 (publicada en el BOE número 40 de 16 de febrero de 2006), por la que se aprobó la definición y análisis del mercado de transmisión de señales de televisión, la designación de los operadores con poder significativo de mercado y la imposición de obligaciones específicas.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

- 2) Indicación de la referencia precisa y mercado de cotización de todas las obligaciones, bonos o pagarés emitidos por el grupo Abertis durante el período 2010/2011.
- 3) Cotización, en caso de haber existido, de los Credit Derivative Swap (CDS) e Interest Rate Swap (IRS) a 10 años de Abertis Infraestructuras, S.A y cualquier otra sociedad del grupo, para los últimos 15 días de diciembre de 2010 y 15 primeros días de enero 2011. Aportación de soporte documental (pantalla de Bloomberg, Reuters o similar).
- 4) Detalle de las operaciones de endeudamiento del grupo Abertis para el año 2010 y las que se hayan producido en 2011 hasta la fecha, con expresión de fecha de emisión, fecha de vencimiento, nominal y tipo de interés de la operación.
- 5) Aportación de informes de analistas independientes que recojan información sobre la valoración por suma de partes del grupo Abertis para el ejercicio 2010 y 2011.
- 6) Identificación para Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U. de los ingresos y gastos del ejercicio 2010 con empresas del grupo, con detalle de naturaleza, importes y empresa del grupo.
- 7) Identificación para Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U. de los créditos y débitos con empresas del grupo, con detalle de naturaleza, importe al cierre del ejercicio 2010 y empresa del grupo.
- 8) Autoliquidación del impuesto de sociedades del ejercicio 2010 presentada para Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U.
- 9) Detalle para Abertis Telecom, S.A.U, Retevisión, S.A.U y Tradia Telecom, S.A.U. de las deducciones, bonificaciones y diferencias permanentes aplicadas en el cálculo contable del impuesto sobre sociedades del 2010, con expresión de su naturaleza. Igualmente, identificación de las partidas extraordinarias que deberían excluirse del cálculo del tipo impositivo efectivo para la obtención del tipo operativo a los efectos del presente expediente.

SÉPTIMO.-Con fecha 27 de julio de 2011, tuvo entrada en el Registro de la CMT un escrito de Abertis Telecom, S.A.U, junto al que se aportaba la información solicitada en el requerimiento notificado el 12 de julio de 2011. Abertis Telecom, S.A.U. ha solicitado igualmente que la CMT otorgue el carácter de estrictamente confidencial a toda la documentación aportada en esta ocasión.

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.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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 CMT 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.”

El artículo 20 del Reglamento de Mercados que la CMT podrá precisar el formato y el método contable de la contabilidad de costes del operador.

En uso de la habilitación competencial citada, la CMT aprobó, mediante Resolución de 21 de mayo de 2009, la definición del mercado mayorista del servicio portador de difusión de la señal de televisión, declarando a Abertis Telecom, S.A.U. y al grupo Abertis en su conjunto² (en adelante, ABERTIS), operador con poder significativo de mercado. Además impone a ABERTIS, entre otras, la obligación de orientar los precios a los costes de producción y de separar sus cuentas en relación a las actividades de acceso, donde resulta especialmente relevante la estimación del parámetro WACC.

Con fecha 1 de junio de 2006, la CMT aprobó la Resolución sobre el formato y método contable a utilizar por el Grupo Abertis Telecom en la que se explicitaba que:

“En este sentido, la tasa de retorno a emplear por Abertis en el cálculo del Coste de Capital deberá ser aprobada por esta Comisión. En concreto, conforme a lo establecido en el capítulo 3 de los Principios de Contabilidad de Costes anteriormente mencionado, “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”.

² Señala la Resolución de 21 de mayo de 2009: “(...)Se considera necesario designar como operador con PSM al grupo de empresas a que pertenece Abertis en su conjunto, entendiéndose por tal a los efectos de este análisis, tanto a la empresa concreta identificada como operador dominante individual como a todas las empresas de cada grupo que provean los servicios incluidos en los respectivos mercados de referencia.”



III. PROPUESTA DE ABERTIS PARA LA TASA MEDIA DE COSTE DE CAPITAL A APLICAR EN SU CONTABILIDAD DE COSTES DEL EJERCICIO 2011

En primer lugar debe indicarse que ABERTIS presta el servicio portador de difusión de televisión por ondas terrestres, a través de sus dos filiales Tradia Telecom, S.A.U. (en adelante, Tradia) y Retevisión-I S.A.U. (en adelante, Retevisión), ambas participadas al 100% por la sociedad Abertis Telecom, S.A.U., participada a su vez, también al 100%, por Abertis Infraestructuras, S.A.

ABERTIS propone a la CMT la aprobación de una tasa de coste del capital antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para la aplicación en su contabilidad de costes del ejercicio 2011, del 16,16%. Este valor es el resultado de las estimaciones de ABERTIS para el ejercicio de 2011 de WACC después de impuestos, un 11,45%, y de tipo efectivo de gravamen en el Impuesto de Sociedades, un 29,13%.

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 ABERTIS es el resultado de la suma de sus estimaciones 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 medio ponderado del capital (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 recursos propios, K_d es el coste de la deuda financiera después de impuestos, E es el valor de mercado de los fondos propios, y D es el valor total de la deuda financiera y $(E+D)$ el valor de mercado de la empresa.

Los valores de los parámetros recogidos en la propuesta de ABERTIS que inciden en la estimación del WACC, según la solicitud del 22 de junio, se detallan en la tabla siguiente:



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

	Propuesta ABERTIS 2010	Aprobado CMT 2010	Propuesta ABERTIS 2011
Tipo de interés libre de riesgo	3,89%	3,88%	4,98%
Prima por riesgo del mercado	8,18%	7,43%	6,91%
Beta de las acciones	1,140	0,820	1,120
Coste de los fondos propios (K_e)	13,22%	9,97%	12,72%
Coste estimado de la Deuda (antes de impuestos)	4,75%	4,63%	4,90%
Coste de las deudas, después de impuestos (K_d)	3,32%	3,24%	3,43%
Ratio de fondos propios sobre valor total	82,45%	82,69%	86,50%
Ratio de deuda sobre valor total	17,55%	17,31%	13,50%
WACC después de impuestos	11,71%	8,81%	11,45%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	31,97%	31,37%	29,13%
WACC antes de impuestos	17,22%	12,84%	16,16%

III.2. Tipo de interés libre de riesgo

ABERTIS estima el tipo de interés libre de riesgo para la determinación del WACC en el ejercicio 2011 en un 4,98%. Detalla en su propuesta que esta valoración corresponde a la media ponderada del tipo de interés medio del activo libre de riesgo considerado en la Metodología, las Obligaciones del Estado con un período de amortización a 10 años, tomando los valores de las tres últimas subastas del Tesoro anteriores al cierre del año anterior al ejercicio de aplicación del WACC.

III.3. Prima por riesgo del mercado

ABERTIS cita la metodología de la CMT y considera razonable, a efectos del cálculo del WACC para el ejercicio 2011, cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,91%. Esta cuantificación la realiza calculando el promedio de las diferencias entre el tipo de interés del activo libre de riesgo de referencia y la evolución del IBEX, respecto de una muestra de valores mensuales tomados desde enero de 1996 hasta finales del año 2010. ABERTIS calcula este promedio tanto con un tipo de interés compuesto (resultando 8,61%) como simple (resultando 5,22%). La media de estos dos resultados es lo que ABERTIS considera la prima de riesgo del mercado, un 6,91%.

III.4. Beta de ABERTIS

ABERTIS, al no cotizar en bolsa, no puede obtener de manera directa su Beta, debiendo por tanto fijarse en función de las Betas de empresas comparables. ABERTIS propone una muestra de empresas y de Betas para esas empresas, calcula su promedio y estima las Betas desapalancadas correspondientes a cada una de las empresas de su muestra. Posteriormente, aplica el tipo efectivo y el ratio de apalancamiento que estima para ABERTIS en el ejercicio 2011 y realiza con estos



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

datos una estimación de la Beta apalancada para ABERTIS en el ejercicio 2011 de 1,12.

ABERTIS manifiesta que, dada la inestabilidad del actual entorno económico, considera adecuado buscar otros datos representativos de las Betas del sector de las Telecomunicaciones para apoyar la razonabilidad del valor calculado en el párrafo anterior según la metodología de la CMT. ABERTIS aporta las estimaciones de A. Damodaran para las industrias de “Telecom Services” y “Wireless Networking” a nivel mundial y, apalancando el promedio de los valores obtenidos, ABERTIS estima un valor de 1,07 para 2011. Además ABERTIS aporta en su propuesta la referencia de Betas aprobadas por otros reguladores europeos: Arcep, para TDF (Telediffusion de France) del entorno de 1; OFCOM para BT (British Telecom), de entre 0,96 y 1,12, aclarando ABERTIS que si bien BT es una empresa que no opera en difusión, considera que en el ámbito de los reguladores europeos, la Beta asociada a las empresas de telefonía fija es la que tiene menos riesgo comparada con las de las empresas que operan en el ámbito de los servicios de telefonía móvil y también las de difusión.

Con los cálculos realizados y las referencias de que dispone, ABERTIS llega a la conclusión de que la Beta de ABERTIS debe ser superior a 1, proponiendo finalmente una Beta para el ejercicio de 2011 de 1,12.

III.5. Coste de los fondos propios

Como resultado de los valores estimados para el tipo de interés libre de riesgo, el parámetro Beta, y la estimación sobre la prima de riesgo del mercado, resulta una propuesta de coste de sus fondos propios del 12,72%.

III.6. Estructura financiera

ABERTIS propone utilizar un ratio de Fondos Propios sobre valor total de la empresa de 86,50% y un ratio de Deuda sobre el valor total de la empresa de 13,50%. En consecuencia, propone un ratio de apalancamiento financiero (Deuda/Fondos Propios) para el ejercicio 2011 del 15,61%.

Para el cálculo de este ratio ABERTIS calcula el valor del total empresa como el promedio entre la valoración por múltiplos según operaciones de adquisición realizadas en el mercado sobre compañías que ABERTIS considera comparables y la valoración que determinados analistas independientes realizan sobre ABERTIS. Siguiendo este procedimiento, ABERTIS realiza una estimación para el valor de total empresa en el mercado de **[CONFIDENCIAL]**.

Por otra parte, ABERTIS aporta en su propuesta la información de que su deuda financiera estimada para el ejercicio es de **[CONFIDENCIAL]**, que resultan de excluir de la deuda estimada total la cantidad de **[CONFIDENCIAL]**.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

Deduciendo del valor de mercado para el total empresa de ABERTIS el importe de la deuda, resulta un valor de los Fondos Propios de **[CONFIDENCIAL]**, que permite calcular el ratio Deuda/Fondos Propios del 15,61%.

III.7. Coste de la Deuda

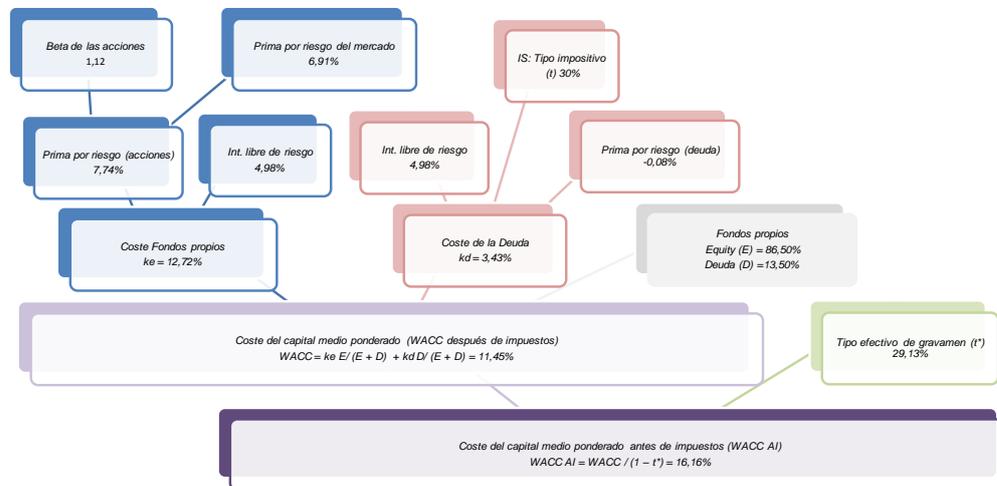
ABERTIS estima el coste de la deuda calculando la media ponderada de emisiones de deuda de su matriz, ABERTIS Group, que siguen estando vigentes y que tienen fechas de emisión entre 12/06/2007 y 14/10/2009, estimando un coste para su Deuda del 4,90 %. El coste de la Deuda neto de efecto impositivo resultante es de un 3,43%.

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

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades realizada por ABERTIS es de 29,13%, resultante del promedio de los tipos efectivos de los ejercicios 2008/2009/2010.

III.9. Resumen de la propuesta

El siguiente gráfico presenta la propuesta final de ABERTIS, resumiendo la metodología utilizada y el valor estimado para cada uno de los parámetros.



IV. VALORACIÓN DE LA PROPUESTA PRESENTADA POR ABERTIS

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. A continuación se presentan los resultados de la valoración de la propuesta de ABERTIS, realizada por los Servicios de la CMT conforme a esta metodología.



IV.1. Tipo de interés libre de riesgo

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006, la CMT estableció que una estimación razonable del tipo de interés a que se remunera un activo libre de riesgo para la determinación del WACC es la media ponderada³ 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 cierre del año natural anterior al ejercicio de aplicación del WACC.

Los tipos de interés medios correspondientes a las 3 últimas subastas de 2010 de Obligaciones del Estado, con vencimiento a 10 años, convocadas por la Dirección General del Tesoro y Política Financiera son:

Emisión	Tipo de interés medio	Ponderación
Dic. 2010	5,45%	1/2
Nov. 2010	4,62%	1/3
Sep. 2010	4,14%	1/6
Media ponderada	4,95%	

Resultando, de acuerdo con la metodología de 21 de diciembre de 2006, un valor de 4,95%, el cual ha sido aprobado para el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U. para el ejercicio de 2011⁴.

Esta Comisión valora que la referencia del tipo de interés a que se remunera un activo libre de riesgo para la determinación del WACC de ABERTIS en el ejercicio 2011 es de un 4,95%. Esto supone un aumento de 107 puntos básicos con respecto al valor aprobado en la Resolución de 14 de octubre de 2010, para el ejercicio anterior.

IV.2. Prima por riesgo del mercado

En la Resolución de 21 de diciembre de 2006 se especifica que la estimación de la prima de riesgo del mercado se obtendrá a partir de datos de rentabilidades históricas del IBEX 35 y su diferencia con la rentabilidad histórica del activo libre de riesgo considerado como referencia. Según se consideró razonable en la Metodología, la media aritmética de estas diferencias representa la prima histórica de riesgo de

³ 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.

⁴ Véase la Resolución de 26 de mayo de 2011.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

mercado y sirve como estimador de las rentabilidades futuras esperadas. Las series de datos tienen periodicidad mensual y su alcance histórico son los últimos 15 años.

Además, en las Resoluciones de 8 de junio de 2006 y posteriores, la CMT estableció que para un mismo periodo regulatorio, este 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 26 de mayo de 2011, por la que se aprueba el coste de capital de Telefónica de España, S.A.U para el ejercicio 2011, se estableció una prima de riesgo del mercado de 6,18%. Por lo tanto, la CMT considera razonable, a efectos del cálculo del coste de capital de ABERTIS para el ejercicio 2011, cuantificar la prima de riesgo del mercado español en un 6,18%.

IV.3. Beta de Abertis

Dado que ABERTIS no es una empresa cotizada en bolsa, no es posible estimar de forma directa el parámetro Beta, debiendo en consecuencia estimarse en función de empresas comparables.

ABERTIS calcula una Beta con las empresas de la muestra aprobada por la CMT en su Metodología, eliminando a Macquaire e incorporando a la compañía Sprint Nextel, con la intención manifestada de ABERTIS de “dar mayor robustez” a la muestra, considerando que si bien el mercado en que opera Sprint Nextel es distinto del de ABERTIS, tienen ciertas características parecidas que les proporcionan un cierto grado de comparabilidad.

ABERTIS compara la Beta así obtenida con las Betas publicadas por A. Damodaran para los sectores “Telecom Services” y “Wireless Networking” y también con las Betas publicadas para operadores regulados que ABERTIS considera similares en otros países europeos, llegando a la conclusión de que la Beta calculada con la muestra elegida por ABERTIS estima un valor razonable, proponiendo un valor de 1,12.

Respecto de la muestra de empresas sobre la que ABERTIS calcula su Beta, la CMT considera razonable la exclusión de Macquaire, ya que no cotiza desde julio de 2009, pero no considera adecuado incluir a Sprint Nextel, ya que su actividad principal – servicios de telefonía móvil – difiere de la de ABERTIS.

Respecto de la referencia de las Betas publicadas por Damodaran para los sectores de “Telecom Services” y “Wireless Networking”, esta Comisión entiende que sin duda es una referencia para el mercado, pero debido a la heterogeneidad de actividades de la muestra de empresas sobre las que se construyen tales Betas, no se considera un referente de peso para apoyar la conclusión de que la Beta de ABERTIS debería ser superior a 1.

Respecto de las betas que estiman otros reguladores europeos para otros operadores regulados, las que cita ABERTIS y otras también son referencia para esta Comisión,



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

entendiendo que el valor estimado por esta Comisión y cuyo cálculo se expone a continuación se obtiene de forma consistente con dichos resultados.

En consecuencia, esta Comisión entiende que debe rechazarse la Beta estimada por ABERTIS y considera razonable efectuar el cálculo según la Metodología que viene aplicando esta Comisión, en el sentido que se expone a continuación.

La Beta que calcula esta Comisión, de conformidad con la Resolución sobre la Revisión de la metodología del WACC de 21 de diciembre de 2006, se estima a partir de las Betas y datos financieros correspondientes al ejercicio fiscal de 2010 de una serie de empresas que sí se consideran comparables y se reapalanca con la estructura financiera que esta Comisión ha estimado para el ejercicio de 2011 para ABERTIS. La muestra de empresas seleccionada y los datos fundamentales utilizados para el cálculo, se resumen en la tabla siguiente:

Compañía	Valor Beta apalancada	Deuda en libros	Capitalización bursátil	Moneda	Valor Beta desapalancada
AMERICAN TOWER CORP	0,878	4.212	17.347	USD	0,772
CROWN CASTLE INTL CORP	1,146	6.579	11.369	USD	0,851
DIGITAL MULTIMEDIA TECH SPA	1,355	161	181	EUR	0,761
SBA COMMUNICATIONS CORP	1,215	2.490	3.993	USD	0,747
PROMEDIO					0,783

Fuente: Standard&Poors (Deuda y capitalización expresados en millones).

De la muestra contemplada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006 la CMT ha considerado adecuado excluir a Macquaire, ya que desde julio de 2009 no cotiza. Asimismo, la CMT ha estimado el importe de la Beta tomando, de entre las series disponibles, la serie de datos tomados con periodicidad diaria durante los dos últimos años, al ser este el intervalo y frecuencia los que han proporcionado una mayor precisión y una menor desviación.

Utilizando la fórmula recogida en la sección V.3 de la Resolución de 21 de diciembre de 2006 y reproducida a pie de página⁵, que establece la relación entre la Beta apalancada y la Beta desapalancada de una empresa, y considerando la estructura financiera de ABERTIS que se desarrolla en el apartado IV.4 de la presente Resolución, esta Comisión calcula un valor de la Beta de ABERTIS de 0,87 para el ejercicio de 2011.

⁵ 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.



IV.4. Estructura financiera

El valor de la Deuda se ha estimado a partir de la información proporcionada por ABERTIS. Se ha contrastado su razonabilidad con los estados financieros auditados del ejercicio anterior de Abertis Telecom, S.A.U., Retevisión-I, S.A.U. y Tradia Telecom, S.A.U. y otra información complementaria.

El detalle de los pasivos considerados como deuda financiera del período es el siguiente:

[CONFIDENCIAL]

FIN CONFIDENCIAL]

Respecto de la valoración tomando como referencia los múltiplos (valor Empresa EV/EBITDA implícito) con que se han realizado determinadas operaciones de compra-venta de compañías comparables, ABERTIS presenta operaciones realizadas en Europa y en Estados Unidos en el período 2008-2010. Esta Comisión considera que la muestra tiene una representatividad limitada debido al escaso número de operaciones presentadas y la considerable dispersión de los múltiplos resultantes (con un mínimo de 10,4 y un máximo de 22,30). Además se debe añadir que el precio registrado en la operación puede estar influenciado por factores específicos como la forma de adquisición, la financiación y los plazos de pago, el porcentaje de las acciones que se venda (participación de control o sin él), sinergias para el comprador, etc, lo que hace que tales valores hayan de ser contrastados con la valoración realizada por analistas externos, que valoran específicamente a ABERTIS y en concreto a la rama de actividad de telecomunicaciones, atendiendo a sus circunstancias concretas y al negocio en España según la información de que dispone cada analista. Es por ello que en la metodología de la CMT se considera el método de múltiplos como un método a utilizar en caso de no disponer de una referencia mejor. Y es por ello que, en aplicación de esta Metodología, la CMT entiende más adecuado utilizar como referencia para la WACC de ABERTIS el valor de mercado de la compañía (EV) estimado para 2011 por distintos analistas, y en concreto, la valoración realizada para la parte que es relevante a los efectos de este expediente, la correspondiente a la “parte” de Telecomunicaciones.



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

En consecuencia, la valoración de ABERTIS se ha estimado a partir de diversos informes de analistas sobre el Grupo ABERTIS que han sido aportados por la compañía junto con su propuesta de WACC de 2011. En estos informes, emitidos a finales de 2010 o principios de 2011, se realiza una valoración del grupo estimando un valor para cada una de las áreas de negocio (Valoración por suma de partes), y se valora específicamente como parte el negocio relacionado con las Telecomunicaciones desarrollado en España. De estos informes se extrae el EV asociado a la rama de Telecomunicaciones en España. El valor que calcula esta Comisión para ABERTIS se obtiene como un promedio de tales valoraciones. Los parámetros utilizados y el resultado obtenido se resumen en la siguiente tabla (*EV refiere al EV de la rama de Telecomunicaciones de ABERTIS*):

[CONFIDENCIAL]

FIN CONFIDENCIAL]

Respecto de la propuesta de ABERTIS, que es de **[CONFIDENCIAL]** millones de euros, la valoración que estima esta Comisión es ligeramente inferior, de **[CONFIDENCIAL]**, al haber desestimado esta Comisión realizar un promedio entre la valoración de analistas **[CONFIDENCIAL]** promedio de **[CONFIDENCIAL]** y la valoración por múltiplos **[CONFIDENCIAL]**.

Del valor de mercado de ABERTIS estimado por esta Comisión, de **[CONFIDENCIAL]**, minorado por el importe estimado para la Deuda, resulta un valor de los fondos propios de **[CONFIDENCIAL]**.

El ratio de apalancamiento financiero se calcula por ABERTIS y por la CMT con los datos que se indican en la siguiente tabla:

[CONFIDENCIAL]



FIN CONFIDENCIAL]

La estructura financiera que estima esta Comisión para el cálculo del WACC resulta de los valores reflejados en la columna CMT de la tabla anterior y es la siguiente:

- Un 86,25 % del valor de los fondos propios sobre el valor de la empresa.
- Un 13,75 % del valor de la deuda sobre el valor de la empresa.
- Un ratio de apalancamiento financiero (Deudas/Fondos propios) del 15,95%

IV.5. Coste de los fondos propios

La CMT valora el coste medio ponderado de los fondos propios de ABERTIS en un 8,92%, lo cual se calcula⁶ a partir de las estimaciones realizadas por esta Comisión ya detalladas en los apartados anteriores: de la tasa a que se remunera un activo sin riesgo ($R_f=4,95\%$), de la prima de riesgo del mercado ($P_m=6,18\%$), del valor de la Beta de ABERTIS (estimado en 0,87) y de la proporción del valor estimado para los Fondos Propios sobre el valor estimado para el total (del 86,25%).

IV.6. Coste de la deuda

De acuerdo con la metodología aprobada en la Resolución de 21 de diciembre de 2006, las emisiones de deuda de la sociedad matriz se consideran una referencia para el coste financiero de ABERTIS, que calcula en su propuesta el coste de la deuda como la media ponderada de emisiones de deuda de su matriz, ABERTIS Group, que siguen estando vigentes y que tienen fechas de emisión entre 12/06/2007 y 14/10/2009, estimando un coste para su Deuda del 4,90 %. De las emisiones consideradas, dos de ellas tienen un plazo de maduración muy superior al del activo sin riesgo que considera como referencia esta Comisión, si bien el peso de estas dos emisiones en el total de deuda es poco relevante (7%). La última emisión de deuda, de octubre de 2009 sí tiene un peso relevante (casi el 50%) y tiene un período de maduración (7 años) más cercano al activo sin riesgo con que se compara según la Metodología. El precio de esta segunda emisión se considera equiparable al del activo sin riesgo de referencia. Dadas las anteriores consideraciones, esta Comisión considera razonable estimar el coste de la deuda de ABERTIS en 4,95%.

⁶ Cálculo del coste de los Recursos Propios según la Fórmula [$Ke = R_f + \beta * P_m$] y del Coste medio ponderado de los Recursos Propios multiplicando Ke por el ratio de apalancamiento financiero.



Por tanto, esta Comisión considera que el coste de la deuda de ABERTIS a los efectos del cálculo del WACC para el ejercicio 2011, es del 4,95% antes de impuestos y del 3,47% después de impuestos.

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 de los tipos impositivos de los tres ejercicios anteriores al cómputo del WACC.

En los últimos ejercicios se ha tenido en cuenta en el cálculo del promedio del tipo efectivo el cambio habido en el tipo impositivo nominal del Impuesto de Sociedades según la legislación española⁷. El tipo impositivo nominal que ha de tenerse en cuenta para calcular promedio del diferencial con el tipo efectivo es uniforme en los tres últimos ejercicios, ya que desde 2008 hasta ahora el tipo nominal de gravamen en el Impuesto de Sociedades previsto en la legislación española es del 30%. Por tanto, no es necesario efectuar corrección alguna en atención al cambio de tipo nominal.

La estimación del tipo efectivo de gravamen del Impuesto de Sociedades realizada por ABERTIS es de 29,13%, resultante del promedio de los tipos efectivos de los ejercicios 2008/2009/2010.

El cálculo de esta Comisión se efectúa, de acuerdo a la Metodología, como el promedio de la estimación del tipo efectivo del último ejercicio cerrado disponible, según la información aportada por ABERTIS de la tributación efectiva por Impuesto de Sociedades del período 2010 y de los tipos efectivos estimados por la CMT para los dos ejercicios anteriores.

En consecuencia, esta Comisión estima un tipo impositivo efectivo a aplicar para ABERTIS en el ejercicio de 2011 del 29,06%.

IV.8 WACC antes y después de impuestos

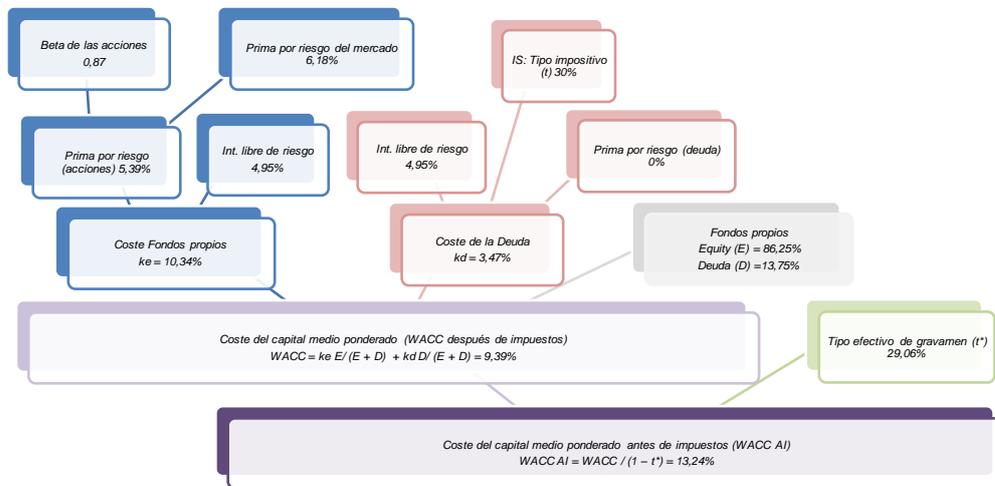
Por último, y como resultado de las estimaciones de los parámetros de la fórmula del cálculo del WACC consideradas por esta Comisión de acuerdo a su metodología, según lo expuesto en los anteriores apartados, esta Comisión valora el coste medio ponderado del capital de ABERTIS, después de impuestos, para el ejercicio 2011, en un 9,39%, y estima el coste medio ponderado del capital, antes de impuestos (WACC antes de impuestos), para el mismo período en un 13,24%.

⁷ 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, supuso 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 pasó a ser de un 30%.



IV.9 Resumen de la valoración del coste medio ponderado del capital para 2011

El siguiente gráfico presenta la valoración de la CMT de los parámetros presentes en el WACC de ABERTIS para 2011.





COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

V. CONSIDERACIONES FINALES

En la presente Resolución, en cumplimiento de la regulación sectorial vigente, se aprueba la tasa de coste de capital que ABERTIS deberá utilizar para determinar la remuneración de sus activos en el ejercicio 2011, 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 la propuesta de ABERTIS y su valoración por la CMT.

	Aprobado CMT 2010	Propuesta ABERTIS 2011	CMT 2011
Tipo de interés libre de riesgo	3,88%	4,98%	4,95%
Prima por riesgo del mercado	7,43%	6,91%	6,18%
Beta de las acciones	0,820	1,120	0,871
Coste de los fondos propios (K_e)	9,97%	12,72%	10,34%
Coste estimado de la Deuda (antes de impuestos)	4,63%	4,90%	4,95%
Coste de las deudas, después de impuestos (K_d)	3,24%	3,43%	3,47%
Ratio de fondos propios sobre valor total	82,69%	86,50%	86,25%
Ratio de deuda sobre valor total	17,31%	13,50%	13,75%
WACC después de impuestos	8,81%	11,45%	9,39%
Tipo efectivo de gravamen (Imp. de Sociedades)	31,37%	29,13%	29,06%
WACC antes de impuestos	12,84%	16,16%	13,24%

A continuación se muestra la evolución de la tasa de coste de capital de ABERTIS, aprobada por la CMT en Resoluciones anteriores:

Ejercicio	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
WACC después de impuestos	9,58%	8,98%	6,48%	9,08%	9,55%	8,74%	8,81%
WACC antes de impuestos	14,74%	13,81%	9,79%	13,15%	13,48%	12,85%	12,84%
Fecha de Resolución CMT	21/07/2005	21/07/2005	19/07/2007	20/09/2007	15/05/2009	18/02/2010	14/10/2010



COMISIÓN DEL MERCADO DE LAS TELECOMUNICACIONES

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

RESUELVE

UNICO.- Declarar aprobada una tasa anual de coste medio ponderado del capital antes de impuestos para Abertis Telecom, S.A.U., en el cálculo de los costes de los servicios para el ejercicio 2011, del 13,24%, conforme a la propuesta de la operadora, valorada y corregida según la metodología de determinación del coste medio ponderado del capital establecida 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 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, Jorge Sánchez Vicente, con el Visto Bueno del Presidente, Bernardo Lorenzo Almendros.